

割賦債権・カードショッピングクレジット債権

1. 対象資産の概要

割賦とは一般的には分割払いのことを指すが、割賦販売法上の割賦の定義は2ヵ月を超える支払いであり、翌月1回払い以外のほぼすべてを包含している。割賦販売法では、割賦債権・カードショッピングクレジット債権を契約の仕組みから、割賦販売（包括方式・個別方式）、信用購入あっせん（包括方式・個別方式）、ローン提携販売（包括方式のみ、個別方式のローン提携販売は個別信用購入あっせんに含まれる）に分類している。消費者がクレジットカードを利用せず、商品の購入や役務の提供を受けるたびにクレジット会社が与信判断をし、個別にクレジット契約を締結する方式が個別方式であり、最初に消費者とクレジット会社が限度額の範囲内で包括的にクレジット契約を結び、商品購入の際にはクレジットカードを利用する方式が包括方式である。返済方法には、一括払いや分割払いのほか、利用代金とは直接関係なく、あらかじめ決めた額を毎月支払いするリボルビング払いがある。

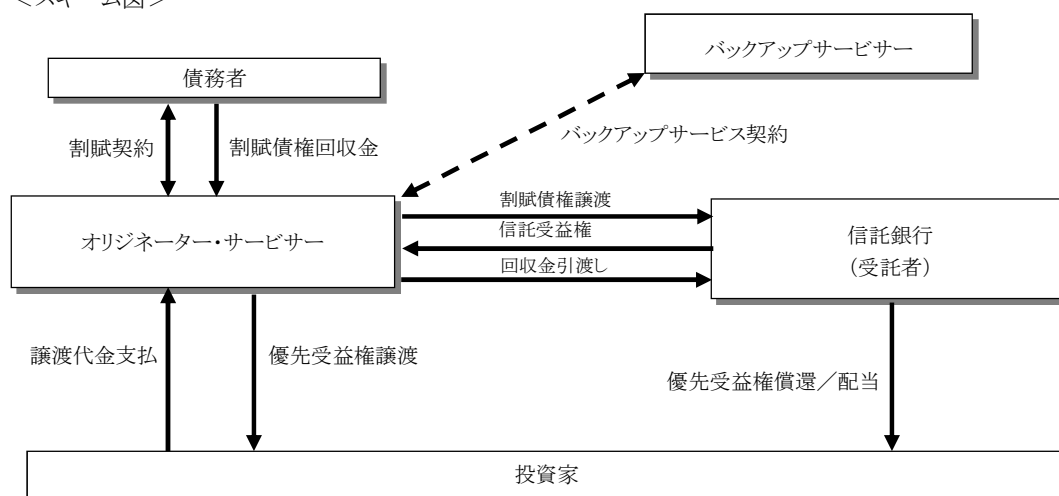
証券化における裏付資産においては、個別方式の割賦販売および信用購入あっせんにより発生した債権を割賦債権（個品割賦債権もしくはショッピングクレジット債権ともいう）と分類し、包括方式の割賦販売と信用購入あっせんおよびローン提携販売により発生した債権をカードショッピング債権と分類するのが一般的と思われる。これらの債権のうち、主に証券化の対象とされるのは、返済方法がリボルビング払いや分割払いの債権である。

なお、個別方式のうち、対象商品が自動車の場合はオートローン債権として、従前どおり割賦債権とは別扱いされている。（「オートローン債権」参照）

2. 割賦債権証券化の一般的なスキーム（信託方式の場合）

- ① オリジネーターは信託銀行（受託者）に対し、信託契約に基づき選択された多数の原債務者に対して保有する割賦債権を信託譲渡し、受託者は優先受益権、劣後受益権を発行する。
- ② 割賦債権の譲渡に際し、オリジネーターは動産・債権譲渡特例法4条1項に定める登記により、第三者対抗要件を具備する。債務者対抗要件の具備は、一定の事由が発生するまで留保される。
- ③ 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割賦債権の回収事務を受任し、回収金を受託者に引き渡し、受託者はその回収金により優先受益権の元本償還、配当支払いをする。
- ④ オリジネーターがサービシング業務を正常に行えない場合に備えて、バックアップサービサーが待機している。

<スキーム図>



3. 想定されるリスクとその評価

(1) 原債務者の信用悪化リスク

割賦債権の原債務者の債務不履行が一定以上の割合で発生した場合は、証券化対象債権が損失を被る可能性がある。

このリスクに関しては、将来想定される原債務者からの回収金を保守的に見積もったうえで、格付に応じた優先劣後構造等により信用補完を行っている（4. 必要劣後金額の算定を参照）。

(2) キャンセルリスク（加盟店リスク）

現行の割賦販売法・特定商取引法では、以下のように様々な場合で契約の解除が認められている。

まず、原則としてすべての商品・役務を対象に、個別信用購入あっせんの訪問販売・電話勧誘販売・特定継続的役務提供においては8日間、連鎖販売取引・業務提供誘引販売取引においては20日間のクーリング・オフが認められている。また、重要事項の不実告知や重要事項の故意の不告知等の違法行為を行った結果、消費者が誤認し、契約の申込みまたはその承諾の意思表示をした場合は、クーリング・オフ期間に関係なく、契約を解除することができる。さらに特定継続的役務提供・連鎖販売取引についてはクーリング・オフ期間後の中途解約が認められており、その際の違約金の上限が定められている。

信用購入あっせんを利用した消費者は、商品に瑕疵が存在するときや商品が引き渡されない場合や詐欺、売買契約において強迫、強要などがあった場合に一定の要件のもとに、当該事実をもって支払を停止することが認められている。また、個別信用購入あっせんについては、クーリング・オフをした場合や加盟店が不正勧誘を行った場合には、信販会社・クレジット会社から既払金の返還を受けることが可能となっている。

このようなキャンセルによる債権の希薄化リスクを軽減するために、対象債権プールに占める同一加盟店の比率を一定以下に抑えるなど、加盟店分散が図られていることが必要となる。また、証

券化対象債権プールの適格要件にシーズニングを組み込むことも、これらのリスクを軽減させる効果がある。その上で、キャンセル（加盟店）リスクがどの程度、証券化対象債権プールの信用リスクに影響するか、証券化対象債権プールにおける商品・役務の内容、オリジネーターの加盟店審査、大口加盟店の信用力などを検証し、必要があればキャンセル損失を保守的に算定し、貸倒れに対応した劣後とは別に劣後を設定するなどの対応を行っている。

(3) オリジネーター破産等に伴うリスク

① 真正譲渡性

オリジネーターの破産手続、民事再生手続、会社更生手続において、裁判所あるいは管財人から、証券化による譲渡債権が破産財団、再生債務者の財産または更生会社の財産に属するものであって、破産手続、民事再生手続または会社更生手続に服する債権または担保権と判断されるリスク（いわゆる真正譲渡性の問題）がある。

真正譲渡性に関して格付上重要視する主なポイントを以下に示す。

- ・ オリジネーターの譲渡意思の有無および内部手続きにおいて譲渡意思が承認されていること。
- ・ オリジネーターが劣後受益者、セラー受益者、サービサーとしての権限および義務を有することを除き支配権を持たないこと。
- ・ 一定の事由（クリーンアップコール、表明保証違反、適格条件違反、その他契約上の違反等）が生じた場合以外で、オリジネーターが譲渡債権を買い戻す義務および買い戻し請求権を有しないこと。
- ・ オリジネーターから受託者への信託譲渡に関して、第三者対抗要件が具備されており、サービサー交代事由が生じた場合には債務者対抗要件が具備されることになっていること。また、その他必要な対抗要件が具備されていること。
- ・ オリジネーターが債務者の弁済資力につき担保責任を負っていないこと。
- ・ セラー受益権が存在する場合、セラー受益権が優先受益権との間で実質的に同順位とみなすことができ、信用補完として構成されていないこと。
- ・ オリジネーターと受託者等との間の譲渡価格は合理的かつ公正な価格を基準として決定されていること。

② 債務者対抗要件を具備しないことに伴うリスク

割賦債権の証券化では、動産・債権譲渡特例法による債権譲渡登記で第三者対抗要件を具備し、債務者対抗要件は当初具備を留保する場合が多い。万が一オリジネーターが破綻した場合、債務者対抗要件を取得していないことから、受託者等において債務者からの回収金が減少する可能性がある。

このリスクに対しては、オリジネーターの信用悪化など一定の事由が発生した場合には、動産・債権譲渡特例法に規定される方法により速やかに債務者対抗要件を具備することまたは民法に規定されている方法により債務者に対する対抗要件を具備することを定めることで対応している。

(4) サービサーに係るリスク

① サービサーとしてのオリジネーター破綻等に伴うリスク

証券化を実施した場合、従来オリジネーターが実施してきた回収方法が継続され、表面上オリジネーターと原債務者との関係は変わらず、証券化実施の際の混乱も回避できることから、債権譲渡を受けた受託者等と事務委任契約を結んだオリジネーターが回収業務を行うケースが多い。この際、オリジネーターの破産手続、民事再生手続または会社更生手続等の倒産手続が開始された場合には回収業務が混乱し、一時的に回収業務が行われない可能性がある。

このリスクに関しては、流動性補完措置が施されており、また、受託者等が認めた場合はオリジネーターに対する事務委任契約を解除し、バックアップサービサーが回収業務を代行することができる仕組みが求められる。

② コミシングリング・リスク

割賦債権の証券化では、通常債権譲渡実行後もオリジネーターが引き続きサービシング（管理・回収）業務の受任者として原債務者に相対することとなり、その位置づけに変化はないような外観を備える。このため、オリジネーターが破綻した場合には、債権からの回収金についてオリジネーター固有の現金との混同＝コミシングリングが発生してしまうリスクが存在する。

これに対応するために、オリジネーターの手元に滞留すると想定される回収金に対応したコミシングリング対応劣後を証券化対象債権の貸倒れに対応した劣後とは別に設定するなどの対応が必要である。

4. 必要劣後金額の算定

割賦債権は、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をベースにしたストレステストにより計算する。

(1) 母体債権・証券化対象債権の分析

① ヒストリカルデータの分析

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、繰上返済率を算出する。なお、証券化の場合における貸倒れについては、法的整理債権や弁護士介入されたものに加えて長期延滞債権（通常3～4ヵ月超延滞）も含める。

② 母体債権の構成比分析

母体債権の構成比別データ（性別、年齢別、残高別、債務者の住所別、加盟店の業種別、商品別等）から、母体債権の特性を把握するとともに、ストレス倍率を決定する際の参考とする。

③ 証券化対象債権プールの構成比分析

次に証券化対象債権プールの構成比と母体債権プールの構成比を比較することにより、証券化対

象債権プールが母体債権プールと類似しているかを確認するとともに、異なっている場合には、ストレス倍率で調整する。

(2) ベースレートの決定

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求める。ヒストリカルデータの平均値を基本として、過去からのトレンドや異常値、デューデリジェンスミーティングにより確認された事項（与信方針、支払請求システム、債権回収手続き、管理債権への移管や償却ガイドライン等）、マーケットに関するマクロデータなどといった定性的要因についても総合的に勘案し、分析のなかに織り込んだ上で、最終的なベースレートを決定する。

(3) ストレステスト

次にストレステストにより、期中予想される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、格付に応じた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を用い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、以下の倍率を基本とするが、母体債権、証券化対象債権の属性（地域別、商品別等）などの定性要因も検討し、必要であればストレス水準を調整する。

(ストレス倍率)

格付	ストレス倍率
AAA	3.5 倍
AA	3.0 倍
A	2.5 倍
BBB	2.0 倍

(4) コミシングリング・リスク

原則として、証券化開始後任意の時点にサービサーとしてのオリジネーターが倒産した場合、回収不能となると想定される最も大きい金額を必要劣後受益権金額として設定することで対応する。割賦債権の場合はボーナス併用など毎月定額でない債権も含まれるので、対象債権の予定キャッシュフローを確認し、格付対象となる証券化商品の回収金送金スケジュールに応じて必要金額を設定する。

なお、オリジネーターが一定の要件を満たす場合においては、コミングリング対応トリガーの設定によって、当初必要とされるコミングリング対応劣後受益権金額を、トリガー抵触時まで留保することを許容している。

(「証券化商品に係わるコミングリング・リスク」参照)

(5) 現金準備金（流動性補完）

サービスがデフォルト等の理由により回収業務を通常どおり行えない状況に陥った時に備えて、回収業務をバックアップサービスに引き継いで、SPV や信託に再び回収金が入金されるまでの期間に必要となる資金を現金準備金として積み立てておくことが必要となる。

バックアップサービスを当初から設置することが原則的な取扱いであるが、一定以上の格付が付与されているオリジネーターについては、一定の要件の下、当初バックアップサービスを選定しないことも認めている。

（「証券化におけるバックアップサービス」参照）

5. リボルビング期間が設けられている債権の概要と格付方法

(1) 概要

カードショッピング債権の証券化においては、当初のリボルビング期間の間、債務者が追加利用した債権が信託に移転されるほか、オリジネーターが債権の追加信託を行うことで一定の債権元本残高を維持し、リボルビング期間終了後に優先受益権の償還が開始されるスキームがとられることが多い。個別方式の割賦債権でも、リボルビング期間を設けて原債権より長期の資金調達を行うことがある。

(2) 一般的な証券化スキーム

- ① オリジネーターは信託銀行（受託者）に対し、信託契約に基づき選択された多数の原債務者に対して保有するカードショッピング債権を信託譲渡し、受託者は優先受益権、劣後受益権、セラー受益権を発行する。優先受益権は譲渡され、劣後受益権、セラー受益権はオリジネーターが保有する。セラー受益権の目的は受託者に信託譲渡された債権の残高の変動を吸収する点にあり、信用補完としては機能しない。
- ② カードショッピング債権の譲渡に際し、オリジネーターは動産・債権譲渡特例法 4 条 1 項に定める登記により、第三者対抗要件を具備する。債務者対抗要件の具備は、一定の事由が発生するまで留保される。
- ③ オリジネーターは事務委任契約に基づき、当初サービスとしてカードショッピング債権の回収を代行し、回収金を受託者に引き渡す。
- ④ 債務者が新たに追加利用した分については信託され、セラー受益権に追加される。リボルビング期間においては、受託者は回収金から優先受益権の配当支払いをし、セラー受益権の必要額を超えている場合は、必要額超過分をセラー受益権の元本を償還する。また、信託債権の元本残高が一定の金額を下回る場合には、不足分についてオリジネーターから新たに追加信託されることで、元本残高が一定に維持される。
- ⑤ リボルビング期間が終了した後は原債務者からの回収金は、優先受益権、セラー受益権の配当および元本償還に充てられる。
- ⑥ 早期償還事由等が発生した場合は、その時点でリボルビング期間は終了し、優先受益権の償還が開始される。

(3) 想定されるリスクとその評価

① 信用リスク・キャンセルリスク

原債務者の貸倒れにより発生すると想定されるリスクおよび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が生じうる。このリスクに対しては、優先劣後構造による信用補完措置により対応する。

② コミシングリング・リスク

格付対象となる証券化商品の回収金スケジュールに準じ、想定されるコミシングリング・ロス分を必要最低セラー受益権金額として設定する。

③ リボルビング期間中の譲渡債権の劣化リスク

リボルビング期間中に譲渡債権プールの貸倒率や元本回収率等が一定以上に悪化した場合に備えてダイナミックリザーブを設定することが多い。さらに悪化した場合にはリボルビング期間を終了し、優先受益権の償還を開始することで対応する。

その他のリスクについては、通常の割賦債権と同様である。

(4) 必要劣後金額の算定

① 母体債権・証券化対象債権の分析

カードショッピング債権についても、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) 貸倒率等の算出

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、元本弁済率、追加利用率、利回り率を算出する。なお、提出されたヒストリカルデータの貸倒率や延滞率がキャンセルを含んだものである場合には、信用リスク対応の必要劣後金額と合算して算定する。

(ii) 母体債権・証券化対象債権プールの属性分析

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。

② ベースレートの決定

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。ヒストリカルデータの平均値を基本として、過去からのトレンドや異常値、オリジネーターとのミーティングにより確認された事項（与信方針、支払請求システム、債権回収手続き、管理債権への移管や償却ガイドラインなど）、マーケットに関するマクロデータなどといった定性的要因についても総合的に勘案し、分析のなかに織り込んだ上で、最終的なベースレートを

決定する。

③ ストレストテスト

次にストレステストにより、証券化期間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。貸倒率のストレス倍率は、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。

④ コミシングリング・リスク

上述のとおり、通常、想定されるコミシングリング・ロスの額をセラー受益権にて必要額として維持する。

⑤ 現金準備金・バックアップサービサー

現金準備金・バックアップサービサーについては通常の割賦債権と同様である。

6. マンスリークリア債権の概要と格付方法

(1) 概要

マンスリークリア債権は、クレジットカード会員がカードを利用し、翌月 1 回払いを選択して購入した商品または提供を受けた役務の代金の請求権として発生する。割賦販売法上の割賦の定義は 2 ヶ月を超える支払いであり、翌月 1 回払いのマンスリークリア債権はそれに該当しない。

期間 1 ヶ月以内の証券化を毎月繰り返すスキームが多いとみられるが、原債権の回収金を繰り返して追加債権の購入に充てる（リボルビング）ことで長期の資金調達を行う証券化スキームも存在する。

(2) 想定されるリスクとその評価

① 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ない可能性がある。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）が生じる。このリスクに対しては、優先劣後構造による信用補完措置により対応する。

② コミシングリング・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（コミシングリング・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。すなわち、リ

ボルビング型の証券化スキームを除き、コミングリング・ロス証券化対象債権の元本総額に等しい。

(3) 必要劣後金額の算定

① 母体債権・証券化対象債権の分析

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) 貸倒率等の算出

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。貸倒率は、それぞれの証券化案件におけるデフォルト等の定義に基づき計算する。マンスリークリア債権の支払日から証券化商品の償還期日までにテール期間が設置されている場合を除き、貸倒率等の算定では、ヒストリカルデータにおける貸倒債権だけでなく、1ヵ月超延滞債権もキャッシュフローの毀損としてカウントすべきである。

なお、提出されたヒストリカルデータの貸倒率や延滞率がキャンセルを含んだものである場合には、信用リスク対応の必要劣後金額と合算して算定する。

(ii) 母体債権・証券化対象債権プールの属性分析

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。

② ベースレートの決定

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。ヒストリカルデータの平均値を基本として、過去からのトレンドや異常値、オリジネーターとのミーティングにより確認された事項（与信方針、支払請求システム、債権回収手続き、管理債権への移管や償却ガイドラインなど）、マーケットに関するマクロデータなどといった定性的要因についても総合的に勘案し、分析のなかに織り込んだ上で、最終的なベースレートを決定する。

③ ストレステスト

次にストレステストにより、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いうで、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。ただし、テール期間が設置されている場合やリボルビング型の証券化スキームの場合は、この限りではない。

④ コミシングリング・リスク

上記のとおりマンスリークリア債権では、コミシングリング・ロスが最大で、当該債権回収期間における回収額全額となる。よって、回収不能となると想定される最も大きい金額がコミシングリング・リスク対応の劣後受益権やセラー受益権の形で設定されることが必要であり、そうでない場合、証券化商品の格付はサービスとしてのオリジネーターの信用力の制約を受ける。

⑤ バックアップサービス

リボルビング型のスキームでは、当初サービス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くなった場合には、受託者等が当初サービスに対する回収事務委任を解除しバックアップサービスが回収業務を代行することができる仕組みが手当てされている必要がある。一方、リボルビング型でないスキームでは、マンスリークリア債権の証券化においてバックアップサービスを設置する意味は乏しい。

⑥ 現金準備金

リボルビング型のスキームでは、当初サービス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に陥った時に備えて、回収業務をバックアップサービスに引き継いで、受託者等に再び回収金が入金されるまでの期間に必要な資金を現金準備金として積み立てておくことが必要となる。一方、リボルビング型のスキーム以外では、現金準備金を積み立てておく意味は乏しい。

7. モニタリングのポイント

期間 1 年以上の長期案件については、格付対象としての債務が存続する限り、裏付資産のパフォーマンスなどのモニタリングおよび格付のレビューを行うことを原則としている。モニタリングは恒常的に行い、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チェックする。レビューでは、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、証券化商品の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。レビューは定期的に行うほか、急激な変化または事象が発生した場合は必要に応じ臨時のレビューを行う。

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