

手形債権

1. 対象資産の概要

企業は、保有する手形債権や売掛債権を証券化することにより、オフバランス化や資金調達手段の多様化などのメリットを享受できる。売掛債権を対象とする場合には、その性質上フロードリスクやコミンギングリスクなどのリスクが排除しにくく、また譲渡禁止特約が付されているケースも少なくないため、証券化対象資産としてはやや難度が高く、企業の取引金融機関がスポンサーとなる ABCP や ABL プログラムを活用する形態が主体となっている。

一方手形債権の証券化は、オリジネーターが保有する手形を無担保裏書の形式で SPV などに譲渡することで抗弁の切断が実現できるため、売掛債権の証券化の場合には排除することが難しい上記のようなリスクからは遮断されることとなる。こうした理由から、格付けを付与した上での証券化の大部分は手形債権を証券化したものとなっている。

以下では、手形債権の証券化案件について一般的な特徴と格付け手法を説明する。また、末尾に売掛債権を証券化する際に課題となるポイントについて述べている。

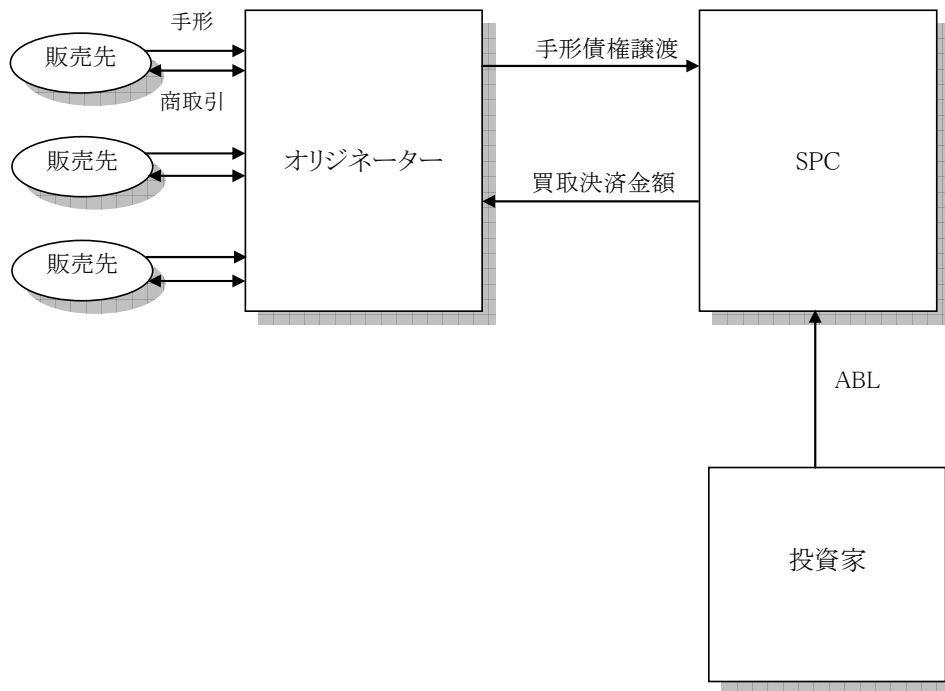
2. 一般的なスキーム

ここでは、SPC が手形譲受人となり、当該手形債権プールを裏付として投資家からローンを受けるスキームを想定する。

- ① オリジネーターは、保有する手形債権を SPC に譲渡する。譲渡に際し、オリジネーターは対象となる手形に無担保裏書を行って交付する。
- ② SPC は、手形債権を譲り受けるに際し、投資家より ABL を借り入れて資金調達を行う。
- ③ SPC は、ABL によって調達した金銭を買取決済金額としてオリジネーターへ支払う。
- ④ 手形の取立てに関する事務については SPC が銀行等に委任し、銀行が手形の取立てを行う。

格付けは、ABL に関して(a)規定の利息が期日通りに支払われること、(b)元本が最終期日までに全額返済されることの確実性に対するものとなる。

【スキーム図】



3. 格付けのポイント

(1) 手形債権にかかる信用リスク

オリジネーターが保有する手形債権の不渡り・ジャンプ等によって、手形債権の回収が予定通り行われず、手形債権が希薄化するリスクがある。このリスクに対しては、過去のデフォルト発生状況・譲渡対象債権を構成する原債務者の信用力等をもとに分析し、必要劣後比率相当の劣後部分・留保金等を設けることにより手当とする。

(2) コミシングリングリスク

原債務者からオリジネーターへ手形額面相当の金員が支払われ、当該回収金を SPC に引き渡す前にオリジネーターがデフォルトした場合、オリジネーターの固有の財産と手形回収金とが混蔵してしまい、回収金が信託に予定通り行われない可能性（コミングリングリスク）がある。

このリスクに関して、裏付けとなる手形債権が SPC へ譲渡され取立代理人である銀行の取り立てにより、代金が直接 SPC へ入金されるスキームであれば、オリジネーターのデフォルトにより、手形代金がオリジネーターの資産と混同するリスクは発生しない¹。

(3) 対抗要件の具備

手形債権の譲渡については、手形法第 13 条（裏書の方式）に定める裏書を行い、対抗要件が具備

¹ 手形債権証券化案件でも、手形の取立金がオリジネーターの口座を経由する場合には、上記見解は通用せず、コミングリング・ロス相当の劣後部分を追加で設定する必要がある。

される。

(4) 回収金口座

手形債権証券化案件に付与する格付けと、回収金口座開設銀行（通常の場合、手形の取立ても行うことが多い）に付与されている格付けとの対応関係は以下のとおりとなる。

証券化商品の格付け	J-1+～J-1	J-2
適格回収金口座	J-1以上	J-2以上

証券化期間中に口座開設先金融機関の格付けが低下した場合には、格付けの低下が発表された日から一定期間以内に上記の要件を満たす新たな口座に回収金などを移転させることが必要になる。

4. 劣後比率の算出方法

手形債権プールの劣後比率算出方法には、大数プールアプローチと CDO アプローチがある。原則として、手形債権プールを構成する原債務者数が約 300 以上であり、個々の手形債権金額の、手形債権全体に占める割合（債務者集中）が一定の水準以下である場合には大数プールアプローチ、それ以外の場合には CDO アプローチを採用し分析を行うこととしている。

(1) 大数プールアプローチ

①分析手法概要

原債務者の数が約 300 以上で、債務者集中が一定の水準以下である場合には、原則として大数プールアプローチを採用する²。

大数プールアプローチでは、手形債権プールを構成する小口多数の債務者に対して、すべて同じ特性を持つと仮定する。これより、ヒストリカルデータ・証券化期間などから手形債権プールの特性を推測し、プールを一つの塊とみなして必要劣後比率を算出するものである。

一般的に、大数プールアプローチは原則として多数分散された債権プールに関し、プールの個々の債務者に対して均質な信用力を想定可能な場合に採用する手法であるが、一部の上位債務者に集中（高い債権金額比率）が見られる場合にも例外的に用いる場合がある。この場合には、当該上位債務者の信用力を個別に判断し、後述の CDO アプローチに準じたシミュレーションを併せて実施することによりプール全体の信用力を推定し、劣後を調整することがある。

②ヒストリカルデータ分析・ベースケース決定

大数プールアプローチは、手形債権プールの原債務者に想定されるデフォルト率（ベースケース）をヒストリカルデータを参照して決定する。

² 約 300 債務者以上であっても、①証券化期間中の債務者数が初期の段階で急激に減少するケース、②上位集中度が極めて高いケースなど、大数プールアプローチを利用することが不相当と判断するケースもありうる。

ヒストリカルデータでは、オリジネーターが保有している手形債権に係る不渡り・ジャンプ（組み戻しを含む）等の信用事故にかかる履歴を表わしたものである。ベースケース決定の際には、一般の金銭債権の証券化と同様に、受領したヒストリカルデータの信用事故の定義と証券化案件における定義の違いや、金額ベースでのデフォルト率と件数ベースのデフォルト率の違い、ヒストリカルデータ算出母体プールと証券化対象債権プールの相似性などを確認した上で適切な水準を採用する。

一般的には、ヒストリカルデータにおけるデフォルト率の平均値が採用される場合が多いが、直近において件数・金額に上昇トレンドがあると判断される場合や、大口の原債務者のデフォルトが発生しているなど、注目すべきイベントが観察される場合には、今後のオリジネーター保有の手形債権に発生しうるデフォルトの傾向や証券化対象プールの特徴（例えば、当該プールの原債務者が主に所属する業種の動向）などを勘案し、適切とみなされる水準を採用する。

③ストレステスト

大数プールアプローチでは、ベースケースとなるデフォルト率に各案件に応じたストレステストを行うことにより、シミュレーションで使用する想定デフォルト率を決定する。

ストレスの強さは、一義的には当該案件が目標とする格付けに応じた水準が適用される。その際の水準は、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。

このほかに、手形債権プールの原債務者の所在地が集中している場合の地域集中リスク、原債務者の業種が集中していることによる業種集中リスク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。

④想定デフォルト件数とモンテカルロ・シミュレーション

②及び③で採用されたベースケースによるデフォルト率とストレス倍率をもとに、手形債権プールに対象となる証券化期間中に想定されるデフォルト件数を求める。

さらに、この件数分のデフォルトが手形債権プールにランダムに発生すると仮定してモンテカルロ・シミュレーションを一定回数行い損失額に関するリスクカーブを得る。

このリスクカーブを目標とする格付け、ならびに証券化期間から算出されるカットポイントで得られる水準を、当該債権プールでの必要劣後金額とする。

なお、前記のように格付け対象となる手形債権プールに上位債務者集中が観察される場合には、当該上位債務者が集中的にデフォルトした場合も勘案した上で、最終的な必要劣後金額を決定するものとする。

(2) CDO アプローチ

①分析手法概要

流動化対象となる手形債権プールの原債務者数が少ないケース、金額集中度の高いケースには CDO

アプローチを採用する。

CDOアプローチでは大数プールアプローチと異なり、各原債務者個別にデフォルト率を割当て、この確率に基づきランダムに原債務者がデフォルトすると想定したモンテカルロ・シミュレーションを実行することにより劣後水準を算出する。なお、CDOアプローチで想定されるプールには、上位債務者集中が観察されることが多いため、当該上位債務者が集中的にデフォルトした場合の影響も考慮に入れた上（案件に応じた劣後フロア債務者数の設定など）で、最終的な劣後金額を決定する。なお、当該プールの原債務者に地域集中や業種集中などが観測される場合については、別途劣後比率を調整することが検討される場合もある。

②個別債務者へのデフォルト率割り当て

原債務者に割り当てられる想定デフォルト率は、JCRの格付け先であれば、JCR短期格付け、格付けが付与されていなければ、JCRのデフォルト率算出モデル（大企業はJCR「個別企業デフォルト率推定モデル」、中小企業は「JCREST」）からデフォルト率を推定する。また、金融機関などの内部格付けや外部信用調査会社の評点情報がある場合、これらの情報と対応するデフォルト率をマッピングの手法により推定するケースもある。

なお、同一の手形債権プール内の各手形債権は期日が一定でない場合が多いため、各債権の期間に応じたデフォルト率を割り当てるものとする。

③手形債権プール特有のリスクに対するストレス負荷

CDOアプローチでは、手形債権プールを構成する債務者数が少ないことから、個別にリスク判断を行い、各々に対応するデフォルト率を決定することとなる。その中でも、特に上位債務者を中心に資本関係・取引先などの定性要因を個別に確認し、または追加的にストレスを負荷することとしている。

資本関係については、ある原債務者と連結関係にある会社、グループ会社など同一性が高いと判断される会社については、同一債務者グループとして同時にデフォルトするという前提で分析することを原則としている。

また、原債務者同士で取引関係があり、なおかつその関係性が密接だと判断される先については、一方がデフォルトした際にもう一方も連鎖倒産する可能性が高いもの（同時デフォルト）と仮定してシミュレーションを行う場合もある。

そのほか、手形債権プールを構成する原債務者の所在地や業種が集中している場合には、当該地域・業種に集中的にネガティブなイベントが起こった場合を想定して追加的なストレスを負荷（通常より高いデフォルト率の割当て）し、手当てするものとする。

④モンテカルロ・シミュレーションによる劣後水準決定

以上の前提から、個別にデフォルト率を割り当てた後、モンテカルロ・シミュレーションを一定回数行い、手形債権プールにおける損失金額に関するリスクカーブを求める。

このリスクカーブについて、目標とする格付けならびに証券化対象期間から算出されるカットポイント（対象期間において当該格付けに想定されるデフォルト率に対応）で得られる水準を、当該債権プールでの必要劣後金額とする。

なお、大数プールアプローチと同様、格付け対象となる手形債権プールに上位債務者集中が観察される場合には、当該上位債務者が集中的にデフォルトした場合も勘案した上で、最終的な必要劣後金額を決定するものとする。

以上

参考：売掛金流動化実施の際の課題

(1) フロードリスク

フロードリスクとは、債権自体が存在しないリスクまたは債権が存在したとしても第三者に既に譲渡されているリスクをさす。手形債権の場合、手形自体をSPVなどに無担保裏書して譲渡するためフロードリスクが発生する可能性は低いと考えられるが、売掛債権の場合、一般に、債権の存在を証券化スキームにおいて第三者が確認することは困難であり、フロードリスクは排除しにくいと考えられている。

(2) 希薄化リスク

希薄化リスクとは、商品返品や値引きなどにより当初の債権金額が減少するリスクをさす。手形債権の証券化であれば、抗弁が切断されているため希薄化リスクは発生しないが、売掛債権の場合には、証券化対象債権プールの回収金の減額を伴う場合がある。このリスクを回避するためには、希薄化が発生するプロセスや、発生後の手当てについて事前に打合せをし、キャッシュフローに当該希薄化リスクが顕在化しない仕組みを作る必要がある。

(3) 対抗要件の具備

証券化対象債権となる売掛債権に対して、対抗要件を具備しないと、オリジネーターがデフォルトした際、譲受人が債務者に対抗することができないためにキャッシュフローが希薄化するリスクがある。しかし、売掛債権の証券化を行う際には、債務者に通知せずに実施することを想定している場合が多いこと、取得のためにはコストがかかることから、対抗要件を取得することに馴染まない印象があり、証券化を実施するうえで大きな障害の一つとなっている。

(4) コミシングリングリスク

売掛債権の証券化で、債権からの回収金がオリジネーターの口座を経由する場合、コミシングリングリスクを考慮しなければいけない。コミシングリングリスクは証券化期間中、オリジネーターの口座に滞留する最大金額を設定することが原則であり、証券化対象債権に占める比率が大きくなる傾向にあるので、オリジネーターの口座での滞留期間を短期化する、もしくは債務者からの回収金受取口座を変更してコミシングリングリスクが発生しないような仕組みを作るなどの対応策が必要となる。