

## 手形債権・売掛債権

### 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、その性質上フローリスクやコミングリ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方法を説明する。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。

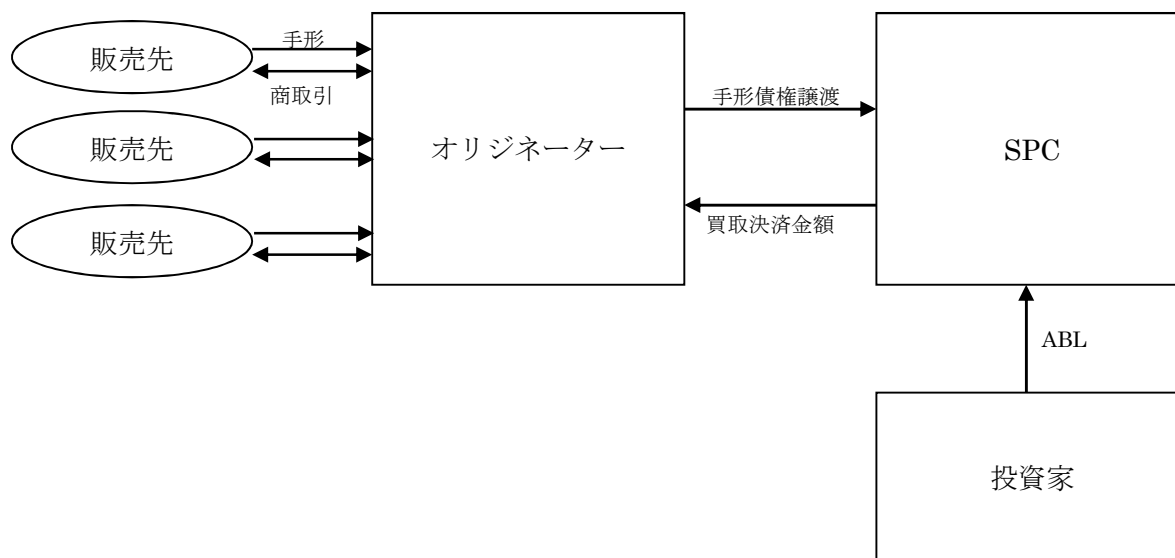
### 2. 一般的なスキーム

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取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、本 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。

格付は、本 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】



なお、一定の条件を満たす限りにおいて、上記のスキームに基づく格付をプログラムの枠組みで付与することも可能である。

ここでプログラムとは、一般的なスキームと同一内容の証券化を反復継続して行うものである。

プログラムに対する格付付与に際しては、プログラムの期間、発行上限額、設定される劣後比率を予め決める必要がある。また、契約内容や証券化実施の際に JCR が受領する資料の正確性に対する、格付関係者による表明保証を、JCR が事前に受領することが必要となる。

プログラムのもとで実施される個別の証券化実施の都度、JCR は格付の確認の手続きを行う。

### 3. 格付のポイント

#### (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てする。

#### (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代金が支払われ、当該代金を 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代金とが混蔵してしまい、回収金の引き渡しが行われられない可能性（コミシングリングリスク）がある。

このリスクに関して、裏付となる手形債権が 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コミングリングリスクは発生しない<sup>1</sup>。

### (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、対抗要件が具備される。

### (4) SPC の貸金業法登録必要性の有無について

SPC はオリジネーターから ABL を原資に手形債権を買い取る。SPC は貸金業法第 3 条に基づく貸金業の登録は受けていないため、手形債権の買取行為が貸金業法に抵触する可能性がある。当該リスクについては、アレンジャーからリーガルオピニオンを受領し、記載内容を確認することで手当てしている。

### (5) 回収金口座

手形債権証券化案件に付与する格付と、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との対応関係は以下のとおりとなる。

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

なお、回収金口座開設銀行の格付が上記要件を満たしていない場合は、原則として、口座開設銀行を変更し、上記の適格要件に合致するよう手当てすることで対応している。

## 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 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

原債務者数が約 300 以上の場合には、原則として大数プールアプローチを採用する<sup>2</sup>。

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。

<sup>1</sup> 手形債権証券化案件でも、手形の取立代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。

<sup>2</sup> 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適当と判断するケースもありうる。

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合わ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では、手形債権プールの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。

ヒストリカルデータは、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 ストレス倍率要因

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倍率を施すことにより、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。

ストレス倍率は、証券化商品の格付に応じたものが負荷される。その際の倍率は、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、手形債権プールの債務者の所在地が集中している場合の地域集中リスク、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、必要であれば上記格付に応じたストレス倍率に加算する。

## 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証券化商品の格付、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り当て、割り当てられたデフォルト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を検討する場合もある。

### 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（債務者が取得している場合）のほか、入手可能な財務諸表、外部信用調査会社の評点情報などを参考に、JCRのデフォルト率算出モデル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などがある場合、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。

このリスクカーブを証券化商品の格付、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。

### 5. 電子記録債権の利用

電子記録債権とは、電子債権記録機関が管理する記録原簿に必要事項を登録することによって権利が発生するという、手形でも指名債権でもない、新しいタイプの金銭債権である。

当事者の合意に加えて、電子債権記録機関が管理する記録原簿への電子記録を権利発生等の要件とする点と、電子記録債権発生原因である原債権とは、別個の債権という点がポイントとなる。

電子記録債権制度では売掛債権に認められるフロードリスクが制度的に排除される試みがとられている。それ以外のリスクに関しては電子債権記録機関が手形的利用を想定し、当該リスクを排除するような業務規程等を採用することにより排除可能となっている。JCR では電子記録債権を利用した証券化商品に格付を付与することは基本的に可能であり、また手形的利用を想定した電子記録債権であれば手形債権との混合プールを裏付けとした商品にも格付は付与可能であると考えている。

格付に際して必要な資料・手続きは、原則として手形債権証券化実施の場合と重複するものが多い。これに加えて、利用される電子債権記録機関へのインタビューを事前に行うことが必要となる。

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、債務者に通知せず実施することを想定していることが多いこと、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、コミングリングリスクを考慮しなければいけない。コミ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ングリングリスクが発生しないように仕組みを作るなどが対応策として考えられる。

◆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