

TOPICS

事業会社における資産証券化手法と格付け シリーズ（1） 売掛債権証券化②

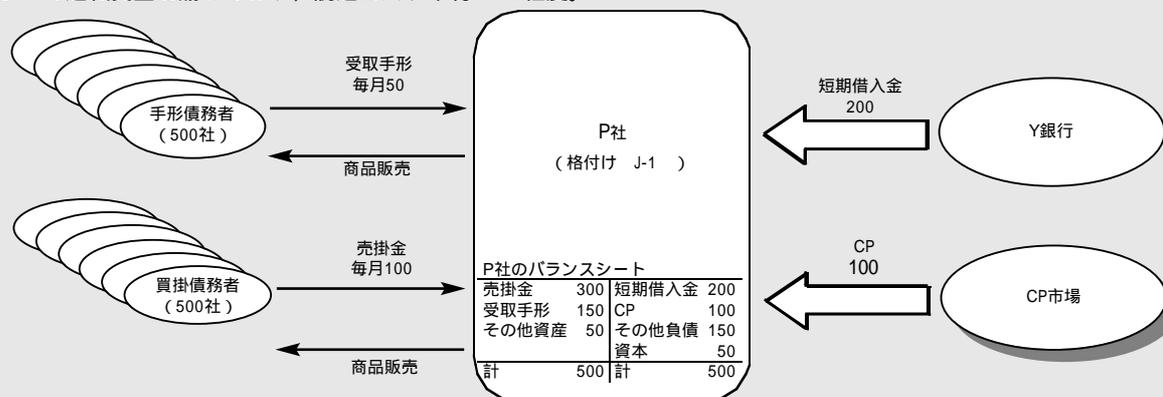
前回（本誌03年11月号掲載）は、大口の特定優良先を販売先とする事業会社を事例に取り、信託方式、ABL方式、ABCP方式といった証券化手法ごとの格付けの観点とオリジネーターへ

の効果について述べた。これに続く今回は、販売先が多数の中小企業であるケースを取り上げる。

<事業会社事例2>（事例1は前回掲載）

オリジネーター：格付けJ-1程度の卸売業。
 売掛債権の中身：大口販売先はほとんどない。販売先は幅広い業種にまたがる中小業者。
 3ヵ月手形決済の販売先が500社 月発生総額 50億円
 3ヵ月振込決済の販売先が500社 月発生総額 100億円

この会社の特徴は、取引先が小口多数の中小業者であり、手形決済先と振込決済先が半々となっている。CPや短期借入れによって運転資金を賄っており、調達コスト年利0.3%程度。



<証券化対象例4>（対象例1～3は前回掲載）

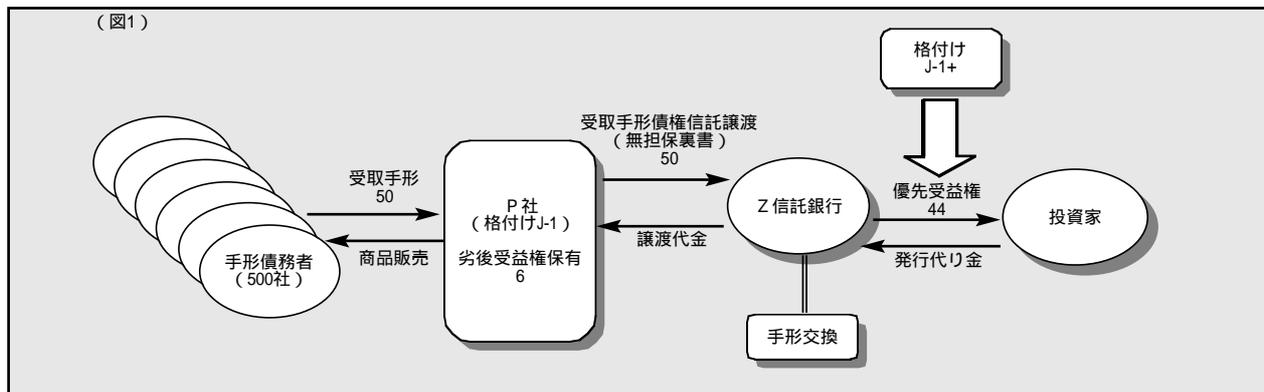
500社に対する受取手形プールが証券化対象。

（証券化手法1）信託方式

オリジネーターのP社は受取手形プールを信託銀行に無担保裏書によって信託譲渡し、優先信託受益権を投資家に売却（図1）。毎月信託設

定し、3ヵ月目以降、信託残高が150億円で一定となる。金額が集中している債務者についてはヘアカットがなされるため、現実には月発生総額全額が信託されるわけではないが、単純化のため信託債権は毎月50億円とする。（注1）

（注1）優先劣後構造を取る内部信用補完型のほか、手形の不渡り・ジャンプが発生した場合にオリジネーターが全額買い戻し義務を負うフルリコース型も多数存在する。受益権の格付けは、外部信用補完提供者であるオリジネーターの格付けに連動する。フルリコースの場合、オフバランスできるかは会計士次第である。



①優先受益権の格付け

- (i) 格付けに必要なデータ・資料
 - (a) 母体債権プールのヒストリカルデータ (表1)
 - ・金額ベース(および、もしあれば債務者数ベース)
 - ・原則3年分以上
 - (b) 不渡りなどに陥った手形の明細(多数であれば直近分のみで可)
 - ・債務者の社名
 - ・金額
 - ・不渡り・ジャンプ・組み戻し発生日
 - (c) 信託される各手形の明細
 - ・債務者の社名・所在地(および、できれば業種)
 - ・金額
 - ・振出日
 - ・決済期日
 - (d) 信託契約
 - ・信託受益権の商品概要
- (ii) データ精査

[ヒストリカルデータ・不渡りデータ]

データ項目の定義を確認する。

- ・ある手形に不渡りなどが発生したとき、当該債務者の期限未到来の別の手形も一括してその月に不渡り等として計上されているか。
- ・不渡りデータをヒストリカルデータと突き合わせるにより、データ項目の定義や計上基準をよりよく把握することが可能になる。

[信託手形明細]

別々の債務者として記載されていても、同一の企業グループに属する場合には当該各債務者の手形金額を合算し、実質的な債務者集中度^(注2)を把握する(集中度の高い債務者に関しては必須)

(注2) 1債務者に対する債権額/債権プール全体に対する比率。

(iii) 分散した債権プールの格付けアプローチ

一般的に、大数プールアプローチ(アクチュアリアル・アプローチ)に適した債権プールは、債務者数が最低でも300以上で、債務者集中度が1.0%以内のものである(表2)。証券化事例4

(表1) ヒストリカルデータ-貸倒・ジャンプ・組み戻し

【金額ベース】

単位：円

月末残高	当月決済分				翌月以降決済分	
	正常入金	不渡り	ジャンプ	組戻し	ジャンプ	組戻し
2001年1月						
2001年2月						
.....						
2003年11月						
2003年12月						

【債務者数ベース】

単位：社

債務者数	当月決済分				翌月以降決済分	
	正常入金	不渡り	ジャンプ	組戻し	ジャンプ	組戻し
2001年1月						
2001年2月						
.....						
2003年11月						
2003年12月						

(表2) 格付けアプローチの種類

	格付けアプローチ	債務者類型	債務者数	主なアセットクラス	一般的な特性		ストレス強度
					債務者集中度	貸倒率の月次変動	
内部信用補完(優先劣後構造)	大数プールアプローチ (アクチュアリアル・アプローチ)	個人	10 ³ ~10 ⁵	オートローン ショッピングクレジット 消費者ローン キャッシング	小	小(リボ払いを除く)	中~大 
		法人	300~10 ⁴	売掛債権 リース 貸付債権	中	大	大
	CDOアプローチ (Collateralized Debt Obligation)	法人	10~10 ³	売掛債権 リース 貸付債権	大	大	/
外部信用補完(オリジネーターへのフルリコース、銀行のローンコミットメントなど)	信用補完者の格付け/シャドーレーティングにリンク	個人・法人	限定なし	限定なし	/	/	/

は、この要件に合致すると想定する。

図2は、必要劣後水準の典型的な計算プロセスである。ただし、裏付け債権の種類ごとに、アセットクラスの特性を反映して計算プロセスは一部異なっている。以下、手形債権のケースを示す。

(a) ベースケース・パラメータ

- ・ベースケース貸倒率（月次表示）： d_b
- ・ある月の月次貸倒率： d_m
- ・ある月の不渡り： i_m
- ・ある月のジャンプ： j_m (当月決済分と翌月以降決済分の合計)
- ・ある月の組み戻し： r_m (当月決済分と翌月以降決済分の合計)
- ・前月の手形残高： n_{m-1}

ベースケース貸倒率 d_b は、ヒストリカルデータに計上された各月の月次貸倒率 d_m について、データ期間全体の単純平均値、直近12カ月の平均値、12カ月移動平均の最大値などを算出した上、 d_m の推移・趨勢や今後の見通しを考慮の上、妥当と思われる値を採用する。

なお、月次貸倒率の「貸倒」には、不渡りだけでなくジャンプと組み戻しが含まれる。

$$d_m = (i_m + j_m + r_m) / n_{m-1}$$

(b) ストレス強度

ストレス貸倒率としては主に以下の数値を用いる。特に、法人向け債権など貸倒率の月次変動が

大きい場合は、 d_m の標準偏差をも考慮する。 X は、目標格付けに応じて上下する。^(注3)

- ・ d_b の X 倍
- ・ $d_b + X \times$ 標準偏差
- ・ データ期間全体の d_m の最大値

以上から、案件の格付けにおいて適用されるストレス貸倒率 d_s を採用する。

^(注3) 長期の集合債権の分析では、貸倒率の期中変動（経過月数ごとにストレスの強さを変える）も設定する。

(c) ワークシートの作成

このケースではキャッシュイン・キャッシュアウトとも3カ月後の1回だけであることから、ウォーターフォールを包含したワークシートの作成は必要ない。

(d) ストレス・テスト

- ・ 信託債権元本： P
- ・ ストレス貸倒率： d_s
- ・ 手形サイト： dur
- ・ ストレス貸倒金額： D_s

ストレス貸倒金額 D_s は次の式のとおり。

$$D_s = P \times d_s \times dur$$

(e) 必要劣後金額の算定

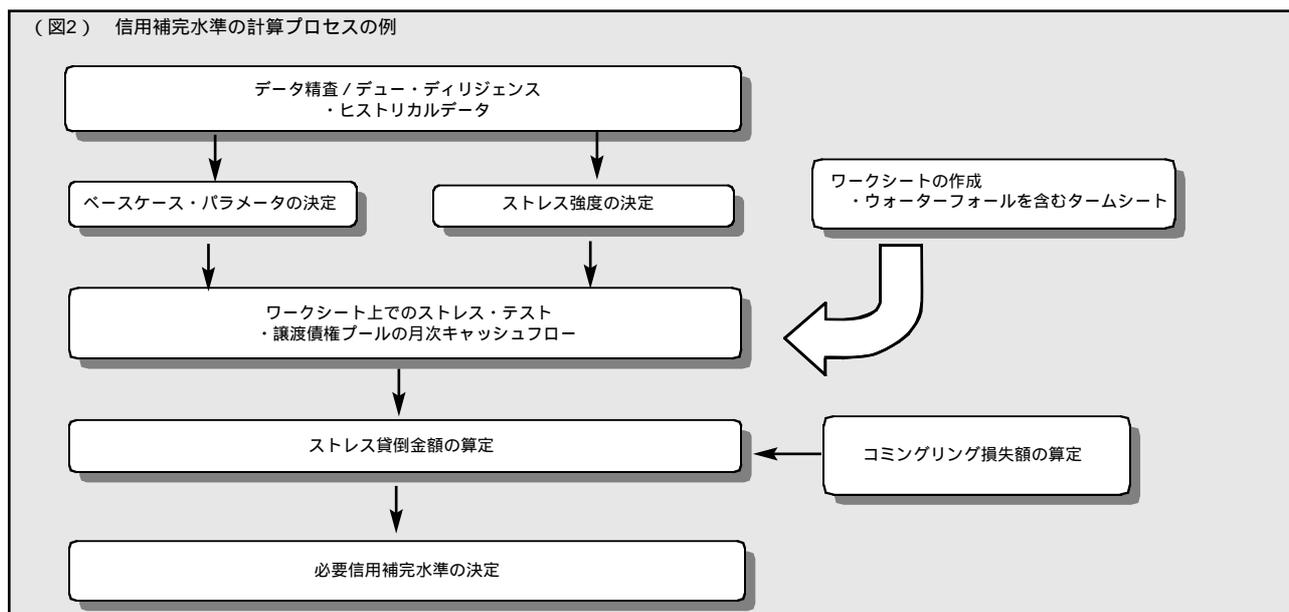
手形ではコミングリング損失は発生しないため、 D_s がそのまま必要劣後金額となる。

②数値例

(a) 想定

- ・ 目標格付け： $J-1+$
- ・ d_b ： 0.8%

(図2) 信用補完水準の計算プロセスの例



- ・ d_s : 4.0% (ストレス強度5倍)
- ・ P : 50億円
- ・ dur : 3ヶ月

(b)計算

$$Ds = P * d_s * dur = 50\text{億円} * 4.0\% * 3 = 6\text{億円}$$

$$\text{必要劣後比率} = 6\text{億円} / 50\text{億円} = 12.0\%$$

③手形債権の想定損失率に影響を与える要素

債務者間のデフォルト確率に強い相関がある場合、債権プール内の1債務者が倒産すると他の債務者まで連鎖して倒産することで、債権プールに発生する損失額が、表面的な最大債務者集中度に基づいて当初予想していた水準を大幅に超えてしまう可能性がある。債務者間のデフォルト確率の相関を高める要素としては以下が挙げられ、ストレス強度の水準に反映される。

実態的な企業集団リスク

親会社と100%連結子会社など、別法人あるが分析上は一体とみなすべきケース。

取引関係集中リスク

多数の債務者の取引先・商品販売先が1つの企業に集中しているとき、当該取引先の破綻により、売上の激減や売掛債権の回収不能から多くの債務者の信用が悪化するリスク。

業種集中リスク

ある業種に属する債務者は、その業種に特有な景気サイクルや、その業種自体の衰退の影響を同時に受けるため、デフォルト確率の相関が高いと考えられる。

地域集中リスク

中心産業の衰退で地域全体の経済が不振に陥ったり、大地震で打撃を受けたりす

るリスク。

メインバンク集中リスク

1つの金融機関の破綻により、債権プール内の多数の債務者の資金繰りが窮迫するリスク。

④オリジネーターであるP社の効果

・ オフバランス効果

証券化によって調達した資金によって短期借入を返済すれば、P社のバランスシートから受取手形債権と短期借入が消滅し、バランスシートのスリム化を図ることができる。

・ 低利調達効果

このスキームのコストはJ-1+の3ヵ月受益権配当に信託銀行への信託報酬や受益権販売手数料などを加えたものとなる(格付けを取得する場合は格付け手数料が加算される)。J-1+の受益権の配当利回りが同格付けのCPレートとほぼ同水準とすると現在0.1%を下回ることになるが、P社の調達コストは現状でも年利0.3%と低いため、低利調達効果はそのときのマーケット環境を含め、証券化のオーバーオールコスト次第となる。

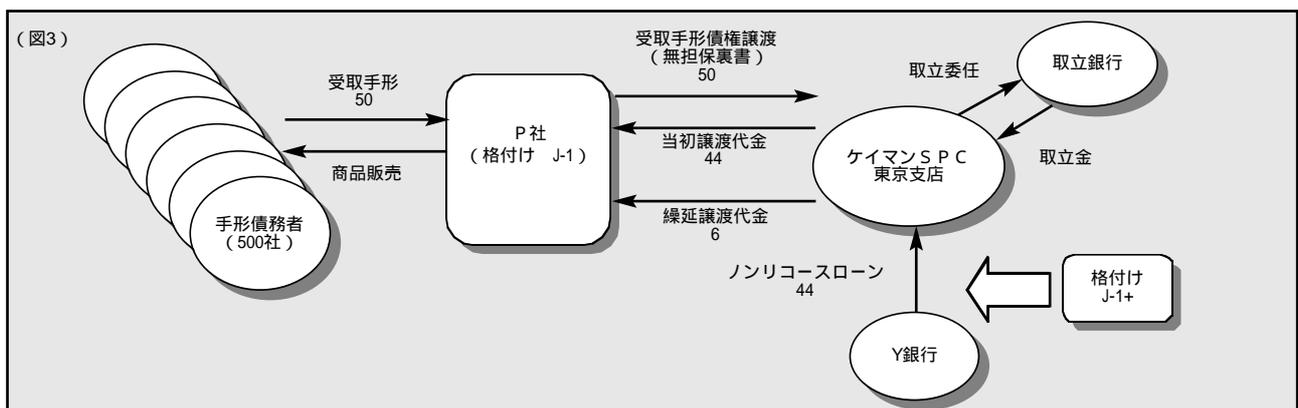
(証券化手法2) ABL

受取手形プールを銀行が設立したABLプログラムのSPC(ケイマン法人東京支店など)に譲渡し、銀行は受取手形プールを担保資産としてノンリコースローンを供与(図3)。(注4)

(注4) SPCによる手形の買い入れが、貸金業法上の金銭の貸付または手形の割引に当たらないことを前提としている。

①リスクの所在とABLへの格付け

上記の信託方式と同じく、優先劣後構造が取



られることが一般的で、優先信託受益権がローンの金額に相当する。劣後比率は、レンダーである銀行の信用リスク判断に基づく。短期のローンであるため数は少ないが、行内の与信判断の補強材料として格付けを取得するケースもある。格付け手法は、(証券化手法1)での説明と同様である。

②オリジネーターの効果

信託方式と同じく、オリジネーターのバランスシートからローンの額だけ受取手形債権と短期借入が消滅し、オフバランスが実現する。一方、ローンの金利は銀行との相対で決まることから、低利調達効果は銀行の貸出条件次第となる。

(証券化手法3) ABCPプログラム

(図4)のとおり、受取手形プールを銀行フルサポートのABCPプログラムのSPC(ケイマン法人東京支店など)に譲渡し、それを裏付けとしたABCPを発行。(注5)

(注5) 脚注4と同じ。

①リスクの所在とABCPへの格付け

SPCが受取手形プールの購入に対して支払う当初譲渡代金が、オリジネーターにとっての調達額となる。上記のABL方式と同じく、劣後比率は信用補完者である銀行の信用リスク判断に基づく。

ABCPの格付けは、フルサポートタイプの場合、信用補完としてバックアップラインを供与している金融機関の格付けに連動する。

②債権プールの信用力評価

上述のとおり、劣後比率は金融機関が自らの

信用リスク判断に基づいて決定するが、その判断の補強材料などとして、裏付けとなっている債権プールの信用力評価を格付会社に依頼するケースもある。

JCRでは、証券化商品の格付けとともに、手形債権や売掛債権など、集合債権の信用力評価サービスを行っている。信用力評価サービスの内容は、目標格付けを達成するための必要信用補完水準を大数プールアプローチまたはCDOアプローチにより算定し、依頼者に提示することであり、オリジネーターのデュー・ディリジェンスや事務受任者の事務・管理体制の確認、債権譲渡契約/債権信託契約のレビューは対象外である点が通常の格付けと異なる。また、原則として評価は債権譲渡(または受益権譲渡)時点についてのものであり、期中のモニタリングは行わない。必要信用補完水準の算定手法は、(証券化手法1)での説明と同様である。

②オリジネーターの効果

・オフバランス

オフバランス効果は他のスキームと同様である。オリジネーターのバランスシートから受取手形債権と短期借入が消滅し、スリム化が図れるという効果は他のスキームと同様である。

・低利調達効果

フルサポートタイプの場合、ABCPの格付けはフルサポート金融機関の格付けと連動する。前回A電気のケースで述べたのと同様、低利調達効果は買い取り条件次第ということになる。

ストラクチャード・ファイナンス部

