

金融市場局ワーキングペーパーシリーズ 2002-J-6

中小企業売掛債権の証券化に関する勉強会報告書

日本銀行金融市場局金融市場課
市場企画グループ

日本銀行金融市場局

〒103-8660

日本橋郵便局私書箱 30 号

2002 年 7 月 26 日

日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズは、金融市場局スタッフ等による調査・研究成果をとりまとめたもので、金融市場参加者、学界、研究機関などの関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図しています。ただし、論文の内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融市場局の公式見解を示すものではありません。

中小企業売掛債権の証券化に関する勉強会報告書[†]

日本銀行金融市場局金融市場課
市場企画グループ

[要 旨]

企業が金融市場から必要な資金を直接調達するチャンネルが整備されることは、わが国経済の再生にとって重要な課題の一つである。

日本銀行金融市場局では、これまで間接金融依存度が高かった中小企業が、証券化技術を活用し、市場から資金を調達することを可能とする ABCP 市場の整備を進めるため、金融実務家を招き「中小企業売掛債権の証券化に関する勉強会」を開催した。勉強会では、売掛債権譲渡に関する法律面での課題への対応、手続きの標準化、中小企業情報に関するデータベースの整備が、市場拡大の前提条件とされた。また、本稿では、中小企業の信用リスク分析、中小企業向け証券化スキームを実現するための公的補完のあり方について、追加的に考察を行った。

キーワード：証券化、中小企業金融、売掛債権、ABCP

[†] 本勉強会の議論の概略については、清水季子・稲村保成・西崎健司「ABCP 市場拡大に向けた取組み-中小企業金融の円滑化と証券化ビジネスの拡大-」日本銀行金融市場局マーケット・レビュー 2002-J-4, 2002年4月も参照。

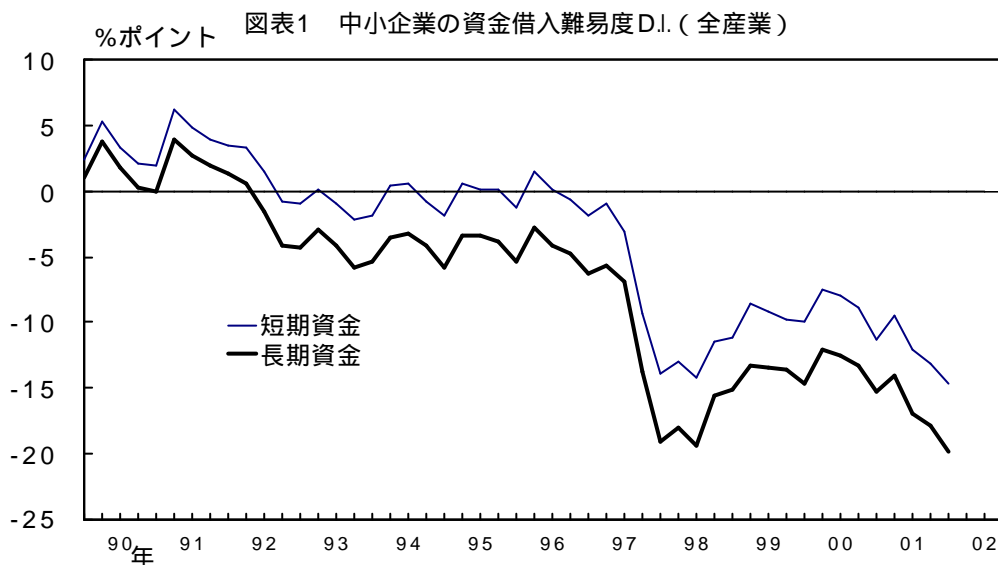
目 次

1. 中小企業金融の現状と証券化の意義	1
(1) 中小企業金融の現状	1
(2) 中小企業向け証券化市場拡大の意義	2
2. 中小企業売掛債権を裏付とする ABCP のスキーム	4
(1) 売掛債権を使った市場からの資金調達手法	4
(2) 売掛債権を裏付とする ABCP の仕組み	4
(3) ABCP プログラムのモデル・ケース	8
3. 法律面・手続き面の課題と対応の方向性	12
(1) 法律関連の論点	12
(2) 手続き面での課題と対応の方向性	14
4. 中小企業の信用リスク分析	17
(1) CRD データの概要	17
(2) 中小企業のデフォルト確率の推計	17
(3) 中小企業債権ポートフォリオのリスク量の算出	23
5. 証券化を展望した公的補完のあり方	28
(1) 公的補完の必要性	28
(2) 勉強会で議論されたスキーム	29
(3) 経済機能面からみた論点	31
(4) 若干の評価と課題	32
6. 結びにかえて	34
付属資料 1 . 中小企業売掛債権の証券化に関する勉強会の経過	35
付属資料 2 . 中小企業売掛債権の証券化に関する勉強会メンバー名簿	36
付属資料 3 . 中小企業売掛債権の証券化に関する勉強会での議論の概要	37

1. 中小企業金融の現状と証券化の意義

(1) 中小企業金融の現状

わが国企業数の99.7%¹を占める中小企業の資金調達環境は、2002年に入り、前回の景気後退局面の水準まで悪化している(図表1)。98年当時と比較して現在のマクロ金融環境は超緩和下にあることを勘案すると、中小企業を巡る資金仲介機能に何らかの問題が生じている可能性を否定できない。



(資料) 中小企業庁・中小企業総合事業団「中小企業景況調査」

(注) 1. 短期資金は、金融機関借入金のうち契約時の期間が1年以内のもの。
2. 長期資金は、金融機関借入金のうち契約時の期間が1年を超えるもの。

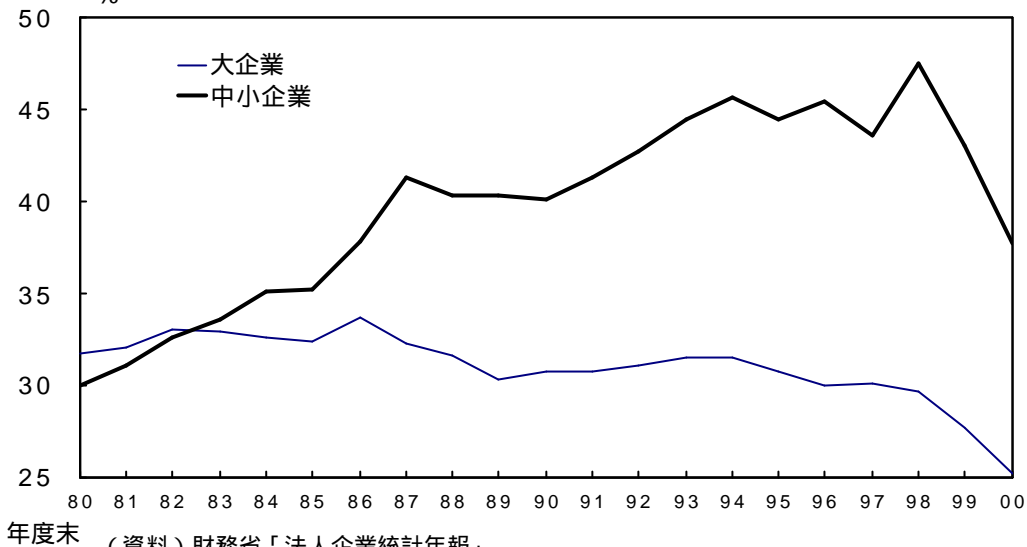
中小企業の資金調達の4割弱は金融機関からの借入に依存している(図表2)。その理由としては、中小企業の場合、株式公開や公募債発行を行うために必要となる情報開示が不足していることや、1件当たりの資金調達規模が小さいことなどが挙げられる。

しかしながら、中小企業向け貸出は96年以降減少傾向にある(図表3)。この背景には、企業側の要因(売上高の減少等)に加え、不良債権の増大に伴う信用リスク・テイク力の低下など金融機関側の要因も存在すると考えられる。中小企業庁[2002]²は、特に中小企業向け貸出が、大企業向け貸出と比較して、こうした外部環境変化の影響を受け易いことを指摘している。

¹ 総務省「事業所・企業統計調査」1999年。

² 中小企業庁「中小企業白書 2002年版」, 2002年、p.162~169。

図表2 バランスシートに占める金融機関借入の割合（全産業）



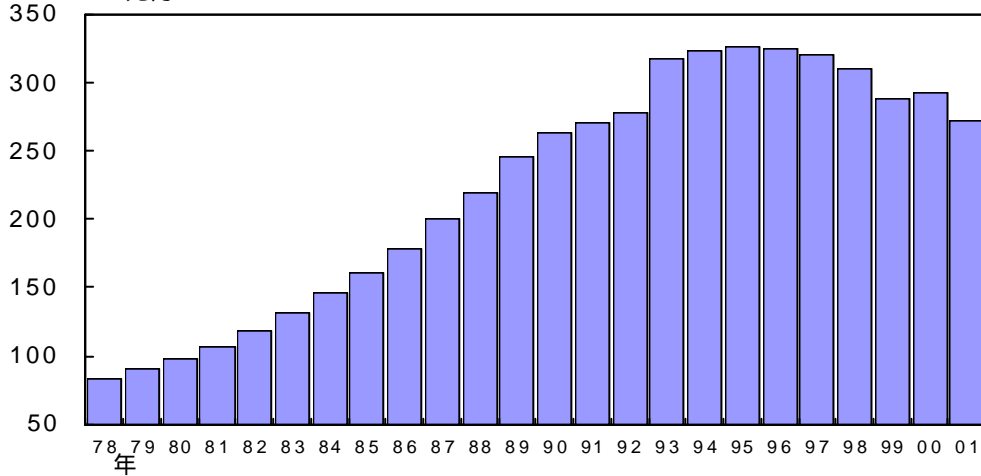
年度末

（資料）財務省「法人企業統計年報」

（注）1．金融機関借入金 / （負債 + 資本 + 割引手形）。

2．大企業は資本金1億円以上の企業、中小企業は、資本金1億円未満の企業。

図表3 中小企業向け民間総貸出残高



（資料）日本銀行「金融経済統計月報」、中小企業庁「中小企業調査月報」

（注）1．各年12月末残高。

2．中小企業向け民間総貸出残高 = 銀行中小企業向け貸出残高 + 個人等を除く信用金庫貸出残高 + 信用組合貸出残高。信託勘定は含まない。また、1992年以前の残高には当座貸越は含まない。

(2) 中小企業向け証券化市場拡大の意義

今後、わが国経済が再び成長に向かうためには、企業が金融緩和効果を十分に享受し、資金調達を円滑に行えるようになることが必要である。特に、金融機関借入への依存度が高いにもかかわらず、このチャンネルからの資金調達力が低下している中小企業に対し、超緩和政策の下で金融市場に滞留している投資家資金を、直接振り向けるチャンネルの整備を検討することは有益と考えられる。

企業が金融市場から直接資金を調達する方法としては、株式公開や公募社債の発行といった手段があるが、中小企業にとってこれらの手段を活用するためのハードルは高い。そこで考えられるのが、中小企業による企業活動の成果を裏付とした資金調達手法である。具体的には、中小企業が保有する売掛債権を裏付けに証券(ABCP < Asset Backed Commercial Paper >)を発行することが考えられる。

中小企業に証券化技術を通じた資金調達の道が拓かれることは、企業の資金調達チャンネルの多様化に資するだけでなく、経済活動を支えるリスク性資金を広く投資家から集めることが可能となることを意味する。これにより、従来のように金融機関にリスクが集中することなく、より広範囲の主体にリスクを分散することが可能となり、経済全体としてストレスに対する耐性が高まると考えられる。また、金融機関が、景気動向や資産価格変動の影響を受けにくい収益体質を構築していくためにも、証券化ビジネスを行う上で求められる高度かつ広範なエキスパティーズを糧に収益力を高めていくことは有益と考えられる。

これまで、証券化ビジネスのメリットを享受する主体は大企業が中心であり、中小企業は対象とならなかった。その理由としては、次のような点が挙げられる。まず、証券化の裏付となる対象資産が乏しく、個々の資産のロットも小さいことがある。また、

証券化商品のリスクを第三者が評価するために不可欠な、中小企業自身に関する情報開示が十分でないことも指摘できる。さらに、従来の商慣習の下では、中小企業による資産流動化は資金繰りの行き詰まりを示唆すると受け止められる傾向があったことも、企業サイドの取組みを慎重化させる要因となっていた。

日本銀行金融市場局は、以上のようなハードルを乗り越えるために必要な工夫、今後の課題を整理するため、証券化ビジネス及び中小企業金融の専門家を招いて、「中小企業売掛債権の証券化に関する勉強会」を開催した。以下では、まず、第2節で中小企業売掛債権を裏付とする ABCP の具体的なスキームを提示し、第3節で勉強会での議論を通じて明らかとなった法律・手続き面での課題を整理する。さらに、中小企業の信用リスク分析(第4節)、中小企業向け証券化スキームを実現するための公的補完のあり方(第5節)について、金融市場局で追加的に行った検討成果を踏まえた考察を行う。最後に第6節で本プロジェクトを通じて得られたインプリケーションをまとめる。なお、勉強会の経過、参加者リスト、会合での議論の概要については、付属資料を参照されたい。

2. 中小企業売掛債権を裏付とする ABCP のスキーム

(1) 売掛債権を使った市場からの資金調達手法

売掛債権とは、企業間で商品等を売買する際に、将来、買手が売手に対して支払う代金を得る権利の総称である。2000 年度末時点で、わが国企業が保有する売掛債権は 191 兆円³と、土地や預金に匹敵する規模となっている。売掛債権は、手形とは異なり、支払期日や支払方法等が事前に特定されないケースがあるなど、取引当事者にとって自由度が高い一方、手形に比して債権自体の流通性が低く、現状資金調達の裏付としてはほとんど活用されていない⁴。

中小企業⁵が保有する売掛債権の規模は 74 兆円に達し、これを活用する資金調達チャンネルが整備されれば、最大で現在の借入金残高の 3 割⁶に達する追加的な資金調達が可能な計算となる。こうした問題意識の下、中小企業庁は、売掛債権を担保に金融機関から融資を受ける場合に、信用保証協会が保証を行う制度を 2001 年 12 月に創設した⁷。売掛債権担保融資保証制度は、中小企業からみて従来型の資金調達に近いという意味では取組み易いが、金融機関が現在置かれている状況を考えた場合、金融機関のリスク・テイク力の影響を受け易いという面がある。

売掛債権を使って市場から直接資金を調達する方法として、売掛債権を特別目的会社（以下 SPC）やファクタリング会社等に譲渡し、SPC 等が当該債権を裏付に ABCP（Asset Backed Commercial Paper）等の証券を発行する方法が考えられる。この方法は、自らのビジネスさえ円滑に進んでいれば、金融機関に依存せずに、より多くの投資家から資金を調達することができる手法といえる。以下では、この手法に焦点を当てて考察する。

(2) 売掛債権を裏付とする ABCP の仕組み

中小企業は、調達額の小ささや信用状況評価の難しさから、単独では市場から直接資

³ 財務省「法人企業統計年報」における、2000 年度末の「売掛金」総額。

⁴ 中小企業庁「債権流動化等による中小企業の資金調達の円滑化について」（2001 年）によれば、わが国における売掛債権の流動化比率は、1999 年時点で約 1%に止まっている。

⁵ 財務省「法人企業統計年報」における、資本金 1 億円未満の企業。

⁶ 財務省「法人企業統計年報」における、2000 年度末の「売掛金」を「短期借入金」と「長期借入金」の和で除したものの、資本金 1 億円未満の企業。

⁷ 中小企業は保有する売掛債権を担保として金融機関から融資を受ける。信用保証協会は、融資額の 90%を保証（部分保証）し、同保証には、中小企業総合事業団による再保険（填補率は保証元本の 80%）が付される。

金調達を行うことは困難と言われている⁸。しかしながら以下で述べるような証券化技術を用いることにより、市場から資金を調達することが可能となる。この場合、ポイントとなる仕組みとして、「プール効果」、「信用補完」、「流動性補完」といったものが挙げられる。

イ. プール効果

1 件毎には精々数百万円程度の売掛債権でも 100 件束ねれば数億円となり、証券化商品の裏付資産として十分な規模になる。このように複数の債権でプールを構成することにより、ボリュームを確保できるとともにリスク分散効果も享受することが可能となる。本稿の第 4 節ではこうしたプール効果について実証分析を行っている。

ロ. 信用補完

ABCP を含め、一般に証券化商品では証券化に伴う様々なリスク (BOX1 参照) に対して商品の信用力を高めるために、各種の信用補完がなされる。信用リスクを原債権者 (以下セラー) などが負うものは内部信用補完、アレンジャーや保険会社、公的主体などの第三者が負うものは外部信用補完と呼ばれる。

内部信用補完

内部信用補完の場合、セラーによる劣後債引受、超過譲渡 (裏付資産の譲渡金額が発行される ABS、ABCP の金額を上回る) 等により信用補完が行われることが多い。

外部信用補完

一方、外部信用補完の場合、デフォルト時における支払保証、劣後債引受を通じて信用補完がなされることが多い。

⁸ ただし、中小企業の取引先には、官公庁や大企業など十分な信用力を有する企業も含まれており、こうした債務者に対する売掛債権を裏付資産とする証券化商品の信用度は中小企業自身よりも高くなる場合がある。

【BOX1】証券化に関する様々なリスク

<原債権者（セラー）に関するリスク>

相殺リスク

流動化対象の原債権に関し、異議なき承諾による債務者対抗要件を取得していない場合等において、債務者がセラーに対して有する反対債権との相殺により、原債権が減耗するリスク

ダイリューション・リスク

債権債務者間の契約について、商品の返品や事後の単価調整等により、当初予定していたキャッシュ・フローが減少（ダイリューション）するリスク。

フロード・リスク

原債権が実際には存在しない、または、原債権があったとしても既に他の主体に譲渡されている等の不正行為のリスク。

なお、以上のリスク以外に、倒産隔離性が否定されるリスクも存在する。例えば、原債権が適正な価格で譲渡されなかったり、また譲渡行為に関し危機否認が認められた場合は、当該債権譲渡が成立しない可能性がある。

<原債務者に関するリスク>

デフォルト・リスク

債務者の経営破綻等の債務不履行（デフォルト）が発生するリスク。詳細は本稿第4節参照。

<その他のリスク>

サービサー・リスク

サービサー（債権回収受託者）の回収能力が低下する等のリスク。サービサーの経営難等が原因として、債務者から回収した資金がサービサーの他の資産と混在（コミングル）してしまい、資金の流れが確保できないリスクのほか、債務者への請求・入金管理事務処理能力が低下するリスクも含む。

一般に、まず SPC に債権譲渡をする前の段階（プール・レベル）で、内部信用補完（セラー負担による信用補完）が行われる。その上で、プログラム全体に対し、外部信用補完（第三者による信用補完）が行われる事例が多くみられるが、このように複数レベルの信用補完が存在することで、例えば、一部の原債権の信用度が、目標とする格付に達しなくとも、プログラム全体の信用補完でカバーすることで ABCP プログラムとしての信用度を十分に高いものとすることができる。

なお、プログラム全体に対する信用補完の水準により、銀行や保証会社が ABCP の償還を全額補償するものはフル・サポート型、一部しか保証しないものはパーシャル・サポート型と分類される。フル・サポート型の ABCP プログラムの評価は、証券化のストラクチャーでなく、信用補完者（例えば銀行）の格付に一意的に依存する。

従来、わが国の ABCP は、銀行貸付の変形としてフル・サポート型プログラムが大

半であったが、銀行信用への依存が限定的なパーシャル・サポート型プログラムが見受けられるようになってきている⁹。

【BOX2】証券化の定義

証券化には、様々な取引形態が存在し、担保付貸出やスペシャライズド・レンディング（プロジェクト・ファイナンス型の取引等）との区別が難しく、その実務的な定義は自明ではない。

この点について、以下の3つの要件を満たす場合、証券化と扱うことについて国際的なコンセンサスが形成されつつある。

要件 「優先劣後構造」によって原資産の信用リスクを第三者に移転する。

要件 商品のキャッシュ・フローが、原資産から生じるキャッシュ・フローのみに依存している。

要件 スペシャライズド・レンディングの要件（特定資産のみを返済源とする融資であること¹⁰）を満たさない。

要件 における「優先劣後構造」とは、リスク度合いに応じて多様な証券を組み合わせさせて発行する方法である。裏付資産からのキャッシュ・フローを基に優先的に元本が償還されるものを優先証券、償還順位が優先証券より後であるものを劣後証券と呼ぶ。このほか、優先証券と劣後証券の間に位置するメザニンと呼ばれる証券や、エクイティに近い最劣後と呼ばれる証券なども組成されている。

本稿で検討しているスキームについても、優先劣後構造を使って、セラーもしくは債務者リスクをセラー自身もしくはアレンジャー（銀行等）が劣後部分として保有し、優先部分を一般投資家向けに発行することが考えられる。この場合、優先証券については最高格付を取得することも可能となる。また、劣後部分についても、ハイリスク商品を求める投資家層が拡大すれば、市場向けに発行することも可能となると考えられる。

また、証券化は、担保付貸出とは要件 により、スペシャライズド・レンディングとは要件 により分類されている。

⁹ 東京三菱銀行では、2002年9月までに、これまでに自行内で蓄積した債務者毎のトラックレコードを活用して、従来に比して、よりプール効果を活かす方向で ABCP プログラムを変更することを計画。これにより、プログラム(SPC)に対する同行による信用補完比率を削減することが可能となり、リスク量を増やすことなくプログラム規模を3倍程度（1.3兆円 約4兆円）まで拡大することができるとしている。

¹⁰ より正確な定義については、Basel Committee on Banking Supervision, “Working Paper on the Internal Ratings-Based Approach to Specialized Lending Exposures,” BIS, October 2001.を参照。

八. 流動性補完

信用リスクの補完とは別に、裏付資産からの回収金と証券の利子・償還金の支払との間に予期せぬミスマッチが生じた場合に、一時的な立替払いを行う「流動性補完」の仕組みがある。海外では、複数の銀行がシ団を組んで流動性補完を行うプログラムもみられる。

(3) ABCP プログラムのモデル・ケース

イ. 銀行等がアレンジャーとなるケース

間接金融への依存度が高いわが国の場合、銀行がアレンジャーとして証券化プログラムを組成するケースが一般的と考えられる。

この場合のスキームは、次のようなものが想定される（図表 4）。

企業（セラー）毎に保有する売掛債権または売掛債権のプールが SPC に譲渡される。

SPC がこれを裏付けに ABCP を投資家に対して発行することで、セラーは発行代金を源泉とした調達資金を得る。このとき、原債務者の倒産時に支払が優先するシニア部分と劣後するジュニア部分を分け、シニア部分にさらに信用補完及び流動性補完を施すことで、ABCP の信用力を高める¹¹。

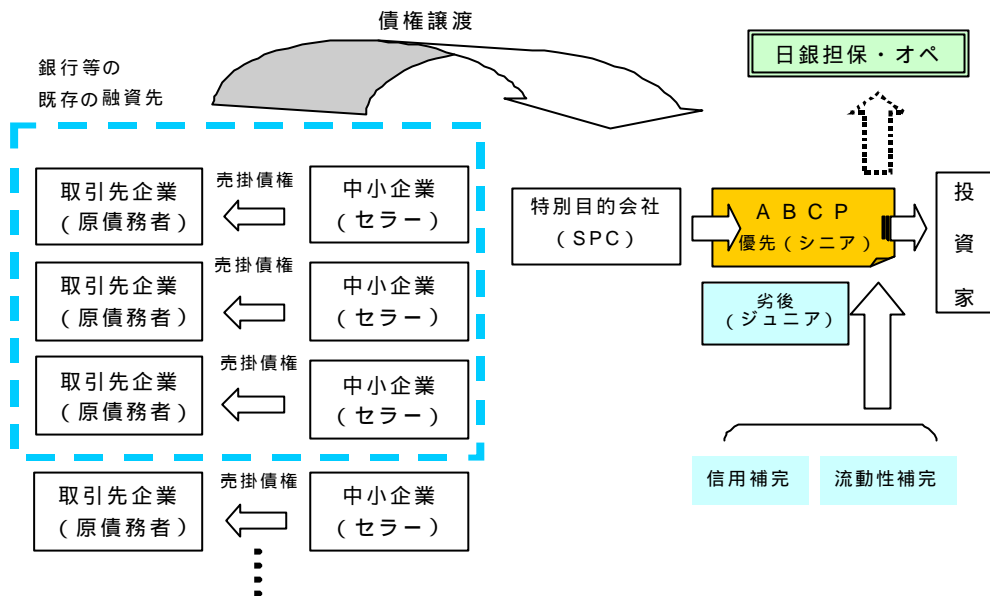
一方、投資家は、ABCP の元利払いを通じて、売掛債権から生ずるキャッシュ・フローを取得する。

なお、このケースでは、売掛債権から生ずる資金の回収（サービサー業務）は、セラー自身が行うことが多い。

また、銀行等がアレンジャーとなる場合、ABCP の組成に要する審査や信用補完に係るコストを削減するために、アレンジを行う銀行等の既存の融資先等の中からセラーを選ぶことが多い。

¹¹ 「短期社債等の振替に関する法律」が施行（2002年4月）されたことにより、図表5のように優先証券として ABCP を直接発行することも可能となる。ただし、従来の ABCP は約束手形であるため、元利払いが優先する文言を記載することはできず、一度信託受益権化した上でシニア部分を裏付に ABCP を発行する方法がとられている。

図表 4 銀行等がアレンジャーとなるケース¹²



ロ．一括決済方式を利用するケース

中小企業ファイナンスの手段の一つとして、下請中小企業が保有する大・中堅企業向けの売掛債権を信託受益権化し、必要に応じ投資家に売却することで資金調達を行うスキームが存在する。信託受益権化した売掛債権をさらに ABCP 化することにより、市場からの資金調達を容易化することが考えられる。

このケースは、次のようなプロセスから構成されると考えられる（図表 5）。

売掛債権を保有する企業は、信託銀行との間で、信託契約を締結。

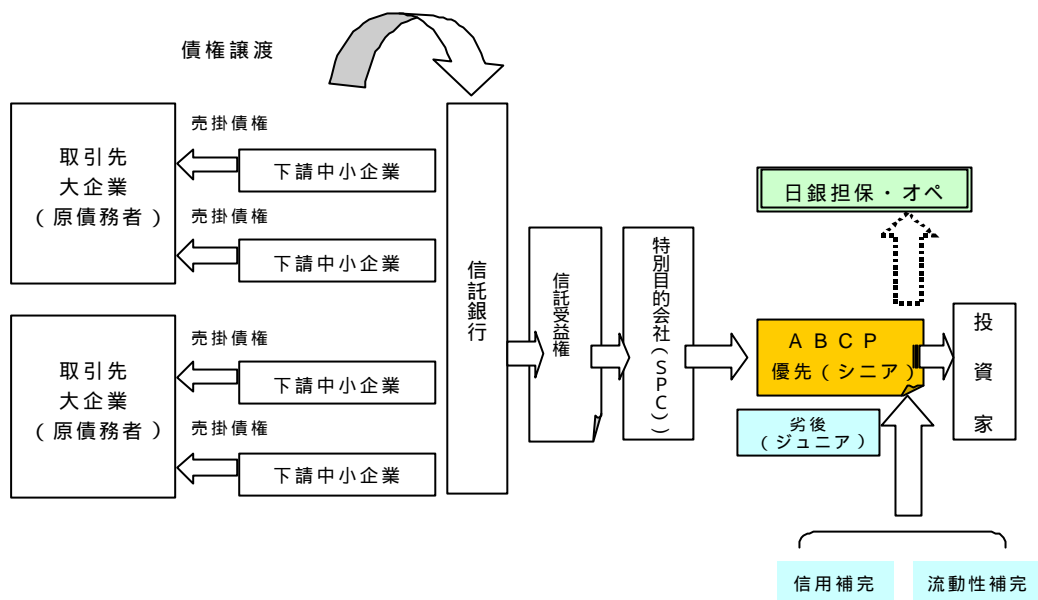
当該契約に基づき、企業は信託銀行に売掛債権を信託譲渡（納入先の企業はこれを承諾）、企業は、信託銀行等を通じ、信託受益権をさらに SPC 等に譲渡。

SPC がこれを裏付けに ABCP を投資家に対して発行することで、企業は発行代金を源泉とした調達資金を得る。このとき、原債務者の倒産時に支払が優先するシニア部分と劣後するジュニア部分を分け、シニア部分にさらに信用補完及び流動性補完を施

¹² 日本銀行が適格とする担保の取扱いに関する基本的事項については、「適格担保取扱基本要領」（日本銀行ホームページ<<http://www.boj.or.jp/>>で入手可能）を参照(後掲図表 5、6 も同様)。

すことで、ABCPの信用力を高める¹³。

図表5 一括決済方式を活用するケース



八. ファクタリング会社が仲介するケース

中小企業が保有する納入先の売掛債権を早期資金化するもう一つの方法として、ファクタリング会社による債権買取が存在する¹⁴。現在のところ、ファクタリング会社は、買取に要する資金調達を銀行借入に依存しているが、近年の取扱高の増加を踏まえると、今後ファクタリング会社が仲介する ABCP プログラムが増加する可能性は高いと考えられる。

ファクタリング会社を用いた方式では、以下のような手続きが行われると考えられる (図表6)。

売掛債権を保有する企業は、ファクタリング会社との間で、ファクタリング契約を締

¹³ このほか、SPC等に譲渡を行う前に、倒産時に支払が優先する優先受益権と、劣後受益権に分けた上で、優先受益権部分のみを ABCP に譲渡するスキームも考えられる (劣後受益権は当該企業が保有)

¹⁴ ファクタリングとは、企業が保有する売掛債権 (手形も含む) の買取を含め、金融機能 (前払融資)、売掛債権管理機能 (記帳管理事務)、売掛債権回収機能 (回収代行)、信用保証機能 (回収リスク負担) の4つの機能を企業に提供するサービスである。創成期には、銀行が手形割引に応じないような高リスクの手形に買取対象が限られていたため、第1次石油危機後デフォルト事例が多発し、業界として大きなダメージを受けた。現在は、
・ が中心となっている。欧米では、
の機能も含め、総合的な金融サービス提供業としてファクタリング業界は大きく発展している。

結。

当該契約に基づき、企業はファクタリング会社に売掛債権を譲渡し、ファクタリング会社はセラーに前払金を支払う。

ファクタリング会社は、支払期日が到来したら債務者から売掛金を回収する。

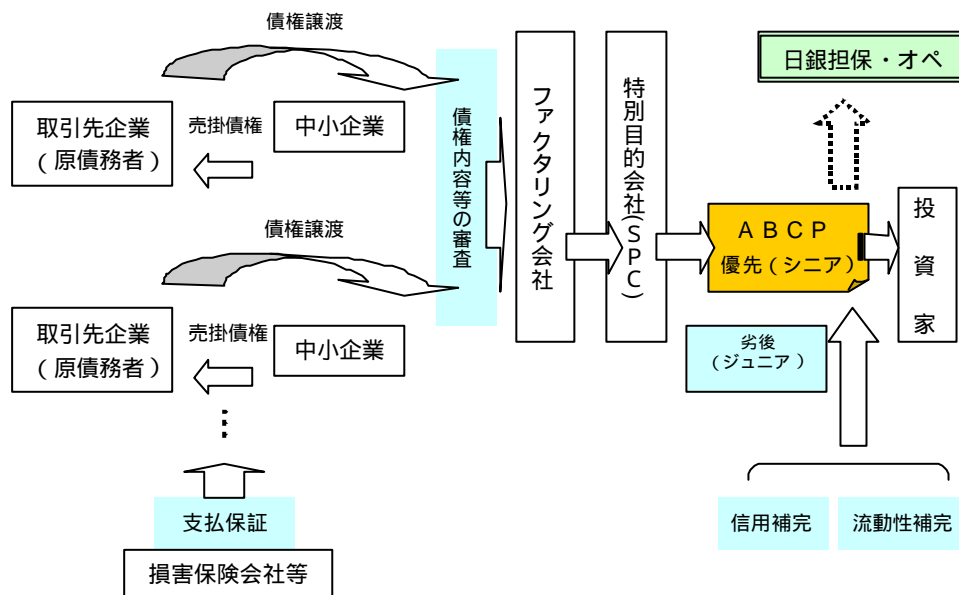
ファクタリング会社は、銀行借入以外に、SPC 等を通じて買取債権を ABS・ABCP 化したり、CP 格付を取得している場合は直接 CP を発行したりすることで、投資家から資金調達する。

なお、サービサー法改正により、期日未回収・回収不能債権についてはサービシング会社に回収を委託することもできるようになった。

ファクタリング方式では、債務者のデフォルト・リスクやセラー・リスク等に対処するため、セラーや債務者に関する審査や買取債権の適格要件を厳正化するなど、いわば原債権プールの組成時に入念な与信審査を行う。

また、近年、中小企業の売掛債権をファクタリング会社を買取る際に損害保険会社の取引信用保険を付ける例もみられる。これにより、原債務者が倒産した場合、ファクタリング会社は保険金で損失をカバーできるため、売掛債権の買取がより容易になる。

図表 6 ファクタリング会社が仲介するケース



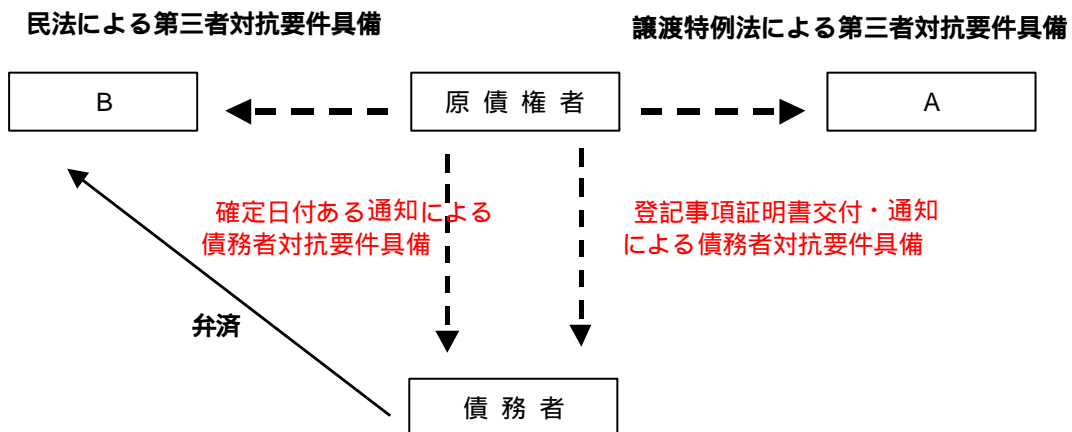
3. 法律面・手続き面の課題と対応の方向性

(1) 法律関連の論点

イ. 二重譲渡の問題

債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律（1998年10月施行）の制定により、債権譲渡の第三者に対する対抗要件の確保に関し、債権の譲渡人と債権の譲受人が共同登記を行うという簡便かつ公示性の高い手段が整備された。これにより、二重譲渡時における譲受人相互の間の優劣は、譲渡登記の先後により決定されることとなるが、登記官には提出書類等のチェックをする形式的審査権しか有しないため、譲受人は先登記がないかを確認する必要がある。また、登記手続きに債務者が関与していないため、仮に落ち度なく第三者対抗要件を具備しても、債務者対抗要件の具備が遅れた場合、債務者は後に譲渡を受けた者に弁済することで免責され、先に譲渡を受けた者が債務弁済を主張できない可能性がある。

図表 7 二重譲渡の一事例



実際、勉強会の参加者からは、毎月法務局（中野分室）まで人を送って、100～300件近い売掛債権について、先登記がないかを確認しており、そのコストは無視できないとの意見も聞かれた。

こうした問題に対しては、将来債権譲渡方式に基づく債権譲渡が有効という声が聞かれる¹⁵。具体的には、債務者が、今後一定期間に発生する（売掛）債権の譲渡を予め確

¹⁵ 判例（最判平成11年1月29日民集53巻1号151頁）では、複数年の長期にわたる将来債権の譲渡契約（当該判例では、譲渡契約の始期から6年8ヶ月目以降1年間分の債権譲渡契約）の有効性が承認されている。

定日付ある書面等により包括的に承諾することで、当該期間の支払に関する優先権を持つ譲受人を確定する。その結果、一度将来債権譲渡が行われれば、複数期間にわたる債権譲渡につき、先登記の確認や債務者への通知等を行う必要がなくなると考えられる。

このほか、ウェブ等による先登記検索の容易化に関する要望も聞かれた。2001年3月より、インターネットによる債権譲渡登記申請は可能になったものの、二重譲渡の有無についてオンラインで検索することは現在のところできない。

ロ. 譲渡禁止特約の問題

民法466条第2項の規定は、譲渡禁止特約の対外効を明定(ただし、善意の第三者は除く)している。譲渡禁止特約の対外効の立法趣旨には、「債権譲渡を無制限に認めると、債務者が厳しい取立に遭う可能性がある」という、民法制定当時(明治期)の規範意識、国民感情が反映されている¹⁶。現状においても、原債務者が譲渡制限を特約する主な理由として、トラブル回避(不特定先から取立を受ける恐れ等)、解除や相殺といった債務者側の抗弁権の確保、などが指摘されている。しかし、こうした譲渡禁止特約の存在により、特に特約が付されることが多い大企業もしくは官公庁向けの中小企業売掛債権の証券化が、事実上不可能になっているケースが存在している¹⁷。

対応の方向性としては、当事者間の合意に基づく譲渡禁止特約の解除を推進する必要があると考えられる。なおこの点に関して、2002年5月までに、概ね全ての中央官公庁で、譲渡禁止特約の部分解除を行った。例えば、防衛庁のケースでは、譲渡対象先を証券取引法上の「適格機関投資家、またその子会社・関連会社」とし、譲渡先のクレディビリティをある程度確保することで、不特定な先への譲渡に関する懸念に配慮している。

また、長期的には、財産法制の見直し¹⁸(「経済構造の変革と創造のための行動計画」、2000年12月1日閣議決定)と併せて、譲渡禁止特約の明定を見直すべきという声も存在する。

実際、世界各国の近代民法の中で、フランス、イタリア、スペイン等、債権の譲渡制限を明定していない国も多い(制限を明定している主要国は、日本、ドイツ、スイス3国のみ)。米国では、譲渡制限の対外効を明文で否定している。

また、国際的な債権譲渡による資金調達の円滑化を目指した UNCITRAL(国連国際商

¹⁶ 池田真朗「債権譲渡法理の展開」、弘文堂、2001年。

¹⁷ 中小企業庁「債権流動化等による中小企業の資金調達の円滑化について」(2001年)によれば、売掛債権の45%に譲渡禁止特約が設定されている(資材調達額ベース)。

¹⁸ 経済社会の大きな変化やメガ・コンペティションの到来を背景に、企業等の経済活動を支える環境整備として、財産法制をはじめ、会社法制や倒産法制等の見直しが進んでいる。ただし、民法(財産法制に含まれる)については、現在進行中の担保・執行法制の見直し後に行われる予定のため、現状、具体的な動きは生じていない。

取引法委員会)の「国際取引における債権譲渡に関する国連条約」¹⁹(2001年12月12日、国連総会において無投票で採択)においても、譲渡禁止特約の対外効力は原則として否定されている。

八. 売掛債権の不存在(フロード・リスク)の問題

売掛債権の場合、リース料・クレジット債権・証貸債権(債権毎に契約書が存在し特定が容易)と比較して、債権特定が困難なため、フロード・リスクが無視できないという問題がある。

商慣行上の支払請求書や支払通知書は、当事者の一方が任意に作成したものであり、売掛債権の存在について当事者双方が合意した書面ではないため、こうしたフロード・リスクは残存してしまう。

同リスクを抑制する方策として、銀行等のアレンジャーは、セラーを一定の信用力と取引実績を有する先に限定することで、予め定められたセラーに関する信頼基準を満たす債権だけを受入れ、基準を満たさないものは、原債権プールから除外する傾向がみられる。実際、勉強会では、実務的にはある程度長期的かつ安定した取引継続が存在しているか否かにフロードの可能性は依存する、との指摘があった。

(2) 手続き面での課題と対応の方向性

イ. 譲渡手続きの煩雑さに関する問題

売掛債権の証券化の障害として、売掛債権の譲渡に係る手続きが煩雑なため、セラー及びアレンジを行う仲介機関の双方に生じるコストが大きいことが指摘された。

例えば、売掛債権をSPCやファクタリング会社に譲渡する場合、アレンジャーは譲渡可能な売掛債権の抽出作業、対抗要件取得に必要な登記用電子ファイルの作成等を行う必要がある。中小企業の売掛債権は、契約書等が存在しないケースも多く、異なる仕様の情報を個別に電子化する手間は無視できない。

勉強会では、こうした譲渡手続きに係るコストを削減するためには、統一的な契約フォーム等を用意するとともに、証券化する債権の抽出から譲渡登記のファイル作成手続きまで、一貫したシステム対応を行うことが望ましいとの意見が多く出された。その際には、原債権に関し名寄せ等を行う上で、中小企業の企業名について全国共通のID番号が設定されることもコスト削減に資するとの指摘があった。100万先を超える中小企業の財務情報を蓄積しているデータベースとして、“CRD”(中小企業信用リスク情報

¹⁹ 同条約は、国際的な債権譲渡による資金調達の円滑化・低利化を図るため、1995年11月より、UNCITRAL(国連国際商取引委員会)が作業を続けてきたもの。なお、同条約は現在、署名のために開放されている。

データベース、Credit Risk Database、詳細後段)がある。CRD 運営協議会では現在、会員金融機関等から匿名の形で企業情報を収集しているが、将来的には、匿名化のために使用している企業属性を活用した共通 ID の構築、及び共通 ID と企業名との紐付け情報の公開可能性について、会員の意向を踏まえながら検討していきたいとしている。

勉強会では、売掛債権を手形に準ずるような形で期日決済管理を行うことにより、キャッシュ・フロー管理の円滑化を図ることが可能となるという実務上の対応策が示された。なお、既に登記データファイルの作成まで行うことが可能な売掛債権データ処理のためのシステム開発に関する報告もあった²⁰。ただし、現時点では、大企業が抱える債権・債務についてのシステム化が緒についた段階であり、アレンジャーは多大なシステム投資を迫られている。今後、中小企業の売掛債権について、譲渡を前提とした標準的契約書が電子ベースで入手可能な環境が整えば、ABCP プログラムの組成コストは大幅に削減されると期待される²¹。

ロ. 中小企業に関する公開情報不足の問題

証券化に係る手続き面の問題として、中小企業に関する公開情報の不足がある。

発行される証券化商品について、格付機関や投資家が信用力を評価するためには、セラー及び原債務者についての財務指標や取引履歴等のデータが蓄積され、かつこうした客観的情報を信用力評価に活用できる環境が必要である。しかし、こうした外部への経営情報の提供は、中小企業の商慣行には馴染みにくいものであり²²、従来から中小企業の直接金融チャネルを確立するための障害とされてきた。

こうした課題を克服する試みとして、中小企業庁のイニシアティブでスタートした中小企業信用リスク情報データベース (CRD) の活用可能性が注目されている。CRD は、参加機関 (信用保証協会 52、政府系金融機関 2、銀行 15、信用金庫 3)²³ から取引先中小企業の財務データやデフォルトデータ等を匿名で収集、全国規模のデータベースを構築し、参加機関に信用リスク定量化に資する各種サービスを提供している。

²⁰ 三井住友銀行では、既に実用化している同行の“eMP (e-Market Place)” 売掛債権流動化システム 技術を応用し、売掛債権流動化取引をインターネット上で行うプラットフォーム(S-eMP) を今秋を目途に構築、これを使った売掛債権流動化ビジネスを本格化することを計画。また、信金中央金庫では、中小企業による電子取引拡大支援の一環として、電子手形 (電子化された売掛債権) システムを開発中であり、2003 年度中の実用化を目指して、2002 年 6 月より仮想の電子手形を流通させたシステム実験を開始している。

²¹ 米国の中小企業庁にあたる SBA (Small Business Administration) が提供するローン証券化プログラム (詳細は第 5 節・BOX4 参照) では、「SBA Form 1086」と呼ばれる標準契約書が、インターネットを通じて入手可能となっている。

²² 中小企業庁「企業資金調達環境実態調査」(2001 年 12 月)によれば、直接金融の実施経験がなく実施を希望している企業の 49.4%が、直接金融を利用できない理由として「ディスクロージャーに応えられる体制が整っていない」ことを挙げている。

²³ 一般会員とは別に、中小企業庁、全国信用保証協会連合会、日本銀行が特定機関会員として参加。

2002年2月末時点で、決算書ベースで287万件、企業数ベースで106万先（法人81万、個人事業主25万）の中小企業データを蓄積しており、この中にはデフォルト事例が約7万先も含まれている。将来的には、全国484万企業²⁴の約半分をカバーする規模への拡大が見込まれている。

CRDデータを用いれば、財務諸表を用いた中小企業のデフォルト確率の推計や業種間のデフォルトに関する相関などの計測が可能となるため、信用リスクの定量的把握やリスク分散効果について検証を行うことができる。本稿の第4節では、実際にCRDデータを用いて、中小企業の信用リスクの計測を試みた上で原債権ポートフォリオのリスク分散効果に関する検証を行っている²⁵。

今後、例えば、より有利な資金調達を行うために自らの情報開示を希望する中小企業が財務情報を実名で開示するなど、データの匿名性に関する制約が緩和され、CRDのデータが広く共有できるようになれば、中小企業が市場からの資金調達を行うための制約は一層緩和されると考えられる。

²⁴ 総務省「事業所・企業統計調査」1999年。

²⁵ 中小企業の場合、信用リスクがオーナーの属性など定性的情報にも大きく依存するため、財務諸表のような定量的情報だけでは信用リスクを十分把握することはできないという議論も存在する。

4. 中小企業の信用リスク分析

3 節で述べたように、中小企業の信用リスクがより精緻に把握でき、かつプール効果がより働くように裏付資産プールを組成できれば、中小企業売掛債権の証券化に係るコストが削減できる。こうした問題意識の下、本節では実際の CRD データを用いて中小企業の信用リスク分析を行う。まず分析に使用する CRD データの概要をみた上で、中小企業のデフォルト確率の推計を行う。さらに、証券化の仕組みにおいて重要ポイントとなるプール効果について定量的な実証を試みる。

(1) CRD データの概要

CRD に納められているデータは、中小企業基本法に基づく法定中小企業についての財務データ、非財務データ、デフォルトに関するデータから成っている。

財務データについては、法人が 91 項目（うち 39 項目が必須項目）、事業性個人が 69 項目（うち 20 項目が必須項目）から構成されている。

また、非財務データについては、属性項目として「会社区分」「業種²⁶」「設立年」「都道府県区分」、定性項目として「所有不動産の有無」「代表者生年」「後継者の有無」が格納されている。

なお、デフォルト項目は、延滞先（原則 3 ヶ月以上）、実質破綻先、破綻先（協会のみ）代位弁済先の各区分²⁷と発生年月が格納されている。

格納期間は 95 年 3 月期決算期以降となっており、財務・非財務データは決算期毎、デフォルトデータは毎月アップデートされている。

(2) 中小企業のデフォルト確率の推計

第 3 節で指摘したように、中小企業の場合、これまで公開情報の不足から信用リスクの定量的分析はこれまで十分に行われてこなかった。以下では、CRD データを用いて中小企業のデフォルト確率を推計する。

イ. モデル及びサンプルの選択

本稿では、2001 年において CRD データに含まれる企業について、1 年～3 年前（1998～2000 年）の財務指標をリスク・ファクターとして用いてデフォルト確率を推計した。

まず、モデルについては、関連研究で使用されることが多い 2 項ロジット・モデルを用いた（BOX3 参照）。

²⁶ 業種区分は、日本標準産業分類に準拠し、222 業種に分類されている。

²⁷ 本稿での CRD データを用いた分析では、デフォルトを、各区分の和集合と定義している。

次に、サンプルについては、全サンプル（CRD データ全体）を用いた場合、計算量や欠損値の処理が膨大となるため、以下の手順で選択を行った。

まず、CRD データを用いて説明変数の候補となる財務指標（図表 8）を作成し、2 期連続欠損値が存在する企業²⁸を除外。

2001 年にデフォルトした企業について、2000 年、1999 年、1998 年のそれぞれの年について対応する財務指標が揃う企業を抽出。

非デフォルト企業については、2000 年、1999 年、1998 年のそれぞれの年について業種別にランダム・サンプリングを行い、デフォルト企業数と同数の企業を抽出し、それぞれの年について対応する財務指標が揃う企業を選択。

データ数が少ない農林業及び鉱業、不動産、飲食業、運輸・通信業及び分析の目的上除外することが適当と考えられる金融・保険業及び公務、業種分類不能の企業を除外。

以上の方法で選択した企業サンプル数は図表 9 の通り。

図表 8 説明変数の候補として作成した財務指標

総資本当期利益率	固定資産回転率	レバレッジ倍率
総資本営業利益率	流動資産回転日数	一人当たり売上高
総資本経常利益率	売上債権回転日数	一人当たり総資本
企業利潤率	受取手形回転日数	キャッシュフロー
自己資本当期利益率	売掛金回転日数	固定負債キャッシュフロー倍率
自己資本営業利益率	買入債務回転日数	有利子負債額
自己資本経常利益率	支払手形回転日数	現預金比率
売上高総利益率	買掛金回転日数	支払準備率
売上高当期利益率	売上高原価率	借入金月商倍率
売上高営業利益率	売上高販管費率	債務償還年数
売上高経常利益率	売上高支払利息割引料率	キャッシュインターバル
総資本回転率	営業利益支払利息率	デیفェンシブインターバル

預借率	自己資本額
当座比率	自己資本比率
流動比率	負債比率
正味運転資本額	有利子負債対自己資本比率
純運転資本額	借入金依存度
正味運転資本率	有利子負債利率
売上債権対買入債務比率	インタレストカバレッジ
受取手形割引率	
受取手形割引高回転日数	
固定負債対有形固定資産比率	
固定比率	
固定長期適合率	

図表 9 業種別サンプル企業数

デフォルト企業				
	1 年前 (2000)	2 年前 (1999)	3 年前 (1998)	
建設	1851	2446	2311	
卸売	794	980	917	
製造	1152	1419	1358	
小売	732	933	903	
サービス	548	701	670	
合計	5077	6479	6159	

非デフォルト企業				
	1 年前 (2000)	2 年前 (1999)	3 年前 (1998)	
建設	1950	2470	2330	
卸売	810	990	940	
製造	1170	1440	1380	
小売	750	1050	920	
サービス	570	720	690	
合計	5250	6670	6260	

²⁸ 事業性個人は含まない。

【BOX3】デフォルト確率の 2 項ロジット・モデル

以下では、木島・小守林[1999]等²⁹に従い、本稿で使用した 2 項ロジット・モデルを導出する。

今、企業*i*について、デフォルト状態である場合に 1、非デフォルト状態である場合に 0 という値をとる変数 Y_i を考える。企業*i*のデフォルト確率が、財務指標など観測可能な m 個のリスク・ファクター $X_{i,j} (j=1, \dots, m)$ と関連があるとすると、企業*i*のデフォルト確率 p は、リスク・ファクター $X_{i,j}$ が与えられた下で $Y_i=1$ となる条件付確率となる。すなわち (1) 式のように表現できる。

$$p = P[Y_i = 1 | X_{i,j}] = F(X_{i,j}) \quad (1)$$

企業*i*の信用状況(スコア) Z_i を、観測可能なリスク・ファクター $X_{i,j}$ の線型結合として (2) 式のように表現できるものとする。

$$Z_i = b_0 + \sum_{j=1}^m b_j X_{i,j} \quad (2)$$

今、(1)式と(2)式の関係についてリンク関数 g を式(3)のように定義する。リンク関数 g の形状は財務諸表の誤差や観測されないデータの影響を反映する。

$$F(X_{i,j}) = g(Z_i) \quad (3)$$

ここで、リンク関数 g として、(4)式で表現される累積ロジスティック分布関数を仮定すると、

$$g(Z_i) = \frac{\exp(Z_i)}{1 + \exp(Z_i)} = \frac{1}{1 + \exp(-Z_i)} \quad (4)$$

(5) 式の 2 項ロジット・モデルを得る。

$$p = P[Y_i = 1 | X_{i,j}] = \left[1 + \exp(-b_0 - \sum_{j=1}^m b_j X_{i,j}) \right]^{-1} \quad (5)$$

ここで、リンク関数として、累積標準正規分布関数を仮定した場合、2 項プロビット・モデルとなる。

本稿では、プロビット・モデルにおけるパラメータ推定はロジット・モデルの推定と比べて不安定になることが指摘されていること、同一データで両モデルを推計した場合、累積ロジスティック分布関数と累積正規分布関数の類似性から推計結果に大きな差がみられないことが知られていること、などを踏まえロジット・モデルを選択した。

²⁹ 木島正明、小守林克哉「信用リスク評価の数理モデル」、シリーズ 現代金融工学 8、朝倉書房、1999年。

W. H. Greene, *Econometric Analysis*, 4th Edition, Prentice-Hall, 2000.

ロ. リスク・ファクターの選択

リスク・ファクターの選択については、白田[1999]³⁰などを参考に樹形モデル(Tree based Model) によりデフォルト判別の寄与率が高い財務指標を識別して候補を絞った上で、経済的意味において明らかに重複する変数や変数同士で強い相関が認められる変数を候補から落として説明変数とした。

樹形モデルとは、観測値をツリー上に形成・分割していく過程で、デフォルト・非デフォルト等のような 2 値情報と関係が強い独立変数を識別していく統計手法である。樹形モデルは、正規性や等分散性を仮定せず、独立変数間の相関に対してもロバストであるため、変数間の相関が高い財務指標を識別する場合には適した方法とされている(前掲白田[1999]参照)。

樹形モデルによる識別結果(図表 10) をみると、以下の 3 点の特徴がみられる。

図表 10 樹形モデルによる識別結果

順位	1年前(2000年)	2年前(1999年)	3年前(1998年)
1	自己資本比率	借入金依存度	自己資本比率
2	借入金依存度	自己資本比率	受取手形割引率
3	有利子負債利率	売上高支払利息割引料率	借入金依存度
4	買入債務回転日数	売掛金回転日数	買入債務回転日数
5	支払手形回転日数	受取手形割引率	支払手形回転日数
6	受取手形割引率	受取手形割引高回転日数	売掛金回転日数
7	受取手形回転日数	買入債務回転日数	インタレストカバレッジ
8	売上高支払利息割引料率	借入金月商倍率	固定負債キャッシュフロー倍率
9	受取手形割引高回転日数	総資本経常利益率	総資本経常利益率
10	売掛金回転日数	固定負債キャッシュフロー倍率	売上債権回転日数
11	総資本経常利益率	有利子負債利率	売上高支払利息割引料率
12	売上債権回転日数	インタレストカバレッジ	売上高営業利益率
13	買掛金回転日数	売上高原価率	買掛金回転日数
14	固定負債キャッシュフロー倍率	売上高営業利益率	有利子負債利率
15	有利子負債對自己資本比率	買掛金回転日数	固定長期適合率
16	現預金比率	現預金比率	総資本回転率
17	インタレストカバレッジ	売上債権回転日数	受取手形回転日数
18	借入金月商倍率	受取手形回転日数	営業利益支払利息率
19	負債比率	有利子負債對自己資本比率	借入金月商倍率
20	総資本回転率	総資本当期利益率	現預金比率

*シャドーは、説明変数として使用した変数。

「順位」はデフォルトの判別能力の強さの順位。

3 期間(1998 ~ 2000 年) を通じて、自己資本比率などのバランスシート変数や有利子負債比率などの資金繰り状況を示す変数の順位が高い。

売上高営業利益率などフローの収益性指標については、バランスシート変数や資金繰り状況を示す変数と比較して総じて順位が低い。

フローの収益性指標はデフォルトの 3 年前、2 年前には上位 20 位に含まれるが

³⁰ 白田佳子「企業倒産予知情報の形成 - 会計理論と統計技術の応用 -」、中央経済社、1999 年。

デフォルトの1年前には含まれていない。

、 の事實は、企業のデフォルトについて、バランスシート変数や資金繰り状況を示す変数の説明力が、フローの収益性指標の説明力よりも相対的に高いことを示唆する。また、 の事實は、デフォルトの危機が迫る企業の財務諸表ほど、企業収益の把握が困難となるため、デフォルト直前(1年前)においては、デフォルトに対するフローの収益性指標の説明力が著しく低下する可能性を示している。

こうして樹形モデルにより絞られた説明変数の候補の中から、本稿では、企業の財務体質に関する安全性指標として「自己資本比率(-)」³¹、「売上高支払利息割引料率(+)₁」「有利子負債利率(+)」を、収益性指標として「総資本経常利益率(-)」を、流動性指標として「現預金比率(-)」を、効率性指標として「買入債務回転日数(+)」をそれぞれ選択した^{32, 33}。

また、業種属性に関連する要因の影響をコントロールするために、業種ダミーを説明変数として加えた。

八. 推計結果

図表11が推計結果である。3つのデータセットに全てにおいて、財務指標、業種ダミーに係るパラメータは有意であり、かつ財務指標に係るパラメータは符号条件を満たしている。このことは、推計した2項ロジット・モデルは2001年の企業のデフォルト確率について一定の説明力を持つことを示す。

また、各パラメータの大小関係は、3つのデータセットで大きく変化していない。このことは、このモデルがある程度の安定性を持つことを示唆する。

図表11 デフォルト確率の推計結果

	変数名	1年前(2000)		2年前(1999)		3年前(1998)	
		係数	p値	係数	p値	係数	p値
dummy 1	建設業ダミー	-0.752	0.000	-0.686	0.000	-0.904	0.000
dummy 2	製造業ダミー	-0.905	0.000	-1.144	0.000	-0.756	0.000
dummy 3	卸売業ダミー	-0.941	0.000	-0.877	0.000	-0.778	0.000
dummy 4	小売業ダミー	-1.155	0.000	-1.179	0.000	-0.957	0.000
dummy 5	サービス業ダミー	-1.306	0.000	-1.571	0.000	-1.044	0.000
X ₁	総資本経常利益率	-0.986	0.000	-0.805	0.000	-0.617	0.003
X ₂	買入債務回転日数	213.915	0.000	160.786	0.004	290.208	0.000
X ₃	売上高支払利息割引料率	16.567	0.000	34.079	0.000	25.067	0.000
X ₄	現預金比率	-4.472	0.000	-4.761	0.000	-4.737	0.000
X ₅	自己資本比率	-1.409	0.000	-1.197	0.000	-1.321	0.000
X ₆	有利子負債利率	7.413	0.000	6.606	0.000	5.071	0.000

³¹ 借入金比率は、自己資本比率との著しい負の相関が認められたため除外した。

³² 上位にランクされている変数のうち、手形関連の指標は、手形を用いていない企業も多く想定されるので、除外した。

³³ かつこ内は予想される符号条件を示す。

さらに、デフォルト確率の各財務指標に対する弾性値をみたのが、図表 12 である。デフォルト確率は、売上高支払利息割引料率や現預金比率の影響を受け易い一方で、買入債務回転日数や総資本経常利益率の影響を相対的に受けにくいことがわかる。

図表 12 デフォルト確率の各財務指標に対する弾性値

	1年前(2000年)	2年前(1999年)	3年前(1998年)
総資本経常利益率	-0.027	-0.022	-0.017
買入債務回転日数	0.053	0.035	0.069
売上高支払利息割引料率	0.181	0.307	0.234
現預金比率	-0.343	-0.345	-0.373
自己資本比率	-0.185	-0.144	-0.163
有利子負債利率	0.151	0.122	0.110

二. デフォルト判別力の検証

もっとも、上記の統計結果だけでは、実際にどの程度、デフォルト・非デフォルトを判別できるのかは自明でない。この点を確認するため、森平[1998]³⁴を参考に、次のようなブートストラップ・シミュレーションを行い、デフォルト・非デフォルト判別の捕捉率を求めた。まず、デフォルト・非デフォルトを含むデータセットから、ランダム・サンプリングで半数の企業をピックアップし、当該企業を対象に上記で定式化したロジット・モデルの推計を実行、次に推定した係数を基に、残りの企業に関しデフォルト確率を求めて、その的中したデフォルト企業・非デフォルト企業数を算定（デフォルト・非デフォルト判別に関する確率の閾値として、45%、40%、35%を設定）。こうした作業をデフォルト 3 年前から 1 年前までのデータセット毎に各 100 回繰返し、平均的なデフォルト的中率及び非デフォルト的中率を算出した。結果は図表 13 の通りである。

³⁴ 森平爽一郎「倒産確率の推定と信用リスク管理：展望」、ジャフィー・ジャーナル、東洋経済新報社、1998年。

図表 13 ブートストラップ・シミュレーションの結果

閾値	1年前(2000)	倒産的中率	非倒産的中率	全体の的中率
45%		0.661	0.925	0.793
40%		0.759	0.870	0.814
35%		0.838	0.786	0.812
閾値	2年前(2000)	倒産的中率	非倒産的中率	全体の的中率
45%		0.647	0.910	0.776
40%		0.742	0.892	0.816
35%		0.819	0.755	0.787
閾値	3年前(2000)	倒産的中率	非倒産的中率	全体の的中率
45%		0.650	0.882	0.767
40%		0.710	0.844	0.778
35%		0.773	0.771	0.772

デフォルト判別の閾値は、その水準を下げるとデフォルト的中率が上がり、非デフォルト的中率が低下するというトレードオフを持つ。そこで、的中したデフォルト企業数及び非デフォルト企業数の合計から評価した「全体の的中率」の多寡をもって、デフォルト判別に関する閾値を選択した。その結果、ここでは閾値として40%を採用している。

同基準に基づき算定した的中率をみると、3年前のデータセットを除きの中率はどれも80%以上に達しており、同モデルのデフォルト・非デフォルトの捕捉力が高いことがわかる。

(3) 中小企業債権ポートフォリオのリスク量の算出

イ. 中小企業債権とポートフォリオ

複数の債権（資産）から構成されるポートフォリオの信用リスクを考える場合、信用VaRに代表されるデフォルト相関を加味したリスク量推定が重要になる。証券化に関連して言えば、所与の金額に対し、デフォルト相関を考慮に加えた原債権ポートフォリオを組成することで、信用補完に要するコストを最小化することが考えられる。

もっとも、市場リスクを対象としたVaRとは異なり、信用リスクの相関を考慮することは難しい³⁵。特に、株価収益率が手に入らない中小企業債権については、デフォルト相関を踏まえたリスク量の評価をすることは極めて困難とされる。従って、実務の現

³⁵ 実務においては、特定のカテゴリーに属す個別債権やプール債権にストレスをかける（例えば、単体でのデフォルト率を3倍する等）ことで対応する場合が多い。

場においては、中小企業債権に関し全体の信用リスク量が実態よりも保守的に見積もられている可能性は否定できない。

そこで本項では、CRD データを用いて、様々なパターンの原債権ポートフォリオのリスク量（最大損失額）を算出³⁶し、中小企業債権に関して、ポートフォリオの分散効果がどれほどのインパクトを持つのかを試算する。

ロ. ポートフォリオ・ベースの信用リスクの算出方法について

以下では、CRD データから構築した仮想ポートフォリオの最大損失額の算定について概要を説明する³⁷。本稿では、CRD データから算出した業種別の相関係数を基に、モンテカルロ・シミュレーションを用いた信用 VaR を計算した³⁸。

なお、単純化のため、異なる債権間のデフォルトの相関は、当該債権が属する業種ⁱと、もう一方の債権が属する業種^jの組み合わせに依存すると仮定している。

同一業種内のデフォルト事象の相関係数 \bar{r} 及び異なる業種間のデフォルト事象の相関係数 $\bar{r}_{i,j}$ は、CRD データを利用し、次のように算出した。

$$\bar{r} = \frac{s^2}{P(1-P)}, \quad \bar{r}_{i,j} = \frac{\text{Cov}(P_i, P_j)}{\sqrt{P_i(1-P_i)}\sqrt{P_j(1-P_j)}}$$

P は CRD データより算出した業種別の 1 年間の平均デフォルト率、 s は 1 年間のデフォルトの標準偏差である。以下の図表 14 は、CRD データより作成した各業種の組み合わせに対応するデフォルト事象の相関係数である。

図表 14 業種間のデフォルト事象の相関係数

業種	建設	製造	運輸	卸売	小売	飲食	不動産	サービス
建設	0.0114	0.0062	0.0041	0.0065	0.0079	0.0080	0.0064	0.0067
製造	0.0062	0.0048	0.0027	0.0043	0.0052	0.0052	0.0042	0.0043
運輸	0.0041	0.0027	0.0022	0.0029	0.0035	0.0036	0.0027	0.0029
卸売	0.0065	0.0043	0.0029	0.0055	0.0055	0.0055	0.0045	0.0046
小売	0.0079	0.0052	0.0035	0.0055	0.0080	0.0067	0.0054	0.0056
飲食	0.0080	0.0052	0.0036	0.0055	0.0067	0.0085	0.0053	0.0058
不動産	0.0064	0.0042	0.0027	0.0045	0.0054	0.0053	0.0062	0.0045
サービス	0.0067	0.0043	0.0029	0.0046	0.0056	0.0058	0.0045	0.0057

³⁶ CRD データには回収率データは含まれていないため、以下の分析ではこれを捨象している。

³⁷ 家田明「リスク計量とプライシング」、ファイナンス・ライブラリー 3、朝倉書店、2001年、の第2章を参考とした。

³⁸ モンテカルロ・シミュレーションを用いることにより、特定の分布に依存しないリスク量を算出できる。

なお、上記の相関係数はベルヌーイ分布に属するため、これを基に標準正規乱数のモンテカルロ・シミュレーションをそのまま適用することはできない。そこで、上記の相関係数から、数値計算により 2 次元正規分布の累積密度関数に従う相関係数を求めた上でシミュレーションを実行、適切な閾値に基づき、発生させた標準正規乱数をベルヌーイ乱数に変換した³⁹。

仮想ポートフォリオについては、建設業、製造業、運輸・通信業、卸売業、小売業、飲食業、不動産業及びサービス業の中から、建設・製造・卸売・小売をベースに 4 業種を選択した⁴⁰。

まず、ポートフォリオのリスク分散を考慮しないケースとして、建設、製造、卸売及び小売業各々で構成されるポートフォリオのリスクを計算した。

また、複数の異なる業種で構成されるポートフォリオの各パターンについても、必ず建設・製造・卸売・小売のうち 2 業種が含まれるようにしている。

図表 15 は、算定した全ポートフォリオパターンである。債権の規模については、選択した 4 業種毎に 10 億円を均一に割振り、合計 40 億円としている。各業種別のサブポートフォリオ内の債務者数については、40 先、50 先、60 先の 3 パターンを作成した。

図表 15 仮想ポートフォリオのパターン

パターン1	建設	建設	建設	建設
パターン2	製造	製造	製造	製造
パターン3	卸売	卸売	卸売	卸売
パターン4	小売	小売	小売	小売
パターン5	建設	製造	運輸	不動産
パターン6	製造	卸売	不動産	サービス
パターン7	卸売	小売	運輸	サービス
パターン8	小売	建設	飲食	不動産

各サブポートの債務者数	40(160)	50(200)	60(240)
エクスポージャー(1企業当り、億円)	0.25	0.20	0.17

八. シミュレーション結果

各仮想ポートフォリオのパターンにつき 50,000 回シミュレーションを実行し、損

³⁹ 具体的には、以下の式を満たすような \tilde{r} の数値計算を行い、平均 0 及び分散 1、かつ \tilde{r} の相関係数を持つ n 次元の多変量正規乱数を発生させる。

$$r_{ij}\sqrt{P_i(1-P_i)}\sqrt{P_j(1-P_j)}+P_iP_j = \int_{-\infty}^{\tilde{r}^{-1}(P_i)} \int_{-\infty}^{\tilde{r}^{-1}(P_j)} \frac{1}{2\pi\sqrt{1-\tilde{r}_{ij}^2}} \exp\left(-\frac{1}{2(1-\tilde{r}_{ij}^2)}\{x_i^2+x_j^2-2\tilde{r}_{ij}x_ix_j\}\right) dx_i dx_j$$

⁴⁰ 建設・製造・卸売・小売はデータ量も多く、売掛債権の対象になる可能性も大きいと想定される。

失額分布に関する 99.9%タイル、99.5%タイル及び 99.0%タイルを最大損失額として算出した(図表 16)。

図表 16 パターン毎のシミュレーション結果

債務者数 160先、単位億円

	パターン1	パターン2	パターン3	パターン4	パターン5	パターン6	パターン7	パターン8
99.9%	4.50	3.00	3.25	3.50	3.00	2.25	3.00	2.50
99.5%	3.00	2.25	2.50	2.50	2.00	1.50	2.00	1.75
99.0%	2.50	2.00	2.25	2.00	1.50	1.50	1.75	1.50

債務者数 200先、単位億円

	パターン1	パターン2	パターン3	パターン4	パターン5	パターン6	パターン7	パターン8
99.9%	4.00	2.80	3.20	3.20	2.40	2.20	2.60	2.40
99.5%	2.80	2.00	2.40	2.40	1.80	1.60	2.00	1.80
99.0%	2.40	1.80	2.00	2.00	1.60	1.40	1.80	1.40

債務者数 240先、単位億円

	パターン1	パターン2	パターン3	パターン4	パターン5	パターン6	パターン7	パターン8
99.9%	4.33	2.77	2.83	3.00	2.50	2.17	2.83	2.50
99.5%	2.67	2.00	2.33	2.33	2.00	1.67	2.00	1.67
99.0%	2.33	1.83	2.00	1.83	1.67	1.33	1.67	1.33

図表 17 ポートフォリオの分散効果

パターン1と6					パターン1と8				
債務者数	160先	200先	240先	平均	債務者数	160先	200先	240先	平均
99.9%	2.25	1.80	2.17	2.07	99.9%	2.00	1.60	1.83	1.81
99.5%	1.50	1.20	1.00	1.23	99.5%	1.25	1.00	1.00	1.08
99.0%	1.00	1.00	1.00	1.00	99.0%	1.00	1.00	1.00	1.00

結果をみると、債務者数や信頼区間の相違にかかわらず、リスク分散を想定していないパターン 1 (建設業) の最大損失額が最も大きい一方、複数業種で想定されたパターン 6 の最大損失額が最も小さく、両パターンのリスク量差は、保守的な水準 (99.9%) で、最大 2 億円強 (ポートフォリオの想定元本の 5%強) となっている (図表 17)。パターン 1 が 4.5 億円のリスク量を持つことを考えると、損失額ベースでは、4 割を超えるリスク量差が存在する。

また、建設業が含まれている複数業種ポートフォリオのパターン 8 と比較しても、%タイル点に応じて、1~2 億円のリスク量の違いがあることが判明した(前掲図表 17)。

また、ポートフォリオの分散を考慮しないケース(パターン 1~4)と、考慮したケース(パターン 5~8)のリスク量の平均を比較すると、%タイル点に応じて、0.5~1 億円のリスク量の相違が存在することがわかる (図表 18)。

図表 18 平均リスク量の比較

160先	パターン1～4平均	パターン5～6平均
99.9%	3.56	2.69
99.5%	2.56	1.81
99.0%	2.19	1.56
200先	パターン1～4平均	パターン5～6平均
99.9%	3.30	2.40
99.5%	2.40	1.80
99.0%	2.05	1.55
240先	パターン1～4平均	パターン5～6平均
99.9%	3.23	2.50
99.5%	2.33	1.83
99.0%	2.00	1.50

より細分化した業種区分に基づくデフォルト率の相違を考慮し、またポートフォリオの組み合わせについても、最適なセットを選択すれば、さらに大きなリスク分散効果が望むことができると考えられる⁴¹。

⁴¹ なお、一般的な傾向として、債務者数が多いほど、リスク量は小さくなっているが、これは小口化によるリスク分散の効果が表れたものである。

5. 証券化を展望した公的補完のあり方

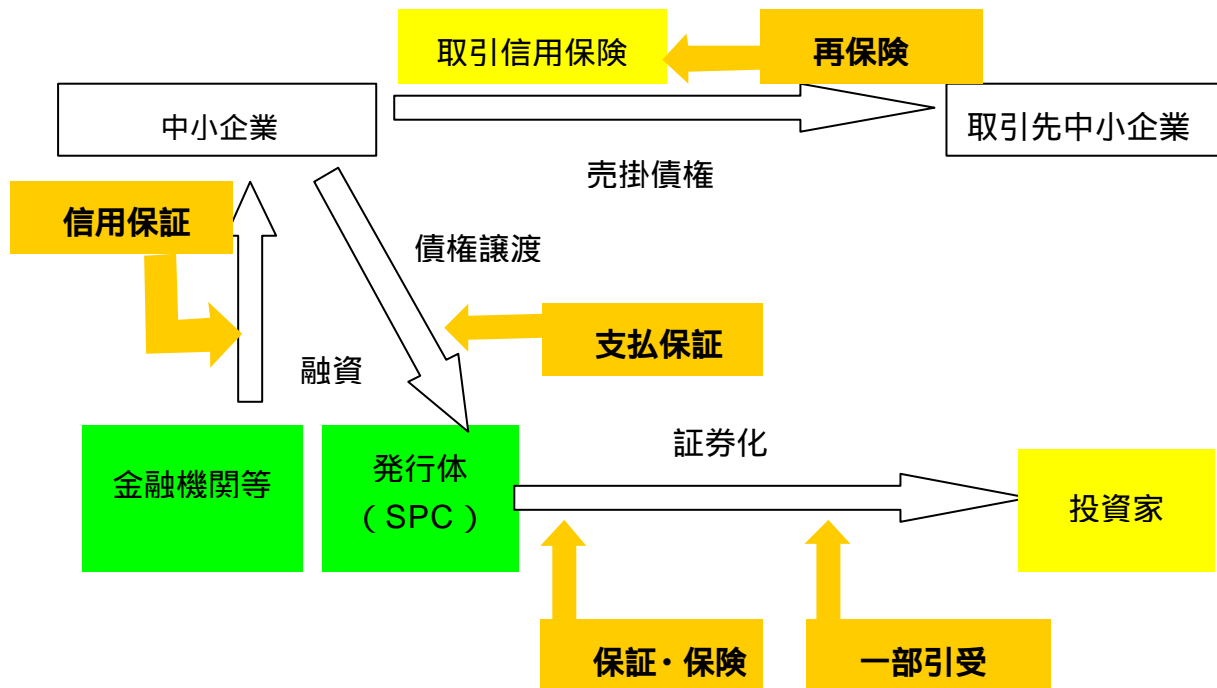
(1) 公的補完の必要性

債権を証券化する場合、原債権の信用力が高い場合でも、リスクに対する補完措置(信用補完・流動性補完)を講じることが一般的である。リスクをコントロールすることによって、リスクに対する許容度が相対的に小さい投資家でも証券化商品を購入することが可能となり、証券化商品の発行と流通がより円滑なものとなる。

本来、リスクに対する補完措置が純民間ベースで講じられ、中小企業債権の証券化が進展することが望ましい。しかし、中小企業債権の証券化にあたっては、原債権者である中小企業についてリスクの判断が容易でない、中小企業債権はロットが小さいため、大企業債権と比べて取引コストが嵩む、債権を裏付資産とした資金調達に対する社会的な理解が必ずしも浸透していない、などの問題が存在する。このため、純民間ベースでの補完措置が自律的に定着・拡大するには、かなりの時間を要すると考えられる。

こうした状況を踏まえ、勉強会では、中小企業債権の証券化市場の拡大を促進するためには、組成コストのうちとくに大きなシェアを占める信用補完部分に対して、過渡的な施策として何らかの公的な補完措置を用意することが有効ではないか、との意見が出された。

図表 19 証券化に係る公的補完の可能性



(2) 勉強会で議論されたスキーム

勉強会で具体的に議論された公的な信用補完のスキームは、以下の4つに分類できる。

中小企業向け貸付債権に対する信用保証

CLOにおいて、裏付資産となる個々の中小企業向け貸付債権に対して信用保証を行い、証券化を支援するスキーム。現行の公的信用保証制度が利用可能である。

CLOは、中小企業向け貸付債権を証券化するものであり、中小企業債権の証券化とは若干趣旨が異なる。しかし、中小企業へ与信する側の資金調達を拡大することは、間接的に中小企業の資金調達チャネルの円滑化に繋がる可能性がある。

わが国においては、信用保証協会の保証付き貸付債権の証券化が認められており、実際に証券化の事例がみられる。例えば、東京都CLOでは、1999年度から2001年度にかけて、3回で約1900億円の信用保証協会保証付き新規貸出が実行された。また、福岡県も2002年4月から「福岡県新金融システム」として同様の制度を開始している。

米国においては、中小企業庁(SBA)が、中小企業向け貸付債権に対する信用保証に加え、保証付き貸付債権の保証部分の証券化を支援するセカンダリー・マーケット・プログラムを1984年から実施している。1994年以降、このプログラムを通じて保証部分の40%超が証券化されている⁴²(BOX4参照)。

同プログラムでは、SBAは、債権譲渡契約の審査、投資家の登録、資金のやり取りについての管理などの事務標準化に貢献している。また、SBAの財務代理人として、SBA保証付き貸付債権のデータ収集・管理などをコルソン・サービス社にアウトソーシングすることにより、プログラムの効率的な運営を図っている。また、プール債権から発行される証券に対しては、タイムリー・ペイメント保証(流動性補完)をSBA自体が行っている⁴³。

こうした米国における取組みは、中小企業債権の証券化を展望した公的関与のあり方全般を議論する際に有益な示唆を与えられられる。

債権買取に際する支払保証等

ファクタリング会社等が行う中小企業の有する債権の買取に際して、債権が回収不能となった場合に支払保証を行うことにより証券化を支援するスキーム。類似のものとして、ファクタリング会社が被保険者となる取引信用保険に対して再保険を付すスキームが挙げられる。

⁴² 非保証部分については10%程度が証券化された。

⁴³ わが国のCLOの場合にはアレンジャー(銀行等)が行う場合が多い。

現行の公的信用補完制度の枠組みでは、前者のスキームについては、ファクタリング会社が対象金融機関に含まれないため、実現は不可能である。また、後者のスキームについても、保険は対象外となっている。

中小企業向けの資金供給主体として、ファクタリング会社の活動が広がりを見せる中において、今後、ファクタリング会社が買取った中小企業債権を裏付けとして ABCP 等を発行し、資金調達を行うニーズも拡大するものと予測される。中小企業債権の証券化を展望した場合、こうしたファクタリング会社の取組みを如何にサポートするかという点も重要となると考えられる。

証券化商品に対する保証・保険

中小企業債権を裏付資産として発行された証券化商品に対して保証・保険⁴⁴を付すことにより、証券化を支援するスキーム。

現行の公的信用保証制度の枠組みでは、中小企業が発行する私募債に対して信用保証協会が保証を行うことは認められているものの、証券化商品に対して保証を行うスキームは存在しない⁴⁵。

一方、米国においては、証券化商品の先駆的存在であるモーゲージ・パススルー証券について、公的機関(GNMA、FHLMC、FNMA)が元利金の支払を直接保証する仕組みが存在し、発行残高も米国債並みに達している⁴⁶。

証券化商品の一部引受

中小企業債権を裏付資産として発行された証券化商品の一部を引受けることにより証券化を支援するスキーム。「直接方式」による公的補完の 1 形態である。

わが国の場合、民間ベースの信用補完策としてセラーが劣後債を保有するケースが多く、公的補完策として、公的機関が証券化商品を引受けるスキームは存在しない。

公的機関の場合、業務範囲が設立法等により定められているため、証券取得や出資、特定社債の引受の可否等については、その制限を受ける⁴⁷。

⁴⁴ これは再保証・再保険という形態でも基本的に同様であると考えられる。

⁴⁵ ただし、これらの私募債をまとめて証券化することで、いわゆる CBO は実現可能である。

⁴⁶ 一般に、証券化プログラムにおける外部信用補完は、原債権のキャッシュ・フローを信用補完する方法(間接方式)と証券化商品のキャッシュ・フローを信用補完する方法(直接方式)とに分類されるが、米国では直接形式が、わが国では間接方式が一般的である、との指摘がある(寺山大右「資産担保証券の信用補完に関する法律問題」、『金融研究』第 20 巻 2 号、日本銀行金融研究所、2001 年、p.171-202)。

⁴⁷ この点については、勉強会において、商工組合中央金庫(メンバー)から、「特定 CP の取得は可能、優先出資証券は不可、特定社債や特定目的信託受益証券、特定電子 CP についてはグレーゾーン」

(3) 経済機能面からみた論点

上述した公的補完スキームは、それぞれ証券化を促進する性格を持つと考えられる。しかし、政策的にプライオリティを付ける場合には、それぞれのスキームが持つメリット・デメリットを比較考量する必要がある。

スキームの評価を行うに当たっては、多様な観点から議論することが必要である。以下では制度設計における「考え方」の基盤となる経済機能面に焦点を絞り、その中でも、特に論点として 資金供給の安定性、インセンティブ効率性⁴⁸、の 2 点から 4 つのスキームの比較を行う。

資金供給の安定性

中小企業が保有する債権を証券化することによって資金を調達する最大のメリットは、中小企業の資金需要が金融市場における投資家と直接結び付くことにより、リスクを金融市場全体でシェアすることが可能となり、中小企業の資金調達が金融機関の財務状況や景気などの外部環境変化の影響を受けにくくなることにある。証券化を展望した公的補完の制度設計を議論する場合、こうした証券化のメリットを活かしきれているか、という点は重要な論点となる。

インセンティブ効率性

一般に、中小企業金融の場合、中小企業、金融機関、公的補完を実施する機関の間に存在する情報の非対称性が相対的に大きいと考えられる。すなわち、() 中小企業・金融機関は、公的補完を実施する機関と比べて信用リスクに結び付く情報を私的に有しており、かつ () 公的補完を実施する機関にとっては、中小企業・金融機関の行動を随時観察することは困難である。

こうした情報の非対称性の存在を考慮せず、公的補完制度を設計した場合には、中小企業・金融機関が情報の非対称性を織り込んで行動するため、逆選択やモラル・ハザード⁴⁹等の問題が生じ、金融市場全体で見れば必ずしも効率的ではない状況が生じる可能

である旨報告が行われた。

このほかには、日本政策投資銀行については業務として「社債の取得」が挙げられている（日本政策投資銀行法 20 条）。また、中小企業金融公庫については業務の範囲に「中小企業者が新たに発行する社債の応募その他の方法による取得」が業務の範囲に含まれている（中小企業金融公庫法 19 条）。

⁴⁸ Milgrom, P. and J. Roberts, Economics, Organization and Management, Prentice Hall, 1992, Chap.5 の用法による。個々人が私的情報を正しく伝達したり、他の主体に望ましくない観察不可能な行動をとらないようなインセンティブを与えるために、個々人に対して適切な制約が与えられている状況のこと。

⁴⁹ 逆選択とは交渉の一方の当事者が、相手の純利益を左右するような事柄に関する私的情報を持ち、かつそのような契約に合意するものが、契約内容が相手にとって非常に不利になるような私的情報を

性が高い⁵⁰。

逆選択やモラル・ハザードは、情報の非対称性の存在に起因するものであるため、発生していることを立証することは極めて困難である。従って、制度設計の段階で、中小企業や金融機関が私的情報を金融市場に正しく伝達し、金融市場全体にとって望ましくない観察不可能な行動をとらないインセンティブを与える制度となるよう十分工夫し、問題が発生する可能性を予め低く抑える（インセンティブ効率的）ことが望ましい。

また、財政規律という観点からも、インセンティブ効率的なメカニズムを導入することは、制度を中・長期的に安定的に維持・運営するために不可欠であると考えられる。

(4) 若干の評価と課題

(3) で挙げた論点を踏まえ、(2) の各スキームについて簡単に評価すると次のようになる。

まず、の方法(信用保証制度の活用による CLO 支援)については、既存の制度を活用すればよい、という点において現実的ではあるが、資金供給の安定性という観点からは金融機関行動に左右される部分が残し、証券化のメリットを活かしきれない可能性が高い。また、インセンティブ効率性の確保についても、脚注 50 に指摘されるような問題があり、保証料率や保証割合の設定について検討が必要であろう。

また、の方法(ファクタリング会社等による債権買取に対する保証)についても、現行の信用保証制度を単にファクタリング会社に適用するだけでは、と同様・類似の問題が生じる可能性がある。

(証券化商品の保証・保険) (証券化商品の一部引受)の方法は、証券化商品のキャッシュ・フローを保証する直接方式の形態であり、金融機関行動の制約を相対的に受けにくく、証券化のメリットを活かし易い方法であると考えられる。

持つもののみである場合に生じる契約前の機会主義的行動のこと。モラル・ハザードとは、契約上求められていないしは望ましい行動について他人が観察困難な場合に生じる契約後の機会主義的行動のこと(前掲 Milgrom. and Roberts[1992]参照)。

⁵⁰ 例えば、わが国の現行の信用保証制度(一般保証融資)は、一律一定の保証料率が採用されているため、信用リスクの高い中小企業者が信用保証協会の利用希望者として集中しているという指摘が聞かれる(逆選択)。

また、金融機関の信用保証付き融資の判断が、信用保証協会の目標に沿って実施されているのか、信用保証協会の目標から逸脱して金融機関の自己利益を追求する行為なのか判断できないという議論が存在する(忽那憲治「中小企業金融と信用保証制度 改革の方向性」、信用保証協会トップセミナー資料、2001年2月)。

すなわち、金融機関は中小企業に関する私的情報を持つため、リスクが高いと判断すれば、プロパー融資ではなく保証付き融資とする(逆選択)。また、保証付き融資とすれば、協会によって100%代位弁済されるため、金融機関は融資先をモニターするインセンティブを失う可能性がある(モラル・ハザード)。

ただし、この場合もインセンティブ効率性の確保については工夫を要する。すなわち、証券化商品の保証・保険や一部引受であっても、1次ロスを公的主体が担う場合、セラーはより質の低い債権を証券化しようとし、これを銀行等のアレンジャーが十分に審査しない、という機会主義的行動を防ぐことはできない。

一つのアイデアとしては、例えば一部引受においてメザニン債を公的主体が引受、劣後債はセラーが保有するという方法が考えられる。こうした方法により、機会主義的行動を一定程度抑制できる可能性がある。

【BOX4】米国における中小企業庁による信用保証及び証券化支援制度

米国においては、中小企業庁(SBA)により、中小企業向け貸付債権に対する信用保証に加え、保証付き貸付債権の保証部分の証券化を支援するセカンダリー・マーケット・プログラムが実施されている。本BOXでは、そのスキームについて簡単に整理する。

Step1 : SBA 保証ローンの実行 (SBA 7 (a) Loan Program)

企業は金融機関(商業銀行、ファイナンス会社)に対しSBA保証ローンを申し込む。

金融機関は貸出審査結果とともにSBAに保証を申請。同庁による保証審査・承認を経て貸出実行。

企業は(金融機関経由で)、SBAに対し保証料を支払う。

金融機関は、SBAの財務代理人(Fiscal and Transfer Agent)であるコルソン・サービス社に対してローンに関するデータを定期的に報告。

保証割合上限を原則75%(部分保証)とすることにより、金融機関のモラル・ハザードを抑制。

保証料率は保証金額に応じて設定。

保証料のほか、連邦政府支出(補助金)を財源とする。補助金については、マクロ経済モデルなどを用いてデフォルト率を予測し、プログラム規模の一定額について予算請求。2003年度予算請求によれば、デフォルト率は足許予測を下回って推移している模様。

Step2 : SBA 保証ローンの保証部分の証券化 (SBA 7 (a) Secondary Market Program)

金融機関は、SBA保証ローンの保証部分をブローカーに対して譲渡。譲渡に当たっては、標準契約書であるForm1086を作成。

ブローカーはコルソン・サービス社に対してForm1086及び原債権の貸借契約証書を提出。同社は2日以内に審査を実施。

同社承認後、ブローカーは、購入したローンを個別ローン単位ないしプール方式により、投資家に対して譲渡。

SBAは、プール方式により証券化された証券に対しては流動性補完を実施(タイムリー・ペイメントを保証)。また、部分保証の範囲内で信用補完(デフォルト債権の買戻し)を実施。

6. 結びにかえて

「中小企業売掛債権の証券化に関する勉強会」では、中小企業金融の現状、証券化ビジネスが抱える課題、公的部門の関与のあり方等、重要な論点について、興味深い議論が行われた。中小企業向けに証券化市場を整備するというアプローチは、従来の概念からみれば、逆転の発想ともいえる。既存のインフラや商慣行を前提にすると、解決すべき課題が多いとの厳しい指摘も多かった。ただ一方で、資金調達者、銀行、ノンバンク金融機関、データバンク、公的当局等の異なる主体が、それぞれの立場から創意工夫を凝らすことにより、新たなビジネスチャンスや収益機会が生まれ、わが国金融市場がそのダイナミズムを取り戻すことも期待される。また、わが国金融機関が創造的知識集約型産業に変革を促していくことにも繋がると考えられる。

中小企業はその規模の小ささやリスク計測の難しさから、直接金融チャンネルを活用できないという従来の制約は、証券化という技術を駆使することにより、乗り越えることが可能であることが確認できた。資金調達チャンネルの多様化が進むことにより、外部環境変化に脆弱であった中小企業の経営力が強化されることは、わが国経済が復活するために不可欠といえる。また、金融仲介ビジネスが多様化することは、不良債権問題を解決するための最良の処方箋である銀行の収益性向上にも繋がる可能性がある。

本稿では、勉強会での議論の成果を今後の制度設計や実際のビジネスに繋げていくため、その後市場で結実しつつある売掛債権流動化の取組みに関する最新情報を盛り込んだほか、事務局スタッフが行った追加的な分析成果を紹介した。近年着実に整備が進んでいる CRD データを利用し、プール効果を最大限活用することにより、中小企業が抱える規模及びリスク計測に関する問題は、解決できる可能性があることが示された（4 節）。今後関係者によって一段と研究が深められ、ABCP 組成コストの一段の削減に繋がることが期待される。また、転換点にあるわが国公的金融のあり方を考える上でも、証券化という節を経て公的支援を行う手法を工夫することができれば、市場機能を補完する効率的な公的金融のあり方がみえてくると考えられる（5 節）。

日本銀行では、2001 年末・2002 年初の金融政策決定会合において、ABCP を金融調節及び担保適格資産の対象に含めることを決定した。金融政策ツールとして ABCP を活用しようという中央銀行の取組みが、ABCP 市場の一段の活性化に向けた関係者の努力をサポートするものとなることを期待したい。

以 上

付属資料 1 . 中小企業売掛債権の証券化に関する勉強会の経過

(所属は勉強会当時のもの)

	日 時	議 題
第 1 回	2001年 12月 25日 16:00~17:30	<ul style="list-style-type: none"> ・勉強会の趣旨説明 事務局 ・売掛債権担保融資保証制度の解説 中小企業庁・井辺氏 ・今後検討すべき論点についての意見交換
第 2 回	2002年 1月 24日 15:00~17:00	<ul style="list-style-type: none"> ・今後の勉強会の進行について 事務局 ・報告・討議 <ul style="list-style-type: none"> 「中小企業情報データベースの概要・特色の解説」 中小企業庁・三又氏、CRD 運営協議会・石丸氏 「中小企業売掛債権・手形債権流動化に関するシステム対応の実際について」 三井住友銀行・小林氏 「米国 ABCP 市場の現状について」 ゴールドマン・サックス証券・斎藤氏
第 3 回	2002年 2月 12日 15:00~17:00	<ul style="list-style-type: none"> ・勉強会のゴールセッティングについて 事務局 ・報告・討議 <ul style="list-style-type: none"> 「わが国における売掛債権流動化案件の事例」 ドイツ証券・馬込氏 「フランスにおける ABCP プログラム等の事例」等 BNP パリバ証券・西林氏 ・論点の確認 事務局 <ul style="list-style-type: none"> モデル・ケース 法的課題と対応策について
第 4 回	2002年 2月 26日 15:00~17:00	<ul style="list-style-type: none"> ・企業サイドからみた売掛債権 ABCP の実際の運用と問題点 事務局 ・報告・討議 <ul style="list-style-type: none"> 「売掛金(期日現金)流動化について」 「官公庁向け売掛債権の譲渡禁止特約の撤廃に向けた動きについて」 「中小企業の債権流動化とファクタリング」 「ABCP の視点(ABCP 型第 3 回東京都 CLO の紹介を中心に)」及び「スコアリング・モデル利用に関する簡単な考察」 「米国における中小企業向け貸付債権の流動化」 「部分サポート型の ABCP についての事例紹介」 ゲスト: 伊藤忠商事・伊藤氏、伊丹氏、SMBC ファイナンス・福田氏、R&I、金融工学研究所・三好氏、北原氏 ・勉強会の成果の取扱いについて 事務局

付属資料 2 . 中小企業売掛債権の証券化に関する勉強会メンバー名簿

(50 音順・所属役職は勉強会当時のもの)

池田 眞朗	慶応義塾大学法学部教授
石丸 好太	CRD 運営協議会 調査役
井辺 国夫	中小企業庁 事業環境部金融課企画官
大河内 秀一	UFJ 銀行 コンプライアンスアドバイザー
加藤 隆一	商工組合中央金庫 組織金融部次長
楠田 喜彦	ドイツ証券 アセットファイナンスアドバイザー
小林 博司	三井住友銀行 投資銀行営業部副部長
斎藤 俊哉	ゴールドマン・サックス証券 クレジットバティフポートフォリオアドバイザー
田吉 禎彦	日本興業銀行 ストレンジクファ 営業部調査役
西林 忠宣	BNP パリバ証券 証券化商品部長代理
三又 裕生	中小企業庁 事業環境部金融課課長補佐
山本 晃正	東京三菱証券 金融開発部部长
清水 季子	日本銀行 金融市場局調査役 (事務局)

以上 13 名

事務局スタッフ 西崎健司、稲村保成 (日本銀行金融市場局)

付属資料 3 . 中小企業売掛債権の証券化に関する勉強会での議論の概要

第 1 回勉強会での議論

検討すべき論点についての意見交換

売掛債権譲渡に係る法的問題への対応

- ・ 中小企業庁の債権流動化研究会報告書⁵¹で整理された売掛債権の証券化を巡る法律上の問題点について、具体的に何が証券化を阻害しているか、実務の実態を示す材料を共有することが有益である。

信用力評価手法を確立するためのデータ整備

- ・ 中小企業庁が 2001 年 12 月に創設した売掛債権担保融資保証制度を議論の出発点とすることは一案と考えられる。ただし、これを証券化に応用するためには一段の工夫の余地がある。例えば、同制度では、売掛債権の債務者、債権者双方に存在する信用リスクを所与として信用保証を行うが、証券化スキームでは、債権をプールし、債権者（中小企業）の信用リスクを隔離した上で、債務者の信用リスクを分散化することでリスクをコントロールしなければならない。また、売掛先（債務者）を如何にモニターするかという点も問題となる。中小企業の売掛債権は、ロットが小さく、マチュリティが短く、内容が頻繁に入れ替わる性格を持つため、証券化に当たっては、モニタリング・コストが極めて大きくなる可能性がある。
- ・ 債務者の評価、債権プールのリスク・コントロールを行うためには、長期的には信用情報のインフラを整備することが不可欠である。ただし、中小企業の信用情報に関するデータベースについては、実用的なものとなるまでにもう 2～3 年程度かかるのではないか。
- ・ データに基づくリスク評価が可能となるまでの短期的対応としては、公的保証機能などを活用した証券化スキームを検討することも考えられる。

手続きの標準化

- ・ 大企業が保有する売掛債権の証券化のアレンジメントを行う際には、債権の標準化を図るため、一種のマスター・アグリーメントに沿った債権のみを譲渡対象とする。こうした視点からの法制の整備については検討の余地がある。例えば、現在の「下請け

⁵¹ 「債権の流動化等による中小企業の資金調達の円滑化について」2001年3月、経済産業省中小企業庁事業環境部

代金に係る一括決済方式」について対象債権をより一般的な売掛債権に適用することはできないか。

- ・ 中小企業庁が作成した売掛債権担保融資保証制度のマニュアルは、証券化手続きを標準化する上で参考になる。
- ・ 中小企業における売掛債権管理の実態(手形が存在しない、単価調整などにより債権・債務が時々刻々と変化)を踏まえた検討が必要となる。証券化は「客を選ぶビジネス」であり、中小企業の債権管理の実態を踏まえるとなかなか障害も多いという印象が強い。

仲介者となる銀行やファクタリング会社等へのインセンティブ付け

- ・ 中小企業の売掛債権は、小口でリスク分散が困難かつサービサーの事務負担が重い。こうした事実を踏まえると、事務手数料などの面で銀行(アレンジャー)にインセンティブを与えることを検討する必要がある。例えば、東京都の第3回CLOにおいてABCPスキームを採用することとした理由には、現行のBIS規制上有利となることがあった。
- ・ わが国でABCP市場が拡大するための条件は、日本銀行がフランスのケースにおけるフランス中銀と同様の役割を果たす、すなわちABCPが日本銀行の適格担保対象となることである。
- ・ わが国におけるファクタリング会社の育成は急務であり、『特債法』のような形でファクタリング会社経由の証券化を後押しすることも考えられる。
- ・ 問屋金融やメーカー金融、商社金融等、中小企業に資金提供を行っている主体のファイナンス手法に適用可能性を高めるためには、売掛債権のセラーを中小企業に限定しない証券化も検討対象に含めるべきではないか。

公的関与(劣後部分の引受)

- ・ 公的機関の関与については、劣後部分の扱いに議論の対象を絞ってよいのではないか。
- ・ 公的機関が相当大きな劣後部分を引受ける必要があるのではないか。
- ・ 公的機関の役割は、まずは中小企業の信用情報を蓄積すること。中小企業の信用情報が十分に蓄積されれば、優先劣後関係の設定が容易となる。劣後部分について銀行を含む市場参加者が引受けることは可能であり、敢えて公的機関による信用補完が必要であるとは考えていない。公的機関が如何に中小企業金融に関するデータを効率的に蓄積していくか、という観点から議論する方が効果的ではないか。
- ・ 長期的にみれば公的金融がマーケットに関与しない姿が望ましいが、現在の厳しい経済情勢等を踏まえると、望ましい公的金融支援のあり方について議論することは意義がある。劣後部分を公的機関が引受けるアイデアは興味深い。ただし、短期対応と中

長期的課題は区別する必要がある。例えば、劣後部分の公的な引受を中小企業金融公庫が行う場合、法改正が必要となり、短期的には実現不可能である。短期的な観点からは、法改正を行わずに劣後部分の引受が可能な政府系金融機関を使ったスキームを検討する価値はあるかもしれない。

その他の論点

- ・フランスでは、CPはCD、MTNとともに譲渡可能債務性証券と呼ばれ、株・社債とは別の性格を持つ証券と考えられており、決済システムの電子化も別々に進められた。結果的にみて、フランスにおけるCP市場の成長は、93年のペーパーレス化等の証券決済システムの整備と密接な関係を持っており、両者の関係をより深く検討してみることも有益かもしれない。欧米では、証券市場における取引電子化の進展も市場の拡大に貢献した。情報技術革新や証券決済システムの発展とCP市場の成長の関係について検討することも有用である。
- ・フランスのケースでみたような投資家の厚みが、わが国CP市場に期待できるかという点についても議論しておく必要があるように思われる。

第2回勉強会での議論

今後の勉強会の進行について

- ・市場参加者による ABCP プログラム組成をサポートする「共通のインフラ整備」を目指すべき。
- ・CLO 型も検討対象に含める方がよい。例えば保証協会の代位弁済がない中小企業向け貸付債権の CLO 化の促進も検討してはどうか。
- ・CLO のように間接的に中小企業債権の流動化を目指す方法が現実的という意見も理解はできるが、ABCP 型の直接的な証券化を考えることは、将来、標準的な手続きを構築する足がかりとして意味がある。
- ・初めから 3 年後、4 年後の長期的な課題のみに議論を限定せず、短期的にも実行可能な ABCP プログラムを検討し、何かアクションを起こすことも視野に入れる。
- ・ABCP 型の証券化に関する現状を整理した上で長期的な課題を提示し、将来に向けての ABCP 市場の環境整備に焦点を絞る方が現実的と考えられる。
- ・ABCP 型・CLO 型両方を視野に入れ、問題点の洗い出しは満遍なく行う方がよい。
- ・誰でも参加できるような標準的な ABCP 組成のモデル・ケースを提示することを目指すことが望ましい。
- ・証券化を仲介する主体のインセンティブ付けを考えることが有効ではないか。

報告 1：「中小企業情報データベース（CRD）の概要・特色の解説」

CRD データの概要・活用可能性（本文第 4 節参照）

企業 ID の管理

- ・企業 ID は、所在地の郵便番号、設立年月日、会社のカタカナ名の頭文字により 17 桁のコードで管理している。

当面のデータ活用方法

- ・会員となっている一部の保証協会では、保証審査の 1 次スクリーニングとしてデータを活用している。また、相手先の信用リスクに応じた保証料率の見直し（現在一律年率 1%）も展望している。
- ・売掛債権担保融資保証制度をさらに円滑に機能させる方策として、例えば、与信審査や担保掛目の設定等に CRD データを活用することは、比較的短期にできるかもしれない。

データ提供者以外の利用ニーズへの対応可能性

- ・今後は、金融機関に限らず、幅広い市場参加者に有償の形でサービスを提供することも検討していく方針である。提供するサービスについても、バージョンアップしたスコアリング・モデルを開発する等の拡充を行う予定である。
- ・CRD データに信憑性があり、投資判断に耐え得るものならば、取引先データを提供しない代わりに高額なチャージが課されたとしても、データを購入するニーズはある。例えば、民間の CRD 参加機関の 1 次データを抜いた保証協会分だけのデータサンプルを、非データ提供先に有償で提供するというスキームを考えてはどうか。
- ・証券化を行う上では格付機関とのマッピングが不可欠である。格付機関はマッピングを行うために、CRD に対し評価ロジックの開示を要求するのではないか。
- ・現時点では、データ提供金融機関だけに、CRD のロジックへのアクセスを許可している。ロジックを公開しないという原則を貫徹すれば、格付機関へもサービスが提供できる可能性はある。

民間サービスとの役割分担

- ・現状、中小企業の信用情報データベース構築に関する民間サイドの動きは必ずしも活発でない。ただし、基本は民間サービスと対話可能な仕組みを構築することを目指している。中小企業が財務・キャッシュ・フローの透明性確保や統計整備を自律的に行うような風土を形成することも、CRD プロジェクトを進める重要な目的の一つと考えている。
- ・公的部門が提供するサービスを、民間サイドが利用していく形が作ればよいのではないか。民間だけでは困難な中小企業情報の整備・取得を CRD が行うことは意味があ

る。CRD が、民間による中小企業債権の証券化スキームを活性化させる材料になることが望ましい。

報告 2：「中小企業売掛債権・手形債権流動化に関するシステム対応の実際について」

証券化事務のシステム化

- ・債権の流動化・証券化には、業者・顧客双方に多大な取引コストが生じ、原債権が複数・小口であるほど同コストは増大する。証券化の促進には取引コストの抑制が不可欠であり、そのためには相応のシステム対応が必要。
- ・中小企業がセラーとして証券化を行う場合、債権譲渡に必要な電子登記ファイルの作成さえ相当の手間になる（大企業も例外でない）。アレンジャーにとっても、原債権の特定・名寄せ・管理に必要な企業 ID データの標準化に膨大な時間とコストが発生する。
- ・三井住友銀行では、取引のプラットフォームを作成し、顧客がそれに乗るような形で事務の標準化を図っている（p.15 参照）
- ・最低限の市場インフラとして、各社の企業 ID データの統一化は必要と考えられる。CRD が企業 ID の業界標準を形成することも一案。
- ・仮にある中小企業が優良な資産を有していても、レピュテーション・リスクを恐れ、結局本来可能であるべき資金調達が行えないのが現状である。こうした歪んだ金融慣行を打破するためにも、市場インフラの一層の整備により証券化取引を促す努力を示し、市場の意識改革を進めることが必要である。

共通 ID コードの整備

- ・米国では、Duns & Bradstreet 社の ID コード（Duns number）がかなり広範に使用されていると聞いている。日本でこうしたデファクト・スタンダードが形成される動きは今のところない。
- ・帝国データバンクの ID もよく使われるが、中小企業のカバレッジは不十分である。
- ・企業 ID の標準化に CRD データを活用するには、守秘義務の問題をクリアする必要がある。企業自身が自己の ID コードを公表しても構わないといえ、市場共通の ID 化への活用可能性は広がるかもしれない。
- ・システム化の効用を高めるような共通 ID の整備には、市場インフラ整備プロジェクトとして国家が関与することも十分考えられる。

BIS 規制への CRD スコアの活用可能性

- ・BIS 基準のリスクウェイトを算出する際、CRD のスコアと内部格付の間で関連付けができるようになることが期待される。
- ・新 BIS 規制においては、中小企業金融をどのように扱っていくかについて各国から色々

な意見が出ていると聞いている。日本の現状を踏まえて、仮に具体的な提案があれば、そうした案を BIS に提示していくことも考えられる。

報告 3：「米国 ABCP 市場の現状について」

(米国の ABCP プログラムについて)

- ・ 2001 年 6 月末時点の残高は日本円換算で約 90 兆円。市場規模は過去 5 年で 6 倍と着実に拡大。うち、売掛債権を原債権とした ABCP プログラムが占める割合は 1 割弱。
- ・ ABCP 市場は、基本的に規模の経済を働かせるマーケット。ディーラーは上位 3 社だけで 54.4% のシェアを構成。スポンサー（投資家）は上位 3 社で約 30% のシェアを占めており、薄利多売のビジネスを行っている。
- ・ 売掛債権を原債権としたマルチセラー型の ABCP プログラムは多数存在するが、基本は大企業の売掛債権を裏付けにしたもの（セラー数は最大でも 30～40 程度、各プール規模は \$ 50 million～600 million）。
- ・ 大企業中心となる背景に、データ整備の問題、ダイリューション・リスクが存在。特に、のリスクは、quantitative での処理が困難なため、qualitative（誰がセラーか）な視点が重要視されがち。なお、ダイリューション・リスクにより、セラーの投資適格や格付毎のプールサイズが規定される。
- ・ 格付会社は、ダイリューション・リスクを重視。特に法的なダイリューション・リスクよりも、商慣行上の値引きや納入の延期等に起因する「事実上の」ダイリューション・リスクを重要視する傾向。
- ・ ABCP プログラムの信用補完に関するトレンドは、フル・サポート型からパーシャル型へ（以前は、銀行が信用リスクを含めて 100% サポート。最近では、信用リスクは投資家が引き取り、銀行は流動性リスクを引受）。

(日本への応用可能性について)

- ・ 日本の中小企業債権を裏付けとする ABCP に同様のスキームを適用する場合は、米国のようにセラーの数を絞り、債権一本一本のリスク分析を行うタイプを目指すよりも、セラーの数を大規模に増やして分散効果を効かせた日本型の ABCP を目指すことが望ましいのではないかと。
- ・ 日本の ABCP 市場における 4 大グループの信用補完の規模は 4 兆円程度、1 金融機関が扱うセラーの数は 100 先に上るケースもあることを考えれば、米国市場と比べても意外に遜色ない印象を受けた。
- ・ 米国市場で典型的な ABCP プログラムは既に日本で行われていると認識している。その意味で、この勉強会では、米国を越える ABCP プログラムの枠組みを議論しよう

としていると理解している。

- ・米国においてダイリューション・リスクの影響が大きい理由は、商慣行上の値引き等自体が原因なのか、それとも、将来債権の特定に関する扱いが不明確なことにあるのか、を明らかにする必要がある。
- ・日本の ABCP の法的枠組みを考える上で、責任財産限定特約の扱いにも留意する必要がある。

第 3 回勉強会での議論

勉強会のゴールセッティングについて

事務局案

- ・モデル・ケース(本文第 2 節 3 項参照)を基に、勉強会で指摘された実務的論点、今後の課題を整理した報告書を作成する。課題は、現時点で考えられる対応策を併せて示す。
- ・モデルに相当するプログラムの利用・立ち上げ実績、課題の実現状況に関するフォローアップを行う。
- ・以上の取組みと並行して関係方面への働きかけを行う。このための材料としてマーケット・レビュー 4 月号⁵²で本件を取り上げる。

既存の ABCP プログラムとの関係

- ・既に市場にあるプログラムはその拡大を目指す。また、勉強会で主に取り上げるスキーム(中小企業向けマルチセラータイプかつ優先劣後構造を備えたプログラム)は、従来はあまり組成されていないことから、こうしたスキームの具体化もサポートしていく。

アレンジャーや企業側のニーズ

- ・中小企業売掛債権の証券化に関する技術的な問題は、クリアしようと思えばクリアできる。本質的な問題は、アレンジャーやセラーに中小企業の売掛債権に関する証券化のニーズが強くないことにある。

⁵² 清水季子・稲村保成・西崎健司「ABCP 市場拡大に向けた取組み-中小企業金融の円滑化と証券化ビジネスの拡大-」日本銀行金融市場局マーケット・レビュー 2002-J-4, 2002 年 4 月。日本銀行ホームページ(<http://www.boj.or.jp/>)で入手可能

- ・ ニーズ論を議論するには、セラーとなる主体を区別する必要がある。金融機関が保有する中小企業向け貸付債権の証券化ニーズについては、オフバランス化は勿論のこと、リスクヘッジの観点からもニーズがあり、市場拡大は見込めるだろう。
- ・ 中小企業側に関しても、決してオフバランス化需要が皆無というわけではなく、中堅以上の企業に関しては、バランスシートを軽くしたいというニーズは比較的強い。また、仮にキャッシュ確保目的に限定しても、資金調達手段の多様化を図りたいというニーズも想定されよう。
- ・ ニーズはコストとの見合いで決まるものであり、現状大きな障害（コスト）となっている問題（例えば、中小企業データ等の整備）が解決されれば、事態も変化していくと思われる。

報告 1：「わが国における売掛債権流動化案件の事例」

（わが国における売掛債権流動化案件の実務的論点）

- ・ 大企業が保有する売掛債権のリボルビング ABS をアレンジした経験を踏まえると、売掛債権の証券化に伴う実務上の論点は以下のように整理できる。
 1. 売掛債権の債務履行に関する法的な確実性を手形なみに高めるための工夫
 - 大企業が取引先との間で「期日現金」（売掛金）決済に基づく定型的契約を締結。
 - 手形振出日に相当する時点で、セラーから債務者に対して決済期日・金額を通知し、債務者は同通知内容に従い、期日に銀行振込等により支払を行う。
 - 債務者からの相殺についてはこれを認めない（相殺禁止特約）。
 2. 債務履行に関する精度の高い過去データの蓄積
 3. 債権プールの法的な均質性
 4. 決済に係るシステムの完備
- ・ 格付機関の間で、当該スキームに対する評価に大きな相違はなかった。強いて違いを挙げれば、ダイリューション・リスクの評価方法。具体的には、期日管理を含む契約をもって、そもそも同リスクはないと判断するか、リスクの存在自体は指摘したものの、最終的には、さらにキャッシュリザーブを追加する必要性はないと判断するかという違いがあった。
- ・ ダイリューション・リスクを把握する上では過去データが不可欠である。流動化の対象となる債務者については、ダイリューション・リスクが顕現化したケースがないこと、また原債務に関してデフォルトが生じたこともないことを基準とすることが多い。こうした基準を満たすためには、大企業がセラーであり、かつかなり優良な取引先の

みに債務者を限定することが求められる。

- ・相殺リスクについては、原債務者と相殺禁止特約を結ぶことで回避されている。ダイリ्यूション・リスクについては、格付機関の評価にもみられるように、債務者と債権者の間の契約が期日現金決済に基づくことで対処されると考えている。
- ・ダイリ्यूション・リスクについては、原債務者にダイリ्यूションに関する過去データを作成させることで対応するケースもある。
- ・コミングリング・リスクについては工夫が必要。債務者たる大企業がサービサーを兼ね、各売掛債権の支払期日が到来する 5 営業日前に、予め SPC に前払を行うことで、サービサーが資金を抱えた形でデフォルトする可能性を排除するケースがある。ただ、中小企業がセラー兼サービサーとなるスキームでは、彼らが前払資金負担を負えるとは考えにくい。
- ・売掛債権を扱う際に最も厄介な実務的問題として、売掛債権のフロード・リスクがある。期日現金に係るマスター・アグリーメントでは、原債務者は商品等に関する品質・数量検査が完了した後に、支払金額と支払期日を記載した支払通知書を、債権者に対し交付することが義務づけられている。こうした支払通知書や納品書の交付義務は、原債務者に対し売掛債権の存在を認めさせるという役割を果たし、売掛債権を明確に特定する機能を果たす。
- ・期日現金決済の枠組みでは、支払通知書を交付すること自体は、予め定式化されているケースが多い。
- ・ABCP で売掛債権の証券化をアレンジする場合、支払通知書の交付・確認等については、初期には行うものの、その後必ずしも継続的に行わない場合もある。そうした債権のフロード・リスクについては、基本的にはセラーの顔・ネームで判断されるものだと思う。
- ・中小企業の場合、時の経過とともに、取引の形態や資金繰りが変更されることもある。こうしたリスクに対応するには、結局質のよいセラーを選ぶしかないのが現状である。
- ・債権プールの信用度の悪化に伴い、セラーには、元利払いの早期繰り上げや、追加リザーブ等の資金負担が要求される。こうした負担を中小企業がどのようにカバーできるかを考える必要もあるだろう。
- ・長期的にリファイナンスを続ける過程で、信用力の悪化等により ABCP の早期償還が発動されたとき、約定書上は可能であってもすぐに取引を打ち切るとは難しく、ローン等の形でセラーへのファイナンスを続けることが多い。信用不安のトリガーを引くことにもなりかねないため、なかなか踏み切れないのが実情である。
- ・売掛債権の証券化に当たっては、信用補完コストを削減するためにはリスクを把握する精度を高める必要がある一方、そのためには非常に手間がかかるというトレードオ

フがある。この結果、ABCPを通じた売掛債権の証券化は、概して商売としての利鞘は薄くなりがちであり、量で稼ぐことが求められる。

報告 2 : 「フランスにおける ABCP プログラム等の事例」等

(フランスにおける証券化の事例)

- ・ 基本的な ABCP プログラムの構成は日本のケースと変わらず、複数のセラーが短期売掛債権を譲渡する。ただし、ABCP を投資家に発行するマルチセラービークル (Thesee Ltd もしくは Eliopee Ltd) が直接売掛債権を取得するのではなく、間に介在する tailor made society (SPV もしくは FCC) が原債権を取得し、個々のビークルに売却するストラクチャーとなっている。
- ・ 必要に応じて外部信用補完を設定。銀行は、流動性補完は 100% 行うが信用補完は行わないケースも多い。
- ・ tailor made society には、大きく 2 つの選択肢が存在。一つは、ジャージー法 (Jersey Law) に服す SPV。もう一方は、フランス法 (the FCC 法) に服す FCC。
- ・ オリジネーターから SPV 等への債権譲渡は、基本的に without recourse (オリジネーターに対する償還請求権は生じない) で行われる。
- ・ フランスでの ABCP プログラムの原債務者の顔ぶれは、輸送・自動車製造業等のように比較的大規模の企業に限定されているように見える。基本的には、企業群の中でも優良先を選定し、さらにその上澄み部分をセラーとしているものではないだろうか。

(第 3 回東京都 CLO < B 方式 > のポイント)

- ・ 東京都第 3 回 CLO では、セラーが劣後部分を引受ける扱いとなっているが、これはどの程度の負担なのか。例えば、メザニン部分を構築したり、セラーが保有する劣後部分を再証券化したりすることなどにより、これを軽減する方法はないのか。
- ・ 新 BIS 規制では、セラーが保有する劣後部分に高いリスクウェイトが課される可能性もあるため、金融機関サイドにこれを売却するニーズはあるだろう。
- ・ 再証券化により劣後部分、すなわち信用リスクを全て投資家に移転してしまうと、銀行の存在意義が失われるように思われる。本来信用リスクの扱いについては、銀行が比較優位を持っており、そのプロとして仕事を行っている。自己資本の制約はあるが、劣後部分は銀行が保有するべきではないか。

論点の確認

モデル・ケース

モデル 1 : 勉強会で主たる検討対象として取り上げた中小企業がセラーとなるマルチセ

ラー型 ABCP (本文第 2 節 3 項参照)

モデル 2 : 大企業等、中小企業の取引先がサービサーになる一括支払決済型

モデル 3 : CLO 型

- ・一括支払決済型と CLO 型は、既に市場で組成されている。
- ・銀行ではなく、ファクタリング会社がソーシングを行うスキームに力点を置くことが現実的ではないか。
- ・中小企業の証券化をアレンジするインセンティブについてだが、東京スター銀行が、東京都 CLO に積極的に取組んだケースは、一つの参考になる。中小企業に対して地盤を築くことにビジネス上のメリットを有する地銀・第二地銀等には、中小企業向け証券化ビジネスにより積極的に関わるインセンティブがあると考えられるのではないか。
- ・証券化の課題として、法的な側面以上に、例えば、中小企業サイドが債権譲渡に伴うレピュテーション・リスクを恐れるといった点が障害になっている。こうした問題を回避するための方策もモデルに取り込んだ方がよい。
- ・CRD のコードを用いた共通企業 ID を構築するという構想については、現状のスキームは匿名性を前提としているため、活用に向けては解決すべき課題も残されている。

法的課題と対応策

- ・証券化に伴う様々な法的な不確実性についてクリアすることは必ずしも不可能ではないが、それなりにコストは伴うと思われる。
- ・証券化のドキュメンテーションを共通化する観点から JSLA 契約書を活用することについては、譲渡債権に附随する契約上の地位の移転が問題となる可能性がある。

第 4 回勉強会での議論

報告 1 : 「売掛金 (期日現金) 流動化について」

(流動化のスキームなど)

- ・個々の原債務者 (取引先) との間のキャッシュ・フローは、期日現金決済により処理。これにより、原債務者の入金遅延や減額の可能性を回避し、手形並みの履行性を確保 (punctual な売掛金の確保と呼ばれる)
- ・第三者対抗要件については、譲渡特例法に基づき、債務者 (取引先) にサイレントな状態で、第三者対抗要件を取得。なお、債務者に譲渡通知を行う (事後的な譲渡通知も含む) ことも検討したが、通知に伴う事務コストの大きさ、中小企業は、債権

流動化に馴染みが浅いため、譲渡通知の事実が、商売上の関係を阻害する可能性が存在、取引先の多くは、債権譲渡により相殺要件が成立しなくなる可能性を懸念、などの理由から見送られた。

(実務上の課題)

- ・子会社を束ねて連結ベースで証券化を行いたいと考えている。手形債権は比較的簡便なので、対応済みであるが、売掛債権については、複数のセラーがいる場合、プログラム全体に要する超過担保の負担をどのように配分するかという問題が存在する。会計や法制度上何らかの対応がなされないと、連結ベースの売掛債権証券化に対する需要は満たされないのではないか。
- ・二重譲渡リスクに対応するため、毎月法務局まで人を送って、100件~300件近い原債権をチェックさせるケースもある。これを例えば、ウェブ検索等で容易に確認することはできないか。
- ・債権譲渡登記については、オンラインで行うことは可能(昨年3月の特例法規則等の改正以降)。ただ、現実には、電子署名を添付する手間を考慮すると、誰かに法務局まで持っていかせた方が実務的に楽なのだろう。
- ・債権譲渡を受ける際に、将来債権譲渡の承諾という形式をとれば、その期間については売掛債権をチェックする必要なく、二重譲渡に対応することもできるのではないだろうか。二重譲渡リスクに対応するため、毎月法務局まで人を送って、100件~300件近い原債権をチェックさせるケースもある。これを例えば、ウェブ検索等で容易に確認することはできないか。なお、債権譲渡を受ける際に、将来債権譲渡の承諾という形式をとれば、その期間については売掛債権をチェックする必要なく、二重譲渡に対応することもできる可能性も指摘されている。
- ・流動化対象の売掛債権を絞り込む場合、営業上の理由から特定の取引先向けの売掛債権を譲渡対象に選ばないこともあろうが、基本的に、排除事由の殆どは、譲渡禁止特約によるものではないだろうか。
- ・登記手数料の引下げも検討して欲しい。

報告 2：「官公庁向け売掛債権の譲渡禁止特約の撤廃に向けた動きについて」

(官公庁向け売掛債権譲渡禁止特約の解除)

- ・2001年12月に創設された売掛債権担保融資保証制度の利用実績が伸び悩んでいる要因として、中小企業保有の大企業向け・官公庁向け売掛債権に附随する譲渡禁止特約の存在が挙げられる。中小企業庁の調査によれば、大企業向け・官公庁向けの中小企業売掛債権のうち、45%に譲渡禁止特約が設定されている。

- ・経済産業省では、この問題に対応するため、譲渡禁止特約に但書きを付すことを検討中。具体的には、「信用保証協会及び中小企業信用保険法施行令（昭和 25 年政令第 350 号）第 1 条の 2 で規定する金融機関に対して売掛債権を譲渡する場合」には、債権譲渡禁止特約の解除を承認する但書きを付す。他省庁や地方自治体にも協力を求めていく方針である。

報告 3：「中小企業の債権流動化とファクタリング」

中小企業の債権流動化とファクタリング（p10 参照）

銀行との棲み分け

- ・小規模の証券化案件はファクタリング会社が、大規模の証券化案件は銀行等をアレンジャーとした SPC が行うという棲み分けが存在する。調達コスト面でも、銀行の場合、Tibor ベース、ファクタリング会社は短プラベースになる。また、（ファクタリング会社の場合と異なり）銀行が SPC を通じて証券化を手がけるときは、優良でロットの大きい売掛債権に限定される。

外部信用補完の必要性

- ・譲渡特例法により証券化の入口が、またサービサー法改正によりファクタリングされた債権も回収対象となったことで、証券化の出口も整備された。残る課題は、信用補完をどう処理するか。中小企業の売掛債権証券化を進める上では、ファクタリング会社を介在させたスキームが最も現実的と考える。つまり、SPC に直接中小企業売掛債権を買取らせるよりも、ファクタリング会社を通じて、個別の売掛債権に関する与信判断を実現する方が現実的であろう。原債権群の規模が大きくなる場合は、ファクタリング会社を買取った債権を一括して、SPC に譲渡し、同 SPC が ABCP 等を発行するスキームが展望される。
- ・ただし、ファクタリング会社を用いたスキームがより機能するには、買取った債権に対して、公的主体（例えば、信用保証協会）による補完が設定されることが望ましい。なぜなら、仮にプーリングにより信用リスクの削減を図ろうとしても、中小企業の場合は、1 社当たり精々 5 件程度の売掛債権の持ち込みしかなく、また審査による絞り込みをかけると、3 件程度になってしまうこと、またファクタリング会社は、継続的な取引先もいることはいるが、基本的には、3 月末や 12 月末に持ち込みが増えるなど繁閑の差が大きいこと、から、大数の法則だけに頼ることは難しいため。従って、ファクタリング会社を通じた中小企業売掛債権の証券化に当たっては、何らかの外部信用補完スキームの整備が望まれるところである。

報告 4：「ABCP の視点」及び「スコアリング・モデル利用に関する簡単な考察」

中小企業関連の証券化が困難な理由

- a)原債務者の信用リスクが相対的に高い。
- b)原債務者の数が多く、不確実性への対処が困難（債務者対抗要件、相殺リスク、ダイリューション・リスク等）。
- c)セラー破綻時の処理が困難（コミングリング・リスクへの対応等）。

・全てのリスクを仕組みで完全にコントロールすることは困難。仮にコントロールしようとする、コストが見合わなくなる。将来の方向性は、米国のように投資家がリスクを理解することで、リスクを（見合ったリターンの代償として）投資家に移転することが必要。この場合、アレンジャーによるリスクの切り分け方の巧拙がポイントとなる。

格付におけるスコアリング・モデルの利用

・CRD の中小企業信用データを基にして、スコアリング・モデルを開発している。通常のスコアリング・モデルはスコア（点数）が算定されるが、今回開発したモデルはデフォルト率自体を算出する。デフォルト率を算出するに当たっては、規模ではなく、信用の質（優良か非優良か）に応じた分別を行う。

報告 5：「米国における中小企業向け貸付債権の流動化」

米国における中小企業向け貸付債権の流動化の動向と SBA による証券化支援策（BOX4 参照）

公的関与の切り口（p.30 参照）

報告 6：「部分サポート型の ABCP についての事例紹介」

（部分サポート型 ABCP の事例）

- ・毎回裏付資産を取得する毎に格付機関の評価を受ける。
- ・プログラムの裏付資産はリース債権と専門商社の売掛債権。
- ・対象資産を特定した信用補完措置、プログラムレベルの信用補完措置、ならびに流動性補完という 3 タイプのリスク補完措置が設定されている。こうした各種リスク補完措置についても格付機関の評価を受ける。
- ・対象資産を特定した信用補完措置と流動性補完措置は、対象とする資産の内容によって、その内容も異なるが、いずれにせよ、流動性補完については、裏付資産がデフォルトした場合には、その発動が拒絶される。

- ・本プログラムは、欧米流の本格的な ABCP プログラムの開始と、98 年の金融危機時の格下げによるプログラムの調達コストの影響を回避するといった目的のために、外銀と共同で立ち上げたもの。本プログラムの ABCP は、日本の投資家にも販売を行っている。

以 上