



PRE-SALE REPORT

地域金融機関 CLO シンセティック型 (合同会社クローバー)

第1回 A 号無担保社債(責任財産限定特約付及び適格機関投資家限定)並びに第1回 B 号及び C 号無担保社債(責任財産限定特約付及び分割禁止特約付)
複数の金融機関が募集した中小企業向け貸付債権を参照するシンセティック CLO 取引

目次:

予備格付	1
取引の概要	2
信用補完及び流動性補完	2
ムーディーズの見解	3
V スコア	4
案件の強みと分析上の留意点	5
ストラクチャー	6
オリジネーター/サービサー/CDS カウンターパーティ	9
貸付債権	10
ムーディーズの分析	20
モニタリング	23
関連リサーチ	23

予備格付

案件名: 地域金融機関CLOシンセティック型(合同会社クローバー)

クラス	発行 予定金額	元本 償還方法	利率	劣後 比率	格付
A 号無担保社債	19 億円	パススルー償還	変動	約 39.5%	(P)Aaa (sf)
B 号無担保社債	約 5.8 億円	パススルー償還	変動	約 21.1%	(P)Baa2 (sf)
C 号無担保社債	約 1.8 億円	期日一括償還	変動	約 15.5%	(P)Caa2 (sf)
計	約 26.5 億円				

V スコア

V スコア(本案件): 中位

コンタクト

北澤 大輔
AVP-アナリスト
(03)5408-4126
daisuke.kitazawa@moodys.com

齋藤 奈都子
アソシエイト・アナリスト
(03)5408-4283
natsuko.saito@moodys.com

関 雄介
SVP- チームリーダー
(03)5408-4152
yusuke.seki@moodys.com

2011年(平成23年)2月9日、ムーディーズは、合同会社クローバーが2011年3月11日に発行予定の第1回A号ないしC号無担保社債の予備格付付与を公表した。本邦法令上の格付付与日は2月8日である。

ムーディーズによる格付は、最終償還期日までに投資家が被りうる期待損失に関して付与されたものである。本ストラクチャーは、期日通りの利払い並びに最終償還期日までの元本の全額返済がなされるように組成されている。なお、C号無担保社債に対する格付は、社債の当初元本総額に等しい金額の元本の償還がなされる可能性について付与されたものであり、利払いについては考慮していない。

このプリセール・レポートは、ムーディーズが2011年2月8日までに入手している情報に基づくものである。ムーディーズが発表する予備格付は、格付対象の信用力についての予備的な見解に基づくものであり、最終的な検討を行なった後、正式な格付が決定される予定である。正式な格付は予備格付と異なる可能性がある。ムーディーズは格付の意見およびリサーチをし、出版する会社である。証券の募集・販売、あるいは募集を行う会社の代理業務を行うことはない。また、このレポートは証券の購入、保有、または売却を勧誘・奨励するものではない。

ムーディーズ・ジャパン株式会社

取引の概要

参照債務:	中小企業向け貸付債権
格付手法:	日本の中小企業 CDO に対するムーディーズの格付手法(2010年9月30日)
発行会社:	合同会社クローバー
発行予定日:	2011年3月11日
予定償還期日:	2014年3月28日
最終償還期日:	2014年5月28日

関係者の概要

参加金融機関(オリジネーター/個別 CDS バイヤー/サービサー):	西京信用金庫、富山信用金庫、北伊勢上野信用金庫、大阪信用金庫、淡路信用金庫 (5信用金庫、金融機関コード順。)
個別 CDS セラー/第2CDS バイヤー:	株式会社日本政策金融公庫(「日本公庫」、Aa2)
第2CDS セラー:	合同会社クローバー
独立認定人:	有限会社東京共同会計事務所
発行代わり金預入銀行:	株式会社みずほコーポレート銀行(「みずほコーポレート銀行」、Aa3/P-1)
社債管理者:	みずほコーポレート銀行
計算代理人:	みずほ信託銀行株式会社
アレンジャー:	三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社

参照プール概要(2011年1月末時点、全参加金融機関合計)

当初参照債務総額:	3,141,574,000 円
債権数:	140 件
債務者数:	140 社
一債務者あたりの参照債務金額:	約 22.4 百万円
加重平均残存期間:	約 1.5 年

信用補完及び流動性補完

信用補完:	優先劣後構造により提供される信用補完 劣後比率 ¹⁾ は、裏付けとなる参照債務総額に対して、 A号無担保社債(「A号社債」):約 39.5% B号無担保社債(「B号社債」):約 21.1% C号無担保社債(「C号社債」):約 15.5%
流動性補完:	3ヶ月分のプレミアム前払い及び当初2回分のC号利息の留保により、A号及びB号社債利息がカバーされる
利息支払:	3ヶ月毎/変動
元本償還:	3ヶ月毎/パススルー方式(初回を2011年6月20日とし、毎年3月、6月、9月及び12月に順次償還)
為替・金利リスク及びヘッジ手段:	CDSプレミアム及び定期預金利息が、社債の利払いに充当される。定期預金利息と社債利息は、ともに円建て・3ヶ月 Tibor 連動金利となっているため、特段の為替・金利リスクは発生しない。

¹ 劣後比率 = A/B

A: 当該社債より劣後する社債元本及び免責部分総額の合計額

B: 当初参照債務総額

ムーディーズの見解

セクターアウトロク

ステーブル (セクター:日本の中小企業 CDO)

案件の特徴

日本公庫の「買取型」スキームのもとで、5つの参加金融機関が当初から証券化することを目的として募集した中小企業向けの貸付債権を参照するシンセティック CLO である。元本償還方法、ウォーターフォール等のストラクチャーは、過去及び既存のシンセティック型案件で典型的なものである。

各参加金融機関の役割

各参加金融機関は、オリジネーター兼サービサーであり、自らが募集した中小企業向け貸付債権プール(以下、「サブ・プール」)のサービシングを行う。

各参加金融機関は、日本公庫との間に締結するクレジット・デフォルト・スワップ契約(以下「個別 CDS 契約」)に基づき、サブ・プールのデフォルト損失を最初にカバーする役割を持つ免責部分の損失を負担する。

日本公庫の役割

日本公庫は、コーディネーター兼 B 号・C 号社債投資家である。日本公庫は、貸付債権を参照するクレジット・デフォルト・スワップ契約を発行会社との間に締結し、CDS バイヤーとして発行会社にプレミアムを支払う。

日本公庫は、各参加金融機関の審査を通過した貸付債権に対し、更に与信審査を行う。また、期中は B 号、C 号社債を保有する。

日本公庫の証券化実績

日本公庫(旧中小企業金融公庫)は 2004 年から開始した証券化支援業務のもと、現在までにキャッシュ型、シンセティック型合わせて 13 件の中小企業向け貸付債権の証券化を実施しており²、ムーディーズは継続的に格付を付与している。

案件パフォーマンスの概要³

ムーディーズがこれまでに格付を付与した、日本公庫による証券化案件の裏付け債権プールは、2007 年までは良好なパフォーマンスで推移したが、2008 年から 2009 年前半にかけての景気後退等の影響から、パフォーマンスの悪化が観察された。

2009 年半ばからは、景気持ち直し及び政府の資金繰り支援策の効果等により、裏付け債権プールは概ね落ち着いたパフォーマンスで推移している。

ムーディーズの想定

期待クレジット・イベント発生率(年率):2.9%

パラメータ・センシビリティ

本案件の格付分析において採用した主要パラメータの一つであるクレジット・イベント発生率の想定を変化させた場合、モデル上の試算では以下のような試算結果となった。

パラメータ・センシビリティの結果

クレジット・イベント発生率(年率)	2.9%	4.0%	5.0%
A 号社債	Aaa*	Aaa(0)	Aaa(0)
B 号社債	Baa2*	Baa3(1)	Ba2(3)
C 号社債	Caa2*	Ca(2)	Ca(2)

(注 1)

パラメータ・センシビリティは、時間の経過とともに格付がどのように変化するかを測定するための分析ではなく、主要パラメータを期待値から変化させた場合に、当初の格付がどの程度変動するかを示したものである。なお、本試算では、当該案件の経過年数をゼロと想定しており、期中に格付を安定させる方向に寄与する様々な仕組み(シークエンシャル・ペイメント等)の効果については考慮していない。

また、パラメータ・センシビリティは、定量分析(モデル)上のパラメータを変化させた場合における格付への影響度を反映しているに過ぎず、定性要因等の影響は勘案されないため、実際の格付アクションはパラメータ・センシビリティの結果と異なる可能性がある。

² 「買取型」スキーム(「自己型」合同案件を含む)。

³ ムーディーズがこれまで格付を付与した中小企業 CDO のパフォーマンス分析については、ムーディーズのスペシャル・レポート「日本の中小企業 CDO:格付けモニタリングの現状(2010 年 6 月)」、「日本政策金融公庫による中小企業 CLO(買取型):取引サマリー(2010 年 12 月)」を参照のこと。

(注 2)

アスタリスク(*)の付された格付は、ベースケースの想定に基づく格付である。括弧内の数字は、モデルに基づく想定格付とベースケースの想定格付とのノッチ差を表す。

V スコア

Vスコアカード	
総合スコア	3 中位
セクターの過去データの充実度とパフォーマンスの変動性	3
セクターの過去データの質	3
セクターの過去のパフォーマンスの変動性	3
セクターの過去の格下げ率	3
発行体/スポンサー/オリジネーターの過去データの充実性とパフォーマンスの変動性、開示の質	3
発行体/スポンサー/オリジネーターの過去データの質	3
発行体/スポンサー/オリジネーターの過去のパフォーマンスの変動性	3
裏付け資産プールの特性の開示	2
証券化パフォーマンスの開示	2
複雑度と時価感応度	3
案件の複雑度	2
分析の複雑度	3
時価感応度	1
ガバナンス	2
案件関係者の経験、契約、監視	2
バックアップ・サービサーのアレンジメント	1
利益調整	1
法、規制、その他の不確実性	1

総合スコア

中位(3)

本案件における V スコアは「中位」である。

(注 1)

ムーディーズの V スコアは、格付を決定する上で用いる様々なパラメータの潜在的な変動可能性を相対的に評価するものである。

具体的には、格付分析の基礎となるデータの質、過去のパフォーマンス、情報の開示レベル、案件の複雑さ、モデリング、案件のガバナンスに伴う不確実性を要因として、格付が大幅に変動する可能性をランク付けしている。V スコアはトランシェ毎ではなく案件毎に付与される。

(注 2)

V スコアは 1(低位)から 5(高位)の五段階で表示され、数値が低い(低位)ほど、パラメータの潜在的な変動可能性が小さく、安定的であることを示す。

案件の特徴

V スコアを付与するに当たっては、以下のような本案件の特徴を考慮している。

発行体/スポンサー/オリジネーターの過去のデータの充実性とパフォーマンスの変動性、開示の質

» 日本公庫の「買取型」スキームのもとで行われるシリーズ案件であり、うちキャッシュ型案件については 2004 年以降、シンセティック型案件については 2007 年以降、パフォーマンスデータが蓄積されており、2008 年秋以降の金融危機に経験したストレス環境下におけるパフォーマンスも含んでいる。その間、貸付債権の募集要件や日本公庫の審査基準に大きな変更もなく総じて一貫しており、将来のパフォーマンスを予測する上で、過去案件のパフォーマンスのデータがある程度説明力のある指標になると考えられる。

» 2 期分の財務データを含む債務者毎のローン・バイ・ローンデータが提供される。

» 本案件では、参照債務レベルでのパフォーマンスデータが 3 ヶ月毎に提供される。

» 貸付債権の債務者である中小企業のパフォーマンスは、個人向け債権に比して、より政策や景気動向の影響を受け易いと考えられる。

» 元本償還方法は、3 ヶ月毎パススルー方式となっている。(A 号と B 号社債は原則としてプロラタ償還)。元本償還方法、ウォーターフォール等のストラクチャーは、過去及び既存のシンセティック型案件と同様の仕組みである。

複雑度と時価感応度

ガバナンス

- » 発行代わり金の定期預金利息と社債利息は、ともに円建てかつ3ヶ月 Tibor 連動金利となっており、金利のミスマッチは発生しない。
- » 日本公庫は、中小企業向け貸付債権の証券化に関して、6年以上の実績を持つ。
- » オリジネーターは、各個別 CDS 契約において免責部分の損失を負担する。
- » 個別 CDS 契約にて、自らの財務状況、債権の適格性等について、オリジネーターによる表明・保証がなされる。

案件の強みと分析上の留意点

強み

- » 強固なストラクチャー
期中を通して劣後部分(免責部分及びC号社債)が減額/償還されない、シークエンシャル償還に近い償還方法⁴が採用されており、参照債務の減額と共にA号・B号社債に対する劣後比率が上昇することで、格付の安定性に寄与している。
また、日本公庫がCDSカウンターパーティとして参照プールの信用リスクを一旦引き受けることにより、参加金融機関に倒産やプレミアム不払い等が発生した場合におけるストラクチャーの安定性が、過去案件に比して高まっている。
- » 二重の審査
一定の適格要件を満たし、かつ各参加金融機関の審査を通過した融資申込み企業に対し、日本公庫はB号・C号社債投資家の立場から更に与信審査を行う。本案件では、過去シリーズ案件において与信歴の短い債務者のデフォルト率が比較的高かったことを受けて、当該債務者層に対する日本公庫の審査基準が厳格化された。その結果、与信歴が3年未満の先の割合が過去案件対比大きく減少している。
- » 安全資産の信用力
社債の償還原資は安全資産にて運用される。安全資産の運用先については、一定の格付要件を満たす適格金融機関の預金であることが規定されており、当初はみずほコーポレート銀行の定期預金にて運用される。

分析上留意した点及びそれに対する見解

ムーディーズは格付委員会において、格付に影響を与えられとされるこれらの点に留意し、分析を行った。

- » マクロ経済環境
中小企業向け貸付債権のパフォーマンスは、個人向け債権に比して、より政策や景気の動向に影響されやすいと考えられる。
中小企業の事業環境は相対的に厳しい状況が継続しているが、政府の各種資金繰り支援策の効果もあり、企業の倒産件数は引き続き前年を下回る水準で推移する等、相当程度抑制された水準にある。しかしながら、景気動向次第で企業倒産が徐々に増加に転じていく可能性があることや、金融円滑化法の将来的な打ち切り等政策の持続性に関するリスクが存在することを考慮し、ムーディーズは期待クレジット・イベント発生率の想定を行った。
さらに本案件では、シークエンシャル方式に近い元本償還方法が採用されていることから、クレジット・イベント発生率が想定よりも高めで推移した場合でも、劣後比率上昇により格付へのネガティブな影響が緩和されることが期待できる。
- » 分散度の低さ
本案件では、債務者数が140と少なく、プールの分散度が一般的な中小企業CLOと比較して低い⁵。そのため、一債務者あたりのデフォルトの影響度や、金額の大きい債務者に集中してデフォルトが発生した場合の格付への影響度が相対的に大きいことに注意が必要である。ムーディーズでは、分散の効いた案件と比較して、より保守的な想定を置く等、分散度

⁴ A号及びB号社債は基本的にプロラタで償還される。

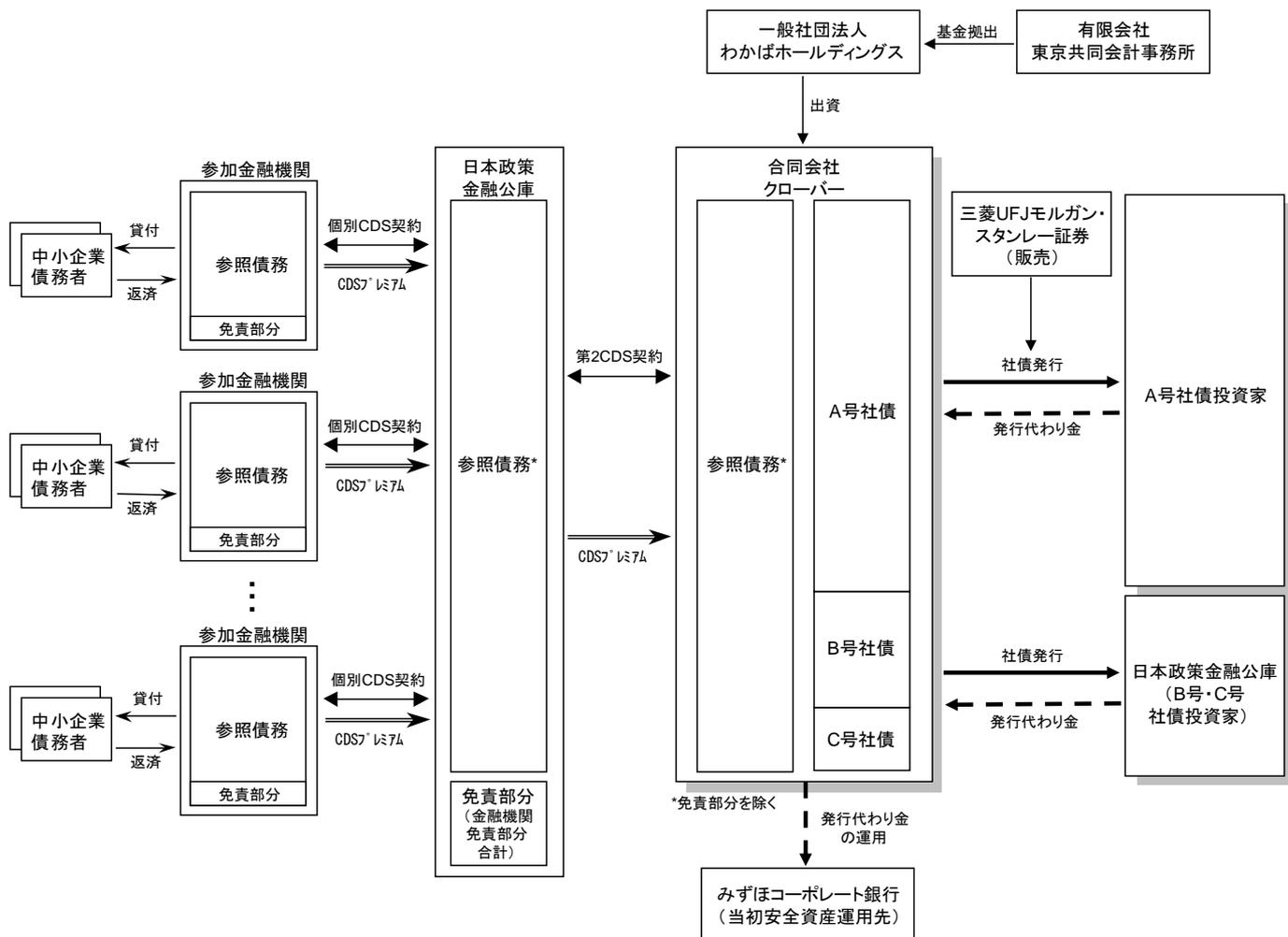
⁵ 当初参照債務総額に対して、平均債務者集中が約0.7%、最大債務者集中が約3%と高い水準である。

の低さを格付分析に織り込んでいる。

本案件の劣後比率は、過去及び既存案件よりも相当程度大きいものとなっている。

ストラクチャー

スキーム図



仕組みの概要

合同会社クローバー（以下「発行体」）は、本案件の実行を目的として会社法に基づき設立された国内合同会社であり、出資の全額は一般社団法人わかばホールディングスによって保有される。

各参加金融機関は、自らが募集した中小企業向け貸付債権プール（以下「参照プール」）を参照するクレジット・デフォルト・スワップ契約（以下「個別 CDS 契約」）を日本公庫との間にそれぞれ締結する。本契約上、各参加金融機関は CDS バイヤーとして日本公庫にプレミアムを支払い、日本公庫は CDS セラーとして、参照プールにクレジット・イベントが発生した場合に、一定の条件のもとで損害補填金額を参加金融機関に支払う。

また日本公庫は、発行体との間にクレジット・デフォルト・スワップ契約（以下「第 2CDS 契約」）を締結し、個別 CDS 契約で引き受けた参照プールの信用リスクを移転する。本契約上、日本公庫は第 2CDS バイヤーとして発行体にプレミアムを支払い、発行体は第 2CDS セラーとして、参照プールにクレジット・イベントが発生した場合に、一定の条件のもとで損害補填金額を日本公庫に支払う。

発行体は、第 2CDS 契約において発生する損害補填金額の支払いに備えて、本 A 号ないし C

号社債を発行する。社債の発行代わり金は、安全資産にて運用される。安全資産の運用先については、一定の格付要件を満たす適格金融機関の預金であることが規定されており、当初はみずほコーポレート銀行の定期預金にて運用される。本社債利息の支払いには、日本公庫が第2CDS契約のもとで支払うプレミアム(3ヶ月毎の前払い)及び定期預金利息が充当される。

参照債務である貸付債権の返済スケジュールは1ヶ月毎元金均等返済となっており、これに合わせてCDSの参照金額が減額される。一方、CDS契約上のプレミアム想定元本は3ヶ月毎に減額され、それに応じた本A号及びB号社債元本の償還が3ヶ月毎に行われる。CDS契約のプレミアム並びに本社債の利息は、3ヶ月毎(ただし、最終回を除く)に支払われる。

本社債の償還額は、クレジット・イベントの発生に伴い発行体から日本公庫を通じて行われる、参加金融機関に対する損害補填金額の支払いに応じて減少する。参照プールにクレジット・イベントが発生し、参加金融機関の累積損害額が免責金額を超える場合、超過金額について、発行体から日本公庫を通じて参加金融機関に対して現金決済による支払いが行われる。当該現金決済は、3ヶ月毎の損害補填決済日に行われる。なお、本社債の予定償還期日直前に、クレジット・イベントが発生し、かつ当該各参照債務のうち未評価となっている金額を加えると累積損害額が免責金額を超える場合、本社債の一部の償還が最終償還期日に繰り延べられる。

各参加金融機関の免責部分は、当該参加金融機関のサブ・プールに発生する損失のみをカバーし、他のサブ・プールに発生する損失をカバーすることはできない。一方、B号及びC号社債は、上位社債に対する信用補完として、全てのサブ・プールに発生する損失をカバーすることができる。

社債の利息支払い及び元本償還

A号ないしC号社債の利息は3ヶ月毎の後払いで支払われる。A号及びB号社債の元本償還は3ヶ月毎のプレミアム想定元本の減額に合わせてパススルー償還(但し、A号及びB号間は原則としてプロラタ償還⁶⁾(12回)、C号社債の元本償還は原則として期日一括償還により支払われる⁷⁾。

利息の支払い

- 1) 公租公課、諸費用の支払い
- 2) A号社債の予定利息額の支払い
- 3) B号社債の未払い利息額の支払い
- 4) B号社債の予定利息額の支払い
- 5) C号社債の未払い利息額の支払い
- 6) C号社債の予定利息額の支払い⁸⁾
- 7) 上記支払いの後、残額の留保

元本の償還

- 1) A号社債の繰延元本償還額の支払い
- 2) A号社債の元本償還額の支払い
- 3) B号社債の繰延元本償還額の支払い
- 4) B号社債の元本償還額の支払い
- 5) C号社債の繰延元本償還額(もしあれば)の支払い
- 6) C号社債の予定元本償還額(もしあれば)の支払い
- 7) 上記支払いの後、残額の留保

最終償還期日における利息及び元本の支払い

- 1) 公租公課、諸費用の支払い
- 2) A号社債の元本償還額の支払い
- 3) A号社債の利息で未払分の支払い
- 4) B号社債の元本償還額の支払い
- 5) B号社債の利息で未払分の支払い

⁶⁾ 各サブプールにおいて、累積ポートフォリオデフォルト金額がシニア劣後上限金額を上回ると、当該サブプールにおいてメザンプレミアム計算想定元本の減額が停止される。

⁷⁾ 個別の参加金融機関において優先及びメザンプレミアム想定元本が期中ゼロになる場合を除き、C号社債元本は償還されない。

⁸⁾ 第1回、第2回のC号社債利息については、利払いを留保し、最終回で支払いを行う。

クレジット・デフォルト・スワップ 契約

クレジット・イベント

- 6) C号社債の元本償還額の支払い
- 7) C号社債の利息で未払分の支払い

参照プールにクレジット・イベントが発生し、CDS バイヤーの累積損害額が免責金額を超える場合、CDSセラーはCDS バイヤーに対して、後述の損害補填金額を支払わなければならない。本案件においては、クレジット・イベントとして以下の4つの事由が定められている。

クレジット・イベントの定義は以下の通りである。

- » 支払不履行 (ISDA 契約における Failure to Pay に相当、以下同様)
各参照債務について、総額で5万円以上の支払の不履行が生じ、かつ3ヶ月以内に治癒されない場合(3ヶ月経過時点で支払不履行額が5万円未満である場合を除く)
- » (限定的な) 期限の利益喪失 (Obligation Acceleration)
参照債務に関して期限の利益が喪失し、かつ期限の利益を喪失した事実を CDS バイヤーが CDS セラーに通知してから3ヶ月以内に参照債務の残存金額の全額の支払いがなされない場合
- » 法的倒産 (Bankruptcy)
破産手続開始の決定、再生手続開始の決定、更生手続開始の決定、特別清算開始の命令若しくは支払不能又は当該参照組織に係る参照債務の弁済期の到来時に債務不履行となる可能性が極めて高いことを認定した文書の存在その他これらに類する事由が発生した場合
- » リストラクチャリング (Restructuring)
参照債務の元本、利息又は手数料の支払に関する減免又は猶予の発生のうち、当該参照債務に係る参照組織の経営再建又は支援を図ることを目的として行われたものが発生した場合

損害補填金額の支払い

参照債務に関してクレジット・イベントが発生した場合、CDS バイヤーは CDS セラー及び計算代理人に対して、所定の手続きに従って独立認定人による認定がなされたクレジット・イベント通知を交付することによって、当該クレジット・イベントの発生を確定させることができる。

クレジット・イベントが確定した場合、損害補填金額は次の1)または2)の小さい方の金額となる。

- 1) 当該参照組織に関するデフォルト金額
- 2) 当該事由発生決定日における累積ポートフォリオデフォルト金額(当該参照債務に係るデフォルト金額を含む)が免責金額を超過する金額

各参照債務に係るデフォルト金額は、当該クレジット・イベントが確定した時点における当該参照債務の参照金額をいう。ただし、クレジット・イベントが支払不履行またはリストラクチャリングである場合には、デフォルト金額の評価プロセスにおいて、i) ディーラーのクォーテーション、ii) 各金融機関の当該債権の債権区分及び当該債権区分に対する引当率実績に基づき、評価率が決定され、かかる参照金額に1から評価率を控除した値を乗じた金額をいう。

法的リスク

発行体の倒産隔離性

発行体は、本案件の実行を目的として会社法に基づき設立された国内合同会社であり、出資の全額は業務執行社員たる一般社団法人わかばホールディングスによって保有される。また、本一般社団法人に対しては、有限会社東京共同会計事務所が基金の全額を拠出している。ムーディーズでは、本一般社団法人の定款における規約や制限、モニタリング体制等を確認し、倒

産隔離性は本格付を付与するに十分な水準であると考えている⁹。

金利リスク

CDS プレミアム及び定期預金利息が、社債の利払いに充当される。定期預金利息と社債利息は、ともに円建て・3ヶ月 Tibor 連動金利となっているため、特段の為替・金利リスクは発生しない。

コミングリング・リスク

本案件はシンセティック型であり、オリジネーターからの回収金の引渡し等に伴うコミングリング・リスクは発生しない。

オリジネーター/サービサー/CDS カウンターパーティー

オペレーション・レビューの実施

ムーディーズは、2010年12月に、日本公庫の中小企業事業の証券化支援業務に関するオペレーション・レビューを実施した。また2011年1月に、参加金融機関とのミーティングや日本公庫を通じたヒアリングを行い、参加金融機関の与信、管理、回収業務及びシステム運営等をレビューした。その後も、随時情報の更新を受けている。ムーディーズは、各参加金融機関は貸付債権のサービシングを行う十分な能力があると考えている。

参加金融機関(オリジネーター/個別 CDS バイヤー/サービサー)の概要

本案件における参加金融機関(CDS バイヤー)は、以下の5金融機関である。

金融機関名	都道府県	預金(億円) (2010/3)	従業員数	店舗数	参照債務		免責金額	
					件数	金額(百万円)	比率	金額(百万円)
西京信用金庫	東京都	6,044	583	34	30	829	15.4%	128
富山信用金庫	富山県	2,676	286	28	28	504	14.7%	74
北伊勢上野信用金庫	三重県	3,930	415	34	33	615	10.6%	65
大阪信用金庫	大阪府	13,895	1,216	73	36	554	9.9%	55
淡路信用金庫	兵庫県	5,265	538	27	13	639	25.8%	165

*金融機関コード順。預金、従業員数、店舗数は原則として2010年3月末時点。

日本公庫(B号・C号社債投資家/個別 CSD セラー/第2CDS バイヤー/コーディネーター)の概要

株式会社日本政策金融公庫は、2008年(平成20年)10月に株式会社日本政策金融公庫法を根拠法として、旧国民生活金融公庫、旧農林漁業金融公庫、旧中小企業金融公庫及び国際協力銀行が統合され全額政府出資により設立された政策金融機関である。

2010年3月31日現在、日本公庫は総貸付残高は以下のとおり。

国民生活事業(旧 国民生活金融公庫):7兆4,919億円

農林水産事業(旧 農林漁業金融公庫):2兆7,099億円

中小企業事業(旧 中小企業金融公庫):6兆1,805億円(融資業務)

国際協力銀行:8兆8,180億円(出融資残高)

危機対応円滑化業務:4兆6,597億円

また、日本公庫は職員数8,101人(2010年度予算定員)、店舗数152支店(平成22年4月1日現在)を有している。

日本公庫の中小企業事業(旧 中小企業金融公庫)の業務は、①融資業務、②証券化支援業務、③信用保険業務の3本柱により構成されるが、日本公庫による証券化スキームは、①及び②の業務に含まれるものである。①の融資業務では、日本公庫が従来から行っている中小企業に対する融資業務に加えて、中小企業への貸付債権や中小企業から取得した無担保社債の証券化を行う(「自己型」スキーム)。また、②の証券化支援業務では、民間金融機関等による証券化手法を活用した取組みの支援として、民間金融機関等から譲り受けた貸付債権の証券化(「買取型」スキーム)、民間金融機関等の貸付時の部分保証、証券化商品の一部買取りや債務の保証(「保証型」スキーム)を行う。本案件は、②の証券化支援業務に含まれる「買取型」スキームのもとで組成されるものである。日本公庫が、自ら劣後社債投資家となって信用リスクの一部(劣後部分)を負担することにより、中小企業に対する無担保融資の促進と証券化市場の育

⁹ ムーディーズの一般社団法人に関する留意事項については、ムーディーズのスペシャル・レポート「流動化・証券化のための一般社団法人(2007年5月)」を参照のこと。

成を目的としたスキームとなっている。

ムーディーズは日本公庫に対して、本案件の審査の方針やプロセス等についてヒアリングを行った。日本公庫の審査には、日本公庫が開発した独自モデル及びその他複数の計量的信用モデルによる信用力評価、参加金融機関による債務者の税務申告書と決算書の照合の確認、債務者重複の有無の確認、グループ会社の有無の確認等が含まれる。

バックアップ・サービスのアレンジメント

本案件においてバックアップ・サービスは任命されていない。参加金融機関や日本公庫がデフォルトした場合、対応する CDS 契約の解除事由に該当するため、CDS 契約は終了し、当該 CDS 契約の参照債務に相当する金額が社債の元本償還に充当される。したがって、バックアップ・サービスを新たに委任すること等を要しない。

貸付債権

参照プール属性データ(2011年1月末時点、全参加金融機関合計)

1.業種分布

	金額(円)	構成比(%)	債務者数	構成比(%)
鉱業	9,474,000	0.30%	1	0.71%
建設業	862,130,000	27.44%	34	24.29%
製造業	648,970,000	20.66%	29	20.71%
電気・ガス・熱供給・水道業	9,474,000	0.30%	1	0.71%
情報通信業	104,214,000	3.32%	4	2.86%
運輸業・郵便業	238,744,000	7.60%	10	7.14%
卸売・小売業	553,284,000	17.61%	31	22.14%
不動産業・物品賃貸業	317,378,000	10.10%	9	6.43%
学術研究・専門・技術サービス業	28,422,000	0.90%	3	2.14%
宿泊業・飲食サービス業	66,318,000	2.11%	4	2.86%
生活関連サービス業・娯楽業	28,422,000	0.90%	2	1.43%
サービス業(他に分類されないもの)	274,744,000	8.75%	12	8.57%
合計	3,141,574,000	100.00%	140	100.00%

2.地域分散

	金額(円)	構成比(%)	債務者数	構成比(%)
北海道	0	0.00%	0	0.00%
青森県	0	0.00%	0	0.00%
岩手県	0	0.00%	0	0.00%
宮城県	0	0.00%	0	0.00%
秋田県	0	0.00%	0	0.00%
山形県	0	0.00%	0	0.00%
福島県	0	0.00%	0	0.00%
茨城県	0	0.00%	0	0.00%
栃木県	0	0.00%	0	0.00%
群馬県	0	0.00%	0	0.00%
埼玉県	71,054,000	2.26%	2	1.43%
千葉県	0	0.00%	0	0.00%
東京都	767,392,000	24.43%	29	20.71%
神奈川県	0	0.00%	0	0.00%
新潟県	0	0.00%	0	0.00%
富山県	494,544,000	15.74%	27	19.29%
石川県	0	0.00%	0	0.00%
福井県	0	0.00%	0	0.00%
山梨県	0	0.00%	0	0.00%
長野県	0	0.00%	0	0.00%
岐阜県	0	0.00%	0	0.00%
静岡県	0	0.00%	0	0.00%
愛知県	0	0.00%	0	0.00%
三重県	595,916,000	18.97%	32	22.86%
滋賀県	0	0.00%	0	0.00%
京都府	0	0.00%	0	0.00%
大阪府	525,808,000	16.74%	35	25.00%
兵庫県	639,490,000	20.36%	13	9.29%
奈良県	18,948,000	0.60%	1	0.71%
和歌山県	0	0.00%	0	0.00%
鳥取県	0	0.00%	0	0.00%
島根県	0	0.00%	0	0.00%
岡山県	0	0.00%	0	0.00%
広島県	0	0.00%	0	0.00%
山口県	0	0.00%	0	0.00%
徳島県	0	0.00%	0	0.00%
香川県	28,422,000	0.90%	1	0.71%
愛媛県	0	0.00%	0	0.00%
高知県	0	0.00%	0	0.00%
福岡県	0	0.00%	0	0.00%
佐賀県	0	0.00%	0	0.00%
長崎県	0	0.00%	0	0.00%
熊本県	0	0.00%	0	0.00%
大分県	0	0.00%	0	0.00%
宮崎県	0	0.00%	0	0.00%
鹿児島県	0	0.00%	0	0.00%
沖縄県	0	0.00%	0	0.00%
合計	3,141,574,000	100.00%	140	100.00%

3.貸付額分布

		金額(円)	構成比(%)	債務者数	構成比(%)
	1千万円以下	663,180,000	21.11%	70	50.00%
1千万円超	2千万円以下	357,174,000	11.37%	20	14.29%
2千万円超	3千万円以下	638,550,000	20.33%	23	16.43%
3千万円超	4千万円以下	0	0.00%	0	0.00%
4千万円超	5千万円以下	947,400,000	30.16%	20	14.29%
5千万円超	6千万円以下	56,844,000	1.81%	1	0.71%
6千万円超	7千万円以下	127,896,000	4.07%	2	1.43%
7千万円超	8千万円以下	75,790,000	2.41%	1	0.71%
8千万円超	9千万円以下	85,264,000	2.71%	1	0.71%
9千万円超	10千万円以下	189,476,000	6.03%	2	1.43%
10千万円超		0	0.00%	0	0.00%
合計		3,141,574,000	100.00%	140	100.00%
単純平均値(百万円)	23.7				

4.参照債務金額分布

		金額(円)	構成比(%)	債務者数	構成比(%)
	1千万円以下	663,180,000	21.11%	70	50.00%
1千万円超	2千万円以下	357,174,000	11.37%	20	14.29%
2千万円超	3千万円以下	638,550,000	20.33%	23	16.43%
3千万円超	4千万円以下	0	0.00%	0	0.00%
4千万円超	5千万円以下	947,400,000	30.16%	20	14.29%
5千万円超	6千万円以下	56,844,000	1.81%	1	0.71%
6千万円超	7千万円以下	127,896,000	4.07%	2	1.43%
7千万円超	8千万円以下	75,790,000	2.41%	1	0.71%
8千万円超	9千万円以下	85,264,000	2.71%	1	0.71%
9千万円超	10千万円以下	189,476,000	6.03%	2	1.43%
10千万円超		0	0.00%	0	0.00%
合計		3,141,574,000	100.00%	140	100.00%
単純平均値(百万円)	22.4				

5.貸付金月商倍率分布

		金額(円)	構成比(%)	債務者数	構成比(%)
	0.1倍以下	28,422,000	0.90%	3	2.14%
0.1倍超	0.2倍以下	397,904,000	12.67%	16	11.43%
0.2倍超	0.3倍以下	274,746,000	8.75%	13	9.29%
0.3倍超	0.4倍以下	208,428,000	6.63%	8	5.71%
0.4倍超	0.5倍以下	260,536,000	8.29%	13	9.29%
0.5倍超	0.6倍以下	416,856,000	13.27%	17	12.14%
0.6倍超	0.7倍以下	123,162,000	3.92%	10	7.14%
0.7倍超	0.8倍以下	246,322,000	7.84%	10	7.14%
0.8倍超	0.9倍以下	222,640,000	7.09%	10	7.14%
0.9倍超	1.0倍以下	104,214,000	3.32%	5	3.57%
1.0倍超	1.1倍以下	75,792,000	2.41%	2	1.43%
1.1倍超	1.2倍以下	28,422,000	0.90%	2	1.43%
1.2倍超	1.3倍以下	94,740,000	3.02%	4	2.86%
1.3倍超	1.4倍以下	232,112,000	7.39%	5	3.57%
1.4倍超	1.5倍以下	94,740,000	3.02%	4	2.86%
1.5倍超	1.6倍以下	66,318,000	2.11%	4	2.86%
1.6倍超	1.7倍以下	28,422,000	0.90%	2	1.43%
1.7倍超	1.8倍以下	56,844,000	1.81%	4	2.86%
1.8倍超	1.9倍以下	9,474,000	0.30%	1	0.71%
1.9倍超	2.0倍以下	171,480,000	5.46%	7	5.00%
2.0倍超		0	0.00%	0	0.00%
合計		3,141,574,000	100.00%	140	100.00%
単純平均値(倍)	0.76				
加重平均値(倍)	0.76				

(注)貸付金月商倍率(倍)＝貸付金÷月商

6.売上高分布

		金額(円)	構成比(%)	債務者数	構成比(%)
	1億円以下	134,532,000	4.28%	14	10.00%
1億円超	5億円以下	1,192,782,000	37.97%	73	52.14%
5億円超	10億円以下	720,020,000	22.92%	27	19.29%
10億円超	15億円以下	506,856,000	16.13%	14	10.00%
15億円超	20億円以下	132,636,000	4.22%	4	2.86%
20億円超	25億円以下	104,214,000	3.32%	2	1.43%
25億円超	30億円以下	94,740,000	3.02%	2	1.43%
30億円超	35億円以下	47,370,000	1.51%	1	0.71%
35億円超	40億円以下	47,370,000	1.51%	1	0.71%
40億円超	45億円以下	0	0.00%	0	0.00%
45億円超	50億円以下	0	0.00%	0	0.00%
50億円超	100億円以下	161,054,000	5.13%	2	1.43%
100億円超		0	0.00%	0	0.00%
合計		3,141,574,000	100.00%	140	100.00%
単純平均値(百万円)	657.8				
加重平均値(百万円)	1,136.7				

7.従業員数分布

		金額(円)	構成比(%)	債務者数	構成比(%)
	10人以下	796,766,000	25.36%	46	32.86%
10人超	30人以下	1,122,668,000	35.74%	56	40.00%
30人超	50人以下	701,074,000	22.32%	23	16.43%
50人超	100人以下	331,586,000	10.55%	10	7.14%
100人超	150人以下	104,214,000	3.32%	2	1.43%
150人超	200人以下	37,896,000	1.21%	2	1.43%
200人超	250人以下	0	0.00%	0	0.00%
250人超	300人以下	47,370,000	1.51%	1	0.71%
300人超		0	0.00%	0	0.00%
合計		3,141,574,000	100.00%	140	100.00%
単純平均値(人)	26.9				
加重平均値(人)	33.7				

8.業歴分布

		金額(円)	構成比(%)	債務者数	構成比(%)
	10年以下	565,596,000	18.00%	31	22.14%
10年超	20年以下	738,974,000	23.52%	32	22.86%
20年超	30年以下	733,286,000	23.34%	33	23.57%
30年超	40年以下	402,646,000	12.82%	19	13.57%
40年超	50年以下	426,328,000	13.57%	13	9.29%
50年超	60年以下	208,426,000	6.63%	9	6.43%
60年超	70年以下	66,318,000	2.11%	3	2.14%
70年超		0	0.00%	0	0.00%
合計		3,141,574,000	100.00%	140	100.00%
単純平均値(年)	24.8				
加重平均値(年)	26.3				

9.与信歴分布

		金額(円)	構成比(%)	債務者数	構成比(%)
	1年以下	221,692,000	7.06%	12	8.57%
1年超	2年以下	161,058,000	5.13%	7	5.00%
2年超	3年以下	94,740,000	3.02%	8	5.71%
3年超	4年以下	322,112,000	10.25%	10	7.14%
4年超	5年以下	165,796,000	5.28%	10	7.14%
5年超	6年以下	132,636,000	4.22%	6	4.29%
6年超	7年以下	101,374,000	3.23%	5	3.57%
7年超	8年以下	47,370,000	1.51%	3	2.14%
8年超	9年以下	37,896,000	1.21%	2	1.43%
9年超	10年以下	28,422,000	0.90%	1	0.71%
10年超	15年以下	203,692,000	6.48%	13	9.29%
15年超	20年以下	544,756,000	17.34%	24	17.14%
20年超	25年以下	270,008,000	8.59%	12	8.57%
25年超	30年以下	288,954,000	9.20%	10	7.14%
30年超		521,068,000	16.59%	17	12.14%
合計		3,141,574,000	100.00%	140	100.00%
単純平均値(年)	14.4				
加重平均値(年)	16.1				

10.純資産分布

		金額(円)	構成比(%)	債務者数	構成比(%)
	0.5千万円以下	134,532,000	4.28%	10	7.14%
0.5千万円超	1千万円以下	279,482,000	8.90%	16	11.43%
1千万円超	2千万円以下	127,900,000	4.07%	11	7.86%
1.5千万円超	2千万円以下	142,110,000	4.52%	9	6.43%
2千万円超	3千万円以下	170,532,000	5.43%	11	7.86%
3千万円超	4千万円以下	137,374,000	4.37%	9	6.43%
4千万円超	5千万円以下	126,952,000	4.04%	7	5.00%
5千万円超	6千万円以下	194,218,000	6.18%	10	7.14%
6千万円超	7千万円以下	222,638,000	7.09%	7	5.00%
7千万円超	8千万円以下	80,530,000	2.56%	5	3.57%
8千万円超	9千万円以下	170,532,000	5.43%	4	2.86%
9千万円超	10千万円以下	94,740,000	3.02%	5	3.57%
10千万円超	15千万円以下	236,850,000	7.54%	11	7.86%
15千万円超	20千万円以下	388,430,000	12.36%	11	7.86%
20千万円超	30千万円以下	142,110,000	4.52%	3	2.14%
30千万円超	50千万円以下	189,478,000	6.03%	5	3.57%
50千万円超		303,166,000	9.65%	6	4.29%
合計		3,141,574,000	100.00%	140	100.00%
単純平均値(百万円)	106.9				
加重平均値(百万円)	198.1				

11.自己資本比率分布

		金額(円)	構成比(%)	債務者数	構成比(%)
	2.0%以下	0	0.00%	0	0.00%
2.0%超	4.0%以下	229,270,000	7.30%	10	7.14%
4.0%超	6.0%以下	85,266,000	2.71%	5	3.57%
6.0%超	8.0%以下	194,218,000	6.18%	9	6.43%
8.0%超	10.0%以下	241,588,000	7.69%	15	10.71%
10.0%超	12.0%以下	453,802,000	14.45%	17	12.14%
12.0%超	14.0%以下	208,428,000	6.63%	9	6.43%
14.0%超	16.0%以下	222,640,000	7.09%	9	6.43%
16.0%超	18.0%以下	94,740,000	3.02%	5	3.57%
18.0%超	20.0%以下	132,636,000	4.22%	5	3.57%
20.0%超	30.0%以下	573,176,000	18.24%	27	19.29%
30.0%超	40.0%以下	516,330,000	16.44%	16	11.43%
40.0%超	50.0%以下	132,636,000	4.22%	8	5.71%
50.0%超		56,844,000	1.81%	5	3.57%
合計		3,141,574,000	100.00%	140	100.00%
単純平均値(%)	19.6				
加重平均値(%)	19.1				

(注)自己資本比率(%) = 自己資本 ÷ 総資産 × 100

12.有利子負債月商倍率分布

		金額(円)	構成比(%)	債務者数	構成比(%)
	1.0倍以下	180,004,000	5.73%	5	3.57%
1.0倍超	2.0倍以下	94,740,000	3.02%	9	6.43%
2.0倍超	3.0倍以下	407,382,000	12.97%	16	11.43%
3.0倍超	4.0倍以下	421,592,000	13.42%	20	14.29%
4.0倍超	5.0倍以下	378,960,000	12.06%	19	13.57%
5.0倍超	6.0倍以下	276,644,000	8.81%	16	11.43%
6.0倍超	7.0倍以下	341,060,000	10.86%	9	6.43%
7.0倍超	8.0倍以下	331,590,000	10.55%	14	10.00%
8.0倍超	9.0倍以下	151,584,000	4.83%	8	5.71%
9.0倍超	10.0倍以下	108,952,000	3.47%	6	4.29%
10.0倍超	11.0倍以下	56,844,000	1.81%	4	2.86%
11.0倍超	12.0倍以下	123,162,000	3.92%	4	2.86%
12.0倍超	13.0倍以下	9,474,000	0.30%	1	0.71%
13.0倍超	14.0倍以下	161,056,000	5.13%	4	2.86%
14.0倍超	15.0倍以下	47,370,000	1.51%	1	0.71%
15.0倍超	16.0倍以下	9,474,000	0.30%	1	0.71%
16.0倍超	17.0倍以下	9,474,000	0.30%	1	0.71%
17.0倍超	18.0倍以下	0	0.00%	0	0.00%
18.0倍超	19.0倍以下	0	0.00%	0	0.00%
19.0倍超	20.0倍以下	0	0.00%	0	0.00%
20.0倍超		32,212,000	1.03%	2	1.43%
合計		3,141,574,000	100.00%	140	100.00%
単純平均値(倍)	6.0				
加重平均値(倍)	6.1				

(注)有利子負債月商倍率(倍) = 有利子負債 ÷ 月商

13.売上高経常利益率分布

		金額(円)	構成比(%)	債務者数	構成比(%)
	0.3%以下	527,702,000	16.80%	28	20.00%
0.3%超	0.6%以下	331,590,000	10.55%	13	9.29%
0.6%超	0.9%以下	170,532,000	5.43%	10	7.14%
0.9%超	1.2%以下	203,692,000	6.48%	14	10.00%
1.2%超	1.5%以下	354,326,000	11.28%	12	8.57%
1.5%超	1.8%以下	161,056,000	5.13%	5	3.57%
1.8%超	2.1%以下	66,318,000	2.11%	7	5.00%
2.1%超	2.4%以下	28,422,000	0.90%	2	1.43%
2.4%超	2.7%以下	189,478,000	6.03%	5	3.57%
2.7%超	3.0%以下	208,428,000	6.63%	7	5.00%
3.0%超	5.0%以下	322,118,000	10.25%	17	12.14%
5.0%超	7.0%以下	142,110,000	4.52%	6	4.29%
7.0%超	10.0%以下	142,110,000	4.52%	5	3.57%
10.0%超		293,692,000	9.35%	9	6.43%
合計		3,141,574,000	100.00%	140	100.00%
単純平均値(%)	2.7				
加重平均値(%)	3.1				

(注)売上高経常利益率(%) = 経常利益 ÷ 売上高 × 100

14.売上高支払利息割引率分布

		金額(円)	構成比(%)	債務者数	構成比(%)
	0.2%以下	113,688,000	3.62%	6	4.29%
0.2%超	0.4%以下	265,270,000	8.44%	14	10.00%
0.4%超	0.6%以下	336,326,000	10.71%	14	10.00%
0.6%超	0.8%以下	435,804,000	13.87%	19	13.57%
0.8%超	1.0%以下	404,542,000	12.88%	21	15.00%
1.0%超	1.2%以下	374,222,000	11.91%	14	10.00%
1.2%超	1.4%以下	123,162,000	3.92%	7	5.00%
1.4%超	1.6%以下	66,318,000	2.11%	6	4.29%
1.6%超	1.8%以下	312,640,000	9.95%	12	8.57%
1.8%超	2.0%以下	345,802,000	11.01%	10	7.14%
2.0%超	2.2%以下	18,948,000	0.60%	2	1.43%
2.2%超	2.5%以下	85,266,000	2.71%	5	3.57%
2.5%超	3.0%以下	217,900,000	6.94%	7	5.00%
3.0%超		41,686,000	1.33%	3	2.14%
合計		3,141,574,000	100.00%	140	100.00%
単純平均値(%)	1.2				
加重平均値(%)	1.2				

(注)売上高支払利息割引率(%) = 支払利息割引料 ÷ 売上高 × 100

15.インタレスト・カバレッジレシオ分布

		金額(円)	構成比(%)	債務者数	構成比(%)
	1.0倍以下	497,386,000	15.83%	27	19.29%
1.0倍超	2.0倍以下	1,080,980,000	34.41%	46	32.86%
2.0倍超	3.0倍以下	416,858,000	13.27%	22	15.71%
3.0倍超	4.0倍以下	132,636,000	4.22%	6	4.29%
4.0倍超	5.0倍以下	208,428,000	6.63%	10	7.14%
5.0倍超	6.0倍以下	56,844,000	1.81%	2	1.43%
6.0倍超	7.0倍以下	104,214,000	3.32%	6	4.29%
7.0倍超	8.0倍以下	265,270,000	8.44%	6	4.29%
8.0倍超	9.0倍以下	94,738,000	3.02%	4	2.86%
9.0倍超	10.0倍以下	9,474,000	0.30%	1	0.71%
10.0倍超	20.0倍以下	161,058,000	5.13%	5	3.57%
20.0倍超	30.0倍以下	28,422,000	0.90%	2	1.43%
30.0倍超		85,266,000	2.71%	3	2.14%
合計		3,141,574,000	100.00%	140	100.00%
単純平均値(倍)	9.8				
加重平均値(倍)	12.0				

(注)インタレスト・カバレッジレシオ(倍) = (償却後営業利益 + 受取利息・配当金) ÷ 支払利息・割引料

16.CRDモデル3 累積1年デフォルト確率分布

		金額(円)	構成比(%)	債務者数	構成比(%)
	0.1%以下	208,428,000	6.63%	15	10.71%
0.1%超	0.2%以下	734,234,000	23.37%	36	25.71%
0.2%超	0.3%以下	592,124,000	18.85%	28	20.00%
0.3%超	0.4%以下	281,380,000	8.96%	17	12.14%
0.4%超	0.5%以下	326,852,000	10.40%	12	8.57%
0.5%超	0.6%以下	113,688,000	3.62%	6	4.29%
0.6%超	0.7%以下	183,796,000	5.85%	6	4.29%
0.7%超	0.8%以下	56,844,000	1.81%	2	1.43%
0.8%超	0.9%以下	217,900,000	6.94%	6	4.29%
0.9%超	1.0%以下	94,740,000	3.02%	2	1.43%
1.0%超	1.1%以下	85,266,000	2.71%	4	2.86%
1.1%超	1.2%以下	56,844,000	1.81%	2	1.43%
1.2%超	1.3%以下	142,108,000	4.52%	2	1.43%
1.3%超	1.4%以下	28,422,000	0.90%	1	0.71%
1.4%超	1.5%以下	18,948,000	0.60%	1	0.71%
1.5%超	1.6%以下	0	0.00%	0	0.00%
1.6%超	1.7%以下	0	0.00%	0	0.00%
1.7%超	1.8%以下	0	0.00%	0	0.00%
1.8%超	1.9%以下	0	0.00%	0	0.00%
1.9%超	2.0%以下	0	0.00%	0	0.00%
2.0%超		0	0.00%	0	0.00%
合計		3,141,574,000	100.00%	140	100.00%
単純平均値(%)	0.37				
加重平均値(%)	0.46				

17.RDB中小企業クレジットモデル デフォルト確率分布

		金額(円)	構成比(%)	債務者数	構成比(%)
	0.1%以下	47,370,000	1.51%	3	2.14%
0.1%超	0.2%以下	208,428,000	6.63%	8	5.71%
0.2%超	0.3%以下	175,270,000	5.58%	9	6.43%
0.3%超	0.4%以下	161,058,000	5.13%	6	4.29%
0.4%超	0.5%以下	170,530,000	5.43%	8	5.71%
0.5%超	0.6%以下	170,532,000	5.43%	11	7.86%
0.6%超	0.7%以下	416,850,000	13.27%	13	9.29%
0.7%超	0.8%以下	165,796,000	5.28%	10	7.14%
0.8%超	0.9%以下	270,008,000	8.59%	13	9.29%
0.9%超	1.0%以下	309,802,000	9.86%	16	11.43%
1.0%超	1.1%以下	123,162,000	3.92%	8	5.71%
1.1%超	1.2%以下	132,636,000	4.22%	6	4.29%
1.2%超	1.3%以下	203,692,000	6.48%	10	7.14%
1.3%超	1.4%以下	113,688,000	3.62%	4	2.86%
1.4%超	1.5%以下	259,586,000	8.26%	5	3.57%
1.5%超	1.6%以下	9,474,000	0.30%	1	0.71%
1.6%超	1.7%以下	9,474,000	0.30%	1	0.71%
1.7%超	1.8%以下	132,636,000	4.22%	4	2.86%
1.8%超	1.9%以下	28,422,000	0.90%	2	1.43%
1.9%超	2.0%以下	0	0.00%	0	0.00%
2.0%超		33,160,000	1.06%	2	1.43%
合計		3,141,574,000	100.00%	140	100.00%
単純平均値(%)	0.84				
加重平均値(%)	0.86				

18.リスクカルク日本版v3.1 デフォルト確率分布

		金額(円)	構成比(%)	債務者数	構成比(%)
	0.1%以下	540,014,000	17.19%	18	12.86%
0.1%超	0.2%以下	255,798,000	8.14%	15	10.71%
0.2%超	0.3%以下	440,542,000	14.02%	25	17.86%
0.3%超	0.4%以下	563,702,000	17.94%	24	17.14%
0.4%超	0.5%以下	497,386,000	15.83%	22	15.71%
0.5%超	0.6%以下	269,060,000	8.56%	13	9.29%
0.6%超	0.7%以下	127,900,000	4.07%	7	5.00%
0.7%超	0.8%以下	56,844,000	1.81%	2	1.43%
0.8%超	0.9%以下	170,530,000	5.43%	5	3.57%
0.9%超	1.0%以下	161,058,000	5.13%	5	3.57%
1.0%超	1.1%以下	9,474,000	0.30%	1	0.71%
1.1%超	1.2%以下	0	0.00%	0	0.00%
1.2%超	1.3%以下	9,474,000	0.30%	1	0.71%
1.3%超	1.4%以下	28,422,000	0.90%	1	0.71%
1.4%超	1.5%以下	0	0.00%	0	0.00%
1.5%超	1.6%以下	0	0.00%	0	0.00%
1.6%超	1.7%以下	0	0.00%	0	0.00%
1.7%超	1.8%以下	0	0.00%	0	0.00%
1.8%超	1.9%以下	11,370,000	0.36%	1	0.71%
1.9%超	2.0%以下	0	0.00%	0	0.00%
2.0%超		0	0.00%	0	0.00%
合計		3,141,574,000	100.00%	140	100.00%
単純平均値(%)	0.40				
加重平均値(%)	0.41				

貸付債権のコンフォート

貸付債権について、有限会社東京共同会計事務所によって債権の実在性、適格性等についてコンフォート手続が行われる予定である。コンフォートの結果は、発行体、アレンジャーに提出される。

貸付債権の特性

本案件の参照プールは、5つの参加金融機関が当初から証券化することを目的として募集した中小企業向け貸付債権で構成されている。当初、参照プールに含まれる債務者数は140社、金額は合計約31.4億円であり、属性分布は10ページの「参照プール属性データ」の通りである。本案件において、参照債務である貸付債権は期中他の債務と入れ替えられることはない。

参照プールにおける一債務者あたりの平均金額は22.4百万円であり、過去及び既存案件と同水準であるが、債務者数が少ないことから、プールに占める割合は約0.7%と高い数値となっている。

参照プールの属性分布は、主要な項目について過去及び既存案件のプールと概ね同様の傾向が見られるが、以下の点が本案件の主な特徴として挙げられる。

- » 売上や従業員数の面から、比較的規模の小さい債務者の比率が高い
- » 与信歴の短い先(3年未満)の比率が低い

貸付概要

貸付債権の概要及び主な適格要件は以下の通りである。

- » 資金用途: 長期運転資金、設備資金(旧債振替は不可)
- » 貸付金額: 10百万円以上、150百万円以下
- » 貸付金利: 変動又は固定
- » 貸付年限: 3年1ヶ月から3年3ヶ月
- » 返済方法: 利息/ 1ヶ月毎前払い、または1ヶ月毎後払い
元本/ 1ヶ月毎元金均等返済(平成23年1月20日を第1回返済日とし、以

後1ヶ月ごとの割賦返済)

- » 融資形態: 証書貸付
- » 担保: 無担保
- » 連帯保証人: 第三者の保証は不可(経営責任者による保証の有無は貸付債権毎に異なる)
- » 期限前返済: 原則不可

主な適格要件

- » 株式会社日本政策金融公庫法(平成19年法律第57号。その後の改正を含む。)第2条第1項第3号に規定する中小企業者であること
- » 原則として、業歴が3年以上であること、かつ、2期連続の正常決算を有すること
- » 各参加金融機関及び日本公庫の審査をともに通過すること
- » 原則として、直近の決算の数値が以下のすべてを満たすこと
 - ・債務超過でないこと
 - ・経常利益を計上していること
 - ・今次申込額の月商倍率(今次申込額/平均月商)が2倍以下であること
 - ・貸付金額が10百万円以上150百万円以下であること
 - ・各参加金融機関が個別に設定するその他基準を満たしていること 等

ムーディーズの分析

分析に用いたデータ

ムーディーズは、日本公庫を通じ、2期分の財務データを含む債務者毎のローン・バイ・ローンデータ及び参照プール属性データを受領した。また、日本公庫の過去及び既存の証券化案件を通じ、2004年以降のモニタリング・データを保有しており、今回の参加金融機関のデータを含んでいる。提供を受けたデータの質と量は、本案件の格付水準に照らして十分なものであると考えている。また、参考データとして日本公庫の約10年分の母体ヒストリカルデータを受領した。

債権のオリジネーション及び属性の分析

債権のオリジネーションは、各参加金融機関が当初より証券化することを目的として実行されたものである。対象となる債務者は、業歴が3年以上であること、2期連続の正常決算を有すること、一定の財務基準を満たすこと等、前述の貸付要件を満たす企業に限られる。融資申込み企業に対し、参加金融機関と日本公庫はそれぞれの審査基準に基づき、二重の審査を行う。参照プールには、当該審査を通過した企業のみが含まれる。

ムーディーズは、各参加金融機関の募集・審査方針等を確認するため、参加金融機関とのミーティングや日本公庫を通じたヒアリングを行った。その中で、参加金融機関が本貸付債権について無担保プロパー（信用貸）と同様の募集・審査を行い、決裁権限に関しては全件本部決済を行っていることを確認した。さらに本件では、各参加金融機関が最劣後部分に相当する免責部分の損失を負担することや、日本公庫がB号・C号社債投資家の立場から貸付債権の審査を行うこと等により、債務者の選定段階における逆選択のリスクが一定程度抑制されると考えられる。

過去シリーズ案件において、参加金融機関にとっての新規先や与信歴の短い先のデフォルトが比較的多かったことを受けて、本案件では当該債務者層に対する日本公庫の審査基準が厳格化された。属性データによれば、与信歴が3年未満の先の割合は約1割程度であり、過去案件との比較では大きく減少している。さらに、参加金融機関が新規先を募集対象外としたり、また募集対象とする場合においても慎重に対応した結果、純粋な新規先は1債務者にとどまった。

ムーディーズは上記の他に、以下の点を期待クレジット・イベント発生率の想定に織り込んでいく。

- » 証券化を前提に債務者を募って新たにローンを実行することから、現時点で比較的資金ニーズの強い債務者がプールに多く含まれる可能性がある
- » 売上や従業員数の面から、比較的規模の小さい債務者の比率が高い。ただし2008年秋の金融危機以降売上が全体的に落ち込んだことや、固定費の削減を行った企業が多いことも、影響していると考えられる。
- » ローン・バイ・ローンデータの一項目として提供を受けている債務者の取引金融機関データによれば、貸付実行当時において参加金融機関自身がメインまたはサブバンクである（主力である）債務者の比率が、過去案件対比やや高い。一般に、参加金融機関の取引地位が高いほど、債務者との取引関係が強く、債務者の実態把握が十分になされている可能性が高くなるものと考えられる。

クレジット・イベント発生率の想定

ムーディーズがこれまでに格付を付与した、日本公庫による中小企業CLO案件の裏付け債権プールのデフォルト率は、2004年末から2006年末までは1%（年率）を切る水準で推移したが、2007年頃から徐々に上昇し始めた。企業倒産件数もほぼ同時期から増加傾向にあり、企業倒産件数の動向と裏付け債権プールのデフォルト率のトレンドにある程度関連性が見られた。

うちキャッシュ型案件については、直近の景気の谷と考えられる2009年3月に、デフォルト率はピークに達し、政府の各種資金繰り支援策による下支えもあってその後は概ね落ち着いた推移を示している。一方で、新規延滞は2010年以降も前年を上回る水準で発生しており、それら延滞の多くが長期化（3ヶ月超延滞）している。こうした延滞動向は、依然厳しい中小企業の経営環境を反映していると共に、中小企業者等に対する金融の円滑化を図るための臨時措置に関する法律（「金融円滑化法」）の効果により債務者が金融機関の支援を得てデフォルトを免れている現状を表しているものと思われる。

シンセティック型案件のクレジット・イベント発生率も、概ね企業倒産件数の動向と同様の傾向を示して推移した。しかしながら、2009年4月期以降について見ると、キャッシュ型案件のデフォルト

ト率が低下した一方で、シンセティック型案件のクレジット・イベント発生率は上昇した。シンセティック型案件では、長期延滞(3ヶ月超延滞)は支払不履行としてクレジット・イベントに該当するため、キャッシュ型案件で観察されている延滞の長期化傾向が、クレジット・イベントの増加につながったものと推察している。その後、2010年に入りパフォーマンスは安定化傾向にあり、足元数ヶ月のクレジット・イベント発生率は2%程度で推移している。また、シンセティック型の本シリーズ案件における過去約3年間の平均的なクレジット・イベント発生率は、年率約3%である。

日本経済は、生産や輸出の減少を背景として改善の動きに足踏み感がある。このところ一部に持ち直しに向けた動きが見られるものの、中小企業の事業環境は相対的に厳しい状況が継続している。しかしながら、企業の倒産件数は、政府の各種資金繰り支援策の効果もあり、引続き前年を下回る水準で推移する等相当程度抑制された水準にある。

景気対応緊急保証制度が2011年3月に終了予定であり、資金繰り支援策は縮小方向にあるものの、金融円滑化法の適用が2012年3月まで継続される方針である等、急激な資金繰りの悪化には至らないとみられる。しかしながら、景気動向次第で企業倒産が徐々に増加に転じていく可能性があることや、金融円滑化法の将来的な打ち切り等、政策の持続性に関するリスクに注意が必要と考えている。

ムーディーズでは、上記に加え、債権のオリジネーション、過去及び既存案件における各参加金融機関別のパフォーマンス等を検討し、本参照プールの期待クレジット・イベント発生率を、参加金融機関平均で年率2.9%と推定した。この水準は、今後の政策支援の継続性や、景気回復の持続性に対する不透明感の影響等を、ある程度織り込んだものである。

本案件のクレジット・イベントには、通常の「法的倒産(Bankruptcy)」と「支払不履行(Failure to Pay)」の他、「リストラクチャリング(Restructuring)」と、限定的な「期限の利益喪失(Obligation Acceleration)」が含まれている。

» リストラクチャリング(Restructuring)

ムーディーズは、リストラクチャリングが含まれることにより、クレジット・イベントの発生率が通常のデフォルト率よりも高まる可能性をある程度加味した上で、参照プールの平均クレジット・イベント発生率を推定している。過去及び既存案件で発生したクレジット・イベントの内訳を見ると、これまでにリストラクチャリング・クレジット・イベントの認定を受けた参照債務は全クレジット・イベント件数の約14%に留まっており、ムーディーズの想定範囲内に収まっている。また、デフォルト金額の評価プロセスにおいて、各金融機関の要管理債権に対する引当率実績をもとに評価率が決定され、損失金額は他イベントに比べ少額であったため、格付へのネガティブな影響は限定的であった。

リストラクチャリングがクレジット・イベントに含まれる際の他の論点として、オリジネーターに同事由を宣言するインセンティブが生じる可能性が挙げられる。この点については、参照プールにクレジット・イベントが発生した場合に、当該損失が免責金額を超過しない範囲で当該参加金融機関の負担となることや、請求通知によりクレジット・イベントの発生を確定させるためには独立認定人による認定を要すること等が、必要以上のクレジット・イベントの発生を抑制する方向で機能すると考えている。

なお、本案件のリストラクチャリング・クレジット・イベントに関して、金融円滑化法の影響は小さいと考える。クレジット・イベント定義にリストラクチャリングを含む案件において、金融機関が条件変更に応じやすくなる金融円滑化法の影響は、本来小さくないはずである。しかしながら、金融円滑化法等を背景とした現行制度では、条件変更された債権は一定の条件のもと不良債権とみなさなくてよいとされる一方、本案件ではリストラクチャリング・クレジット・イベントを満たす条件として、対象債権について要管理債権以下への債権区分の見直しを行うことが含まれるためである。過去及び既存案件でも、それら債権の多くはリストラクチャリング・クレジット・イベントに該当しなかったと考えられる。

» 限定的な「期限の利益喪失(Obligation Acceleration)」

通常、期限の利益喪失は必ずしも参照企業のデフォルトを意味しないが、本案件では期限

クレジット・イベントに関する 評価¹⁰

¹⁰ クレジット・イベントに関する詳細な議論については、ムーディーズの格付手法「企業CSO(シンセティックCDO)に対するムーディーズの格付手法」(2010年9月)を参照のこと。

の利益を喪失した事実を CDS バイヤーがセラーに通知した後 3 ヶ月以内に債務の全額支払いがなされない場合のみをクレジット・イベントと定義しているため、ムーディーズはこれをデフォルトと同等とみなしている。

» デフォルト金額の評価プロセスに関する補足

本案件では、クレジット・イベントが支払不履行またはリストラクチャリングである場合には、デフォルト金額の評価プロセスにおいて、1) デイリーのクォーターション、2) 各金融機関の当該債権の債権区分及び当該債権区分に対する引当率実績に基づき、評価率が決定される。したがって、これらのクレジット・イベントに係るデフォルト金額は、法的倒産等のクレジット・イベントに比べ小さくなる可能性がある。

しかしながら当該評価率は、クォーターションの取得可否やクレジット・イベント申請時の当該参照債務の債権区分次第であることから、これらの不確実性を考慮して、ムーディーズはクレジット・イベント債務からの回収率を保守的にゼロと想定している。

参照プールの分散度

本案件では、債務者数 140 と少なく、平均債務者集中が約 0.7%、最大債務者集中が約 3% と高いこと等、プールの分散度が一般的な中小企業 CLO と比較して低い。

このようなプールでは、一債務者あたりのデフォルトの影響度合いが大きいことに加え、金額の大きい債務者に集中してデフォルトが発生した場合、特に格付への影響が大きいことに注意が必要である。ムーディーズでは、分散の効いた案件の分析と比較して、より保守的な想定を置く等、分散度の低さを格付分析に織り込んでいる。

信用補完の水準

免責金額及び社債の優先劣後構造が信用補完となる。当初劣後比率は、A 号社債に対して約 39.5%、B 号社債に対して約 21.1%、C 号社債に対して約 15.5% である。

ムーディーズは、以上のような参照プールの信用力、分散度に加え、デフォルトが案件初期に多く発生したり、特定のサブプールに集中して発生する可能性等を考慮しつつ、モンテ・カルロ・シミュレーションを用いて分析を行い、A 号社債、B 号社債、及び C 号社債に対する劣後比率が、それぞれ (P)Aaa (sf)、(P)Baa2 (sf)、(P)Caa2 (sf) の格付水準に照らして十分なものであると判断した。

本案件は、各 CDS 契約における免責金額は案件期間中に減額されることなく一定であり、また C 号社債の元本償還は原則として期日一括償還である。したがって、参照債務の減額と共に A 号・B 号社債に対する劣後比率が上昇することが、格付の安定性に寄与する。

なお、これらの格付を決定するに当たっては、以下に述べる要素も考慮されている。

(i) 参加金融機関に対する免責部分の割当て

各参加金融機関が保有する免責部分は、サブ・プールのデフォルト損失を最初にかバーする役割を持つ。サブ・プール毎に債務者数や債権金額の集中等が異なることから、各参加金融機関に割り当てられる免責部分の配分割合は、参照プール総額に占めるサブ・プールの構成割合と必ずしも同一ではない。

(ii) CDS バイヤーのプレミアム支払いに関する手当て

CDS 契約に基づいて CDS バイヤー (参加金融機関/日本公庫) が支払うプレミアムは、3 ヶ月毎前払いすることが定められている。また、CDS バイヤーの倒産やプレミアム不払い等の事由に伴う CDS 契約の解除により A 号及び B 号社債の利払いに不足分が生じた場合、C 号社債への支払利息を A 号及び B 号社債の利払いに充当するようウォーターフォールが規定されている点も強みとなっている。更に、当初 2 回分の C 号社債利息が利息支払口座内に留保されるため、流動性補完として考慮することができる。

(iii) 安全資産の信用力

本案件の社債に関する期待損失の分析には、発行代わり金が預け入れられる預金の信用力も考慮されている。

本社債の発行代わり金は運用先は、適格金融機関¹¹の預金であることが規定され、当初はみずほコーポレート銀行の定期預金にて運用される。本預金は、CDS 契約において発生する損害補填金額の支払い、及び本社債の期中及び最終期日の元本償還の原資として使われる。運用先

¹¹ 「適格金融機関」とは、(i) 短期預金格付が P-1 以上であり、かつ、(ii) 長期預金格付が A2 以上であるものをいう。

が適格金融機関でなくなった場合、預金は 30 日以内に適格金融機関の要件を満たす他の金融機関の口座に移管されるか、もしくは適格な保証を取得することとされている。

モニタリング

ムーディーズは、日本公庫を通じて、期中回収状況等に関するレポートを3ヶ月毎に受領する予定である。モニタリングにあたっては、参照プールのパフォーマンスに加え、マクロ動向、中小企業の状況等を総合的に評価し、格付に対する影響をモニターしていく。

関連リサーチ

格付手法

- » 日本の中小企業 CDO に対するムーディーズの格付手法(2010年9月)
- » 企業 CSO(シンセティック CDO)に対するムーディーズの格付手法(2010年9月)
- » 証券化商品の V スコアとパラメータ・センシティブリティのアップデート(2010年9月)

スペシャルレポート

- » 流動化・証券化のための一般社団法人(2007年5月)
- » 日本政策金融公庫による中小企業 CLO(買取型):取引サマリー(2010年12月)
- » 日本の中小企業 CDO:格付けモニタリングの現状(2010年6月)

セクターコメント

- » 中小企業 CDO プール分析における着眼点—実績データからの考察を含めて(2011年2月)
- ### クレジットオピニオン
- » 日本政策金融公庫(2010年7月)

ムーディーズ ジャパン株式会社
 〒105-6220
 東京都港区愛宕2丁目5-1
 愛宕グリーンヒルズ MORI タワー 20F

Report Number: SFP552 (Japanese)

Copyright 2011 Moody's Investors Service, Inc.及び/又は同社のライセンサー及び関連会社(以下「MOODY'S」と総称します。) All rights reserved.

信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、ムーディーズ・ジャパン株式会社(以下「MJKK」といいます。)の現時点の意見です。MJKKは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場価値リスク、価格変動性リスク及びその他のリスクについて言及するものではありません。信用格付は、現在又は過去の事実を示すものではありません。信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。信用格付は、特定の投資家にとっての投資の適切性について論評するものではありません。MJKKは、投資家が、購入、保有、又は売却を検討する各証券について投資家自身で研究・評価するという期待及び理解の下で、信用格付を発行します。

ここに記載する情報はすべて、著作権法を含む法律により保護されており、いかなる者も、いかなる形式、方法、手段によっても、これらの情報(全部か一部かを問いません。)を、MOODY'Sの事前の書面による同意なく、複製その他の方法により再製、リパッケージ、転送、譲渡、頒布、配布、転売することはできず、また、これらの目的で再使用するために保管することはできません。ここに記載する情報は、すべて MOODY'S が正確かつ信頼しうると考える情報源から入手したものです。しかし、人的及び機械的誤りが存在する可能性、並びにその他の事情により、MOODY'S はこれらの情報をいかなる種類の保証もつけることなく「現状有姿」で提供しています。MOODY'S は、信用格付を付与する際に用いる情報が十分な品質を有し、またその情報源が MOODY'S にとって信頼できると考えられるものであること(独立した第三者がこの情報源に該当する場合もある。)を確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、MOODY'S は監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。MOODY'S はいかなる状況においても、またいかなる者又は法人に対しても、以下の(a)及び(b)について一切責任を負いません。

(a) これらの情報の入手、収集、編纂、分析、解釈、伝達、公表又は配布に関する誤り(過失によるか、その他の原因によるかを問いません。)又はその他の状況若しくは偶発事象(MOODY'S、あるいはその取締役、役員、従業員あるいは代理人の支配力が及ぶか及ばないかを問いません。)に(全部、一部を問わず)起因し、由来し、若しくは関係する損失又は損害。

(b) MOODY'S が事前に当該損害の可能性について助言を受けていた場合においても、これらの情報の使用により又は使用が不可能であることにより発生する、あらゆる種類の直接的、間接的、特別、二次的、補償的、又は付随的損害(逸失利益を含みますがこれに限定されるものではありません。)

ここに記載される情報の一部を構成する格付、財務報告分析、予測、及びその他の見解(もしあれば)は、MOODY'S の意見の表明であり、またそのようなものとしてのみ解釈されるべきであり、これによって事実を表明し、又は証券の購入、売却若しくは保有を推奨するものではありません。ここに記載する情報の各利用者は、購入、保有又は売却を検討する各証券について、自ら研究・評価しなければなりません。MOODY'S は、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、(明示的、黙示的を問わず)いかなる保証も行っていない。

MJKK は、ムーディーズ・グループ・ジャパン合同会社の完全子会社であり、同社は、Moody's Corporation (以下「MCO」といいます。)の完全子会社である Moody's Overseas Holdings Inc.の完全子会社です。MJKK は日本の金融商品取引法の下で金融庁に登録された信用格付業者であり、登録番号は金融庁長官(格付)第2号です。

MJKK は、MJKK が格付を行っている債券(社債、地方債、債券、手形、CPを含みます。)及び優先株式の発行者の大部分が、MJKK が行う評価・格付サービスに対して、MJKK による格付の付与に先立ち、20万円から約3億5,000万円の手数料を MJKK に支払うことに同意していることを、ここに開示します。また、MCO 及び MJKK は、MJKK の格付及び格付過程の独立性を確保するための方針と手続きを整備しています。MCO の取締役と格付対象会社との間の何らかの利害関係の存在、及び MJKK から格付を付与され、かつ MCO の株式の5%以上を保有していることを SEC に公式に報告している会社間の何らかの利害関係の存在に関する情報は、MOODY'S のウェブサイト www.moody's.com 上に "Shareholder Relations-Corporate Governance-Director and Shareholder Affiliation Policy" という表題で毎年、掲載されます。

本書のオーストラリアでの公開は、オーストラリア金融サービス認可番号 336969 を有する MOODY'S の関連会社である Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657 によって行われます。本文書は(2001年会社法761G条の定める意味における)「ホールセール顧客」のみへの提供を意図したものです。オーストラリア国内から本文書に継続的にアクセスした場合、MOODY'S に対して、「ホールセール顧客」であるか又は「ホールセール顧客」の代表者として本文書にアクセスしていること、及び、貴殿又は貴殿が代表する法人が、直接又は間接に、本書又はその内容を(2001年会社法761G条の定める意味における)「リテール顧客」に配布しないことを表明したことになります。

本信用格付は、発行者の信用力又は債務についての意見であり、発行者のエクイティ証券又はリテール投資家が取得可能なその他の形式の証券について意見を述べるものではありません。リテール投資家が、本信用格付に基づいて投資判断をするのは危険です。もし、疑問がある場合には、フィナンシャル・アドバイザーその他の専門家に相談することを推奨します。