

**地域金融機関 CLO**

## 中小企業金融公庫の証券化支援業務のもとで実施される買取型 CLO

コンタクト増田 厚 (03)5408-4100  
アソシエイト・アナリスト関 雄介 (03)5408-4100  
VP-シニア・クレジット・オフィサー北山 慶 (03)5408-4100  
代表取締役

このプリセール・レポートは、ムーディーズが2005年2月24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けは、格付け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、正式な格付けが決定される予定である。正式な格付けは予備格付けと異なる可能性がある。ムーディーズは格付け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。

**格付け及び取引概要**

2005年(平成17年)2月25日、ムーディーズは、中小企業金融公庫の証券化支援業務のもとで実施される買取型案件「地域金融機関 CLO」に予備格付けを付与した。

ムーディーズによる格付けは、法定最終償還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。本取引は、期日通りの配当支払い並びに法定最終償還日までの元本の全額償還がなされるように組成されている。

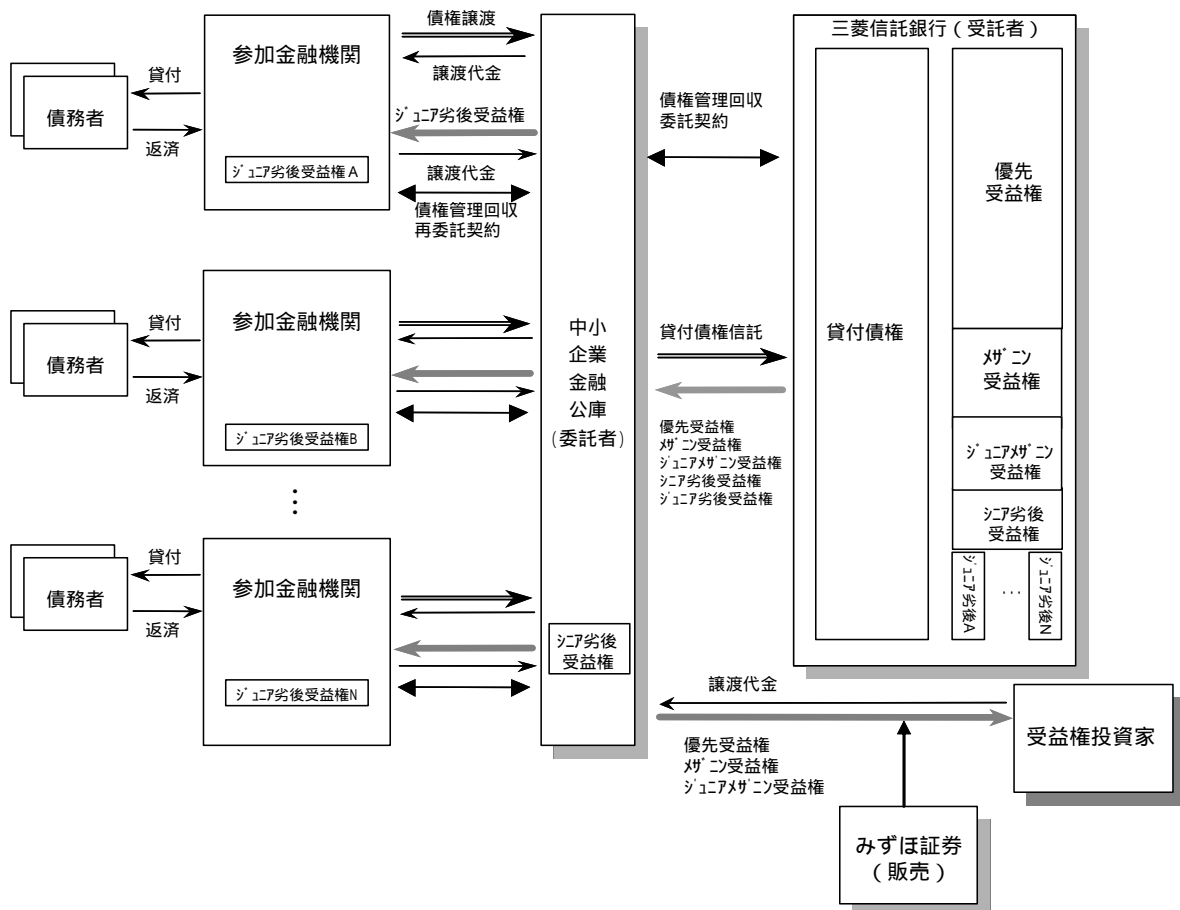
格付け対象:	クラス	発行金額	配当率	格付け
	優先受益権	8,400,000,000 円	固定	(P)Aaa
	メザニン受益権	250,000,000 円	固定	(P)A1
	ジュニアメザニン受益権	320,000,000 円	固定	(P)Baa2
信託設定日:	2005年3月22日			
予定最終償還日:	2008年4月15日			
法定最終償還日:	2009年4月15日			
裏付債権:	中小企業向け貸付債権			
債権元本総額:	10,353,000,000 円			
参加金融機関: (オリジネーター/サービサー)	株式会社山陰合同銀行、株式会社栃木銀行、株式会社中京銀行、 株式会社福岡中央銀行、株式会社熊本ファミリー銀行、 株式会社八千代銀行、西武信用金庫、岡崎信用金庫、 碧海信用金庫、京都信用金庫、大阪東信用金庫、 姫路信用金庫、尼崎信用金庫、淡路信用金庫 (6 銀行、8 金庫)			

セラー： 中小企業金融公庫  
 受託者： 三菱信託銀行株式会社  
 アレンジャー： みずほ証券株式会社

### 格付け見解要約

- 本証券化取引は、14 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実行し、中小企業金融公庫が証券化支援業務のもとで買い取った中小企業向け貸付債権を裏付けとする CLO である。
- 本証券化取引に対する格付けは、以下の理由に基づくものである。
  - 裏付債権プールの信用力及び分散度
  - 優先劣後構造により提供される信用補完水準
  - 参加金融機関及び中小企業金融公庫による二重の募集審査
  - 法的側面からみたストラクチャーの強み

### スキーム図



## ストラクチャー

### 仕組みの概要

各参加金融機関は、予め定められた募集期間において中小企業向け貸付の募集を行う。参加金融機関及び中小企業金融公庫(以下「中小公庫」)は、申込みのあった企業に対して審査を行ない、当該審査を通過した企業に対して参加金融機関は貸付を実行する。

中小公庫は当該貸付債権及びこれに付帯する一切の権利を一旦参加金融機関から譲受け、三菱信託銀行(以下「受託者」)に対して信託譲渡する。これらの債権譲渡に関しては、各債務者から確定日付ある証書による異議なき承諾を得ることにより、債務者対抗要件及び第三者対抗要件が具備される。受託者は債権譲渡の見返りとして、中小公庫に対して優先受益権、メザニン受益権、ジュニアメザニン受益権、シニア劣後受益権、及びジュニア劣後受益権(A)ないし(N)の18種類の受益権を発行する。

中小公庫は、優先受益権、メザニン受益権及びジュニアメザニン受益権をみずほ証券を通じて投資家に譲渡し、またジュニア劣後受益権(A)ないし(N)を各参加金融機関に譲渡する。シニア劣後受益権は中小公庫がそのまま保有する。なお、受託者は中小公庫に貸付債権のサービシング業務を委託し、中小公庫は各参加金融機関に当該業務を再委託する。

各参加金融機関が保有するジュニア劣後受益権は、当該受益権を保有する参加金融機関が自ら譲渡した貸付債権に発生する損失のみをカバーし、他の参加金融機関が譲渡した貸付債権に発生する損失をカバーすることはできない。一方、メザニン受益権、ジュニアメザニン受益権、シニア劣後受益権は、全ての参加金融機関が譲渡した貸付債権に発生する損失をカバーすることができる。

優先受益権ないしシニア劣後受益権の配当は3ヶ月毎に行われる一方、各ジュニア劣後受益権の配当支払いは信託終了日に行われる。また、各受益権の元本償還は予め定められた予定元本交付金額を限度として3ヶ月毎に行われる。但し、ジュニア劣後受益権(A)ないし(N)の元本償還は、当該ジュニア劣後受益権を保有する参加金融機関が譲渡した貸付債権残高に対する劣後受益権の当初比率を維持する範囲で行われる。

メザニン受益権ないしシニア劣後受益権には償還停止トリガーが設定されており、貸付債権のデフォルト発生が累積することにより当該受益権の元本の一部が毀損する、あるいは毀損が見込まれる場合には、当該受益権の配当支払い及び元本償還は停止する。

債務者が期限の利益を喪失した場合、当該貸付債権は、各ジュニア劣後受益権の当初元本残高を超過しない範囲で、各ジュニア劣後受益者である参加金融機関に元本償還として現状有姿交付される。ただし、参加金融機関がサービサーから解任された場合には、それ以降、当該参加金融機関に対する現状有姿交付は行われない。

### 受益権の配当支払い及び元本償還

期中における利息回収金、及び元本回収金の支払いは以下のとおり行われる。各ジュニア劣後受益権の配当支払いは信託終了日に行われる。

#### 利息回収金

- 1) 公租公課、諸費用の支払い
- 2) 優先受益権の予定配当額の支払い

- 3) メザニン受益権の予定配当額の支払い
- 4) ジュニアメザニン受益権の予定配当額の支払い
- 5) シニア劣後受益権の予定配当額の支払い
- 6) 上記支払いの後、残額の留保

優先受益権ないしシニア劣後受益権の元本償還に不足が生じる場合は、当該受益権より下位のクラスの配当支払いに優先して、当該不足分を支払う。

#### 元本回収金

- 1) 優先受益権の予定元本償還額の支払い
- 2) メザニン受益権の予定元本償還額の支払い
- 3) ジュニアメザニン受益権の予定元本償還額の支払い
- 4) シニア劣後受益権の予定元本償還額の支払い
- 5) 各ジュニア劣後受益権の予定元本償還額の支払い(当該ジュニア劣後受益権を保有する参加金融機関が譲渡した貸付債権残高に対する劣後受益権の当初比率を維持する範囲で支払われる。)
- 6) 上記支払いの後、残額の留保

優先受益権ないしシニア劣後受益権の予定配当支払いに不足が生じた場合は、当該受益権及び下位のクラスの元本償還に優先して、当該不足分を支払う。

#### 裏付債権

本証券化取引は、14 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実行し、中小企業金融公庫が証券化支援業務のもとで買い取った中小企業向け貸付債権を裏付けとするものである。

#### 貸付概要

資金用途:	設備資金、長期運転資金
貸付金額:	10 百万円以上、100 百万円以下
貸付金利:	固定
最終返済期日:	2008 年 3 月 20 日(期間 3 年)
返済方法:	利息/ 3 ヶ月毎前払い 元本/ 据置き期間なし、3 ヶ月毎均等返済
融資形態:	証書貸付
担保:	無担保
連帯保証人:	第三者の保証は不要(経営者及び実質的に経営を支配している者の保証の有無は参加金融機関により異なる)
期限前返済:	原則不可(やむを得ず期限前返済を行う場合は、元本及び未払い利息のほか、所定の損害金を支払うことが定められている)

## 主な貸付要件(各参加金融機関共通)

- 中小企業金融公庫法に規定する中小企業者であること
- 業歴が3年以上であること
- 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
  - ◆ CRD スコアリングモデル(モデル 2)<sup>1)</sup>によるデフォルト率が原則 1.2%以下であること
  - ◆ 今次申込額の月商倍率(今次申込額/平均月商)が 1.2 倍以下であること
- 参加金融機関及び中小公庫の審査をともに通過すること など

## 債務者の期限の利益喪失事由

債務者に関する主な期限の利益喪失事由は、以下のとおりである。

- i) 以下の事由が発生した場合、債務者は自動的に期限の利益を喪失する。
  - ◆ 破産手続開始、民事再生手続開始、会社更生手続開始、会社整理開始又は特別清算開始の申立があった場合
  - ◆ 手形交換所の取引停止処分を受けた場合 など
- ii) 以下の事由が発生し、債務者に対して参加金融機関による請求通知がなされた場合、債務者は期限の利益を喪失する。
  - ◆ 資金使途に違反した場合
  - ◆ 参加金融機関に対する債務の履行を遅滞した場合
  - ◆ 連帯保証人が期限の利益喪失事由に該当した場合 など

上記(ii)の事由が発生した場合、参加金融機関は受託者及び中小公庫に対してその旨の報告を行う。中小公庫は期限の利益を喪失させるか否かについて決定を行い、期限の利益喪失させる場合には、参加金融機関が債務者に対して請求通知を行う。

## 裏付債権プール概要(全参加金融機関合計)

債務者数:	507 社
債権元本総額:	10,353,000,000 円
加重平均残存期間:	約 1.63 年

1. CRD(Credit Risk Database 中小企業信用リスク情報データベース): 中小企業の資金調達環境の改善を図るべく、金融機関や投資家が中小企業の信用リスクについて信頼性の高い財務指標に基づく定量的評価を行うことを企図して、経済産業省・中小企業庁の主導により平成13年3月に構築された情報インフラ。平成17年2月時点で、信用保証協会や政府系・民間金融機関のほか、中小企業庁・日本銀行・中小企業総合事業団や全国の中小企業再生支援協議会、格付会社・証券会社など180機関が会員として参加している。会員が有する取引先中小企業(信用保証協会の場合は、金融機関から協会に持ち込まれて信用保証を行った先)の財務データ・非財務データおよびデフォルトデータについて情報を収集し①統計情報サービス、②スコアリングサービス、③サンプルデータサービスを提供している。表中のデフォルト率はCRDが提供するスコアリングモデルに基づき算出された、決算後1年以内の「デフォルト確率」である。なお「デフォルト」の定義は、3か月以上の延滞先、実質破綻先・破綻先および保証協会の代位弁済先を示す。  
(CRD 運営協議会のウェブサイト <http://www.crd-office.net/CRD/index2.htm>)

## 参加金融機関(オリジネーター兼サービサー)

本取引における参加金融機関(オリジネーター兼サービサー)は、以下の14金融機関である。

### **山陰合同銀行** (格付け:Baa1/P-2/D)

島根県に本店を置く地銀。2004年3月末現在、預金残高3.0兆円、資本金207億円、従業員数2,329人、153カ所の店舗を有している。

### **栃木銀行**

栃木県に本店を置く第二地銀。2004年3月末現在、預金残高2.0兆円、資本金274億円、従業員数1,570人、94カ所の店舗(店舗数のみ2004年6月現在)を有している。

### **中京銀行**

愛知県に本店を置く第二地銀。2004年3月末現在、預金残高1.4兆円、資本金318億円、従業員数1,289人、95カ所の店舗を有している。

### **福岡中央銀行**

福岡県に本店を置く第二地銀。2004年9月末現在、預金残高0.35兆円、資本金25億円、従業員数495人、41カ所の店舗を有している。

### **熊本ファミリー銀行**

熊本県に本店を置く第二地銀。2004年3月末現在、預金残高1.2兆円、資本金343億円、従業員数1,247人、79カ所の店舗を有している。

### **八千代銀行**

東京都に本店を置く第二地銀。2004年3月末現在、預金残高1.8兆円、資本金288億円、従業員数1,779人、85カ所の店舗を有している。

### **西武信用金庫**

東京都に本店を置く信用金庫。2004年3月末現在、預金残高1.2兆円、出資金61億円、従業員数1,049人、98カ所の店舗(店舗数のみ2004年7月現在)を有している。

### **岡崎信用金庫**

愛知県に本店を置く信用金庫。2004年3月末現在、預金残高2.2兆円、出資金32億円、従業員数2,162人、96カ所の店舗を有している。

### **碧海信用金庫**

愛知県に本店を置く信用金庫。2004年3月末現在、預金残高1.3兆円、出資金11億円、従業員数1,300人、74カ所の店舗を有している。

### **京都信用金庫**

京都府に本店を置く信用金庫。2004年12月末現在、預金残高2.0兆円、出資金134億円、従業員数1,714人、85カ所の店舗を有している。

## 大阪東信用金庫

2005年2月に阪奈信用金庫と八光信用金庫の合併により誕生した信用金庫。大阪府に本店を置き、56ヵ所の店舗を有している。

## 姫路信用金庫

兵庫県に本店を置く信用金庫。2004年3月末現在、預金残高0.79兆円、出資金27億円、従業員数861人、50ヵ所の店舗を有している。

## 尼崎信用金庫

兵庫県に本店を置く信用金庫。2004年3月末現在、預金残高2.0兆円、出資金123億円、従業員数1,846人、90ヵ所の店舗(従業員数及び店舗数は2004年10月現在)を有している。

## 淡路信用金庫

兵庫県に本店を置く信用金庫。2004年3月末現在、預金残高0.51兆円、出資金13億円、従業員数535人、27ヵ所の店舗を有している。

## 中小企業金融公庫(セラー)

中小企業金融公庫は、1953年(昭和28年)8月に中小企業金融公庫法を根拠法として、全額政府出資により設立された政策金融機関である。中小公庫の資本金は政府出資に限定されており、また、中小公庫は、経済産業大臣及び財務大臣による監督を受けている。

2004年3月末現在、総貸付残高7兆5,940億円、職員数2,120人、店舗数61営業部店、代理店数549店を有している。

中小公庫の業務は、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、中小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、中小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」証券化スキーム)。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」証券化スキーム)、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」証券化スキーム)を行う。本取引は、②の証券化支援業務に含まれる「買取型」証券化スキームとして組成されるものである。

ムーディーズは中小公庫とミーティングを行い、買取り審査の方針やプロセスなどを聴取した。中小公庫の買取り審査には、中小公庫が開発した独自モデル及びその他の計量的信用モデルによる信用力評価、債務者の税務申告書と決算書との内容の確認、債務者重複の有無の確認、グループ会社の有無の確認などが含まれる。

## 格付け見解

ムーディーズの格付けは、格付け対象の投資家が被る期待損失率をもとに付与される。ムーディーズは本取引の格付け分析を行うにあたり、裏付債権プールの信用力及び分散度を評価した上で、本取引のその他のストラクチャーも考慮することによって、各受益権に目標格付けを付与するために必要な信用補完のサイジングを行った。

## 裏付債権プールの信用力

本取引の裏付債権プールは、証券化を目的として募集された前述の貸付要件を満たす債務者向けの貸付債権で構成されている。ムーディーズは、複数の計量的信用モデルが算出する各債務者のデフォルト確率をベースに、定性的要因を加味することによって、裏付債権プールのデフォルト率を推定した。

### 計量的信用モデル

ムーディーズは、各債務者のデフォルト確率を推定するために、CRD スコアリングモデル(モデル 2)、中小企業クレジット・モデル<sup>2</sup>、及びリスクカルク(リスクカルクv3.1)<sup>3</sup>の 3 つの計量的信用モデルにより算出されたデフォルト確率を利用した。各計量的信用モデルによる裏付債権プールの平均デフォルト確率(1 年)は以下のとおりである。

計量的信用モデル	単純平均デフォルト確率(1 年)	加重平均デフォルト確率(1 年)
CRD スコアリングモデル	0.54%	0.60%
中小企業クレジット・モデル	0.70%	0.76%
リスクカルク v3.1	0.42%	0.42%

計量的信用モデルを用いて債務者のデフォルト率を予測する際には、モデルの構築に用いられたデータベースに含まれる債務者層と、裏付債権プールの債務者層がどの程度類似しているかに注目する必要がある。CRD スコアリングモデルは主に信用保証協会や地域金融機関が保有する中小企業のデータベースをもとに、中小企業クレジット・モデルは大手銀行及び地方銀行の顧客である中小企業のデータベースをもとに、リスクカルクは複数の大手銀行の顧客である中堅・中小企業のデータベースをもとに構築されたものである。

本取引の裏付債権プールに含まれる債務者は地域金融機関の顧客であり、大手銀行の顧客に比べてやや小さい規模の企業が中心であることから、ムーディーズは、CRD スコアリングモデルが算出するデフォルト確率を重視しつつ、中小企業クレジット・モデルによるデフォルト確率も考慮することにより、プール全体の期待デフォルト率を推定することとした。

2. 中小企業クレジット・モデル: 日本の中小零細企業を対象とするスタンダード&プアーズと日本リスク・データ・バンク(\*)の信用リスク評価モデル。金融機関・地方公共団体を除く全業種、非上場企業に対応する。モデルは、日本リスク・データ・バンクの会員から拠出されたデータを基礎として、日本リスク・データ・バンクが構築し、スタンダード&プアーズがモデル・パフォーマンスの評価分析を行った。顧客の財務情報を入力することにより、推定デフォルト率、企業偏差値、スコアなどの信用リスク指標が算出される。モデルは全業種対象のもの、また、製造業、建設業、不動産業、卸売業、小売業、その他サービス業などの特定業種に限定したバージョンもある。本案件では当該特定業種に該当する債務者については特定業種モデルにて推定デフォルト確率を算出している。なお、「デフォルト」の定義は、3 ヶ月以上の延滞先、破綻懸念先、実質破綻先・破綻先、および保証協会の代位弁済先である。

(\*)日本リスク・データ・バンク株式会社: 4 大金融グループおよび地方銀行を中心とした約 50 行がデータを共有するデータベースコンソーシアム。貸出先である中小企業などのデフォルト先全てと、非デフォルト先に関する財務情報や顧客情報(個社名は除く)などの拠出を受け、データの精査・指標計算などを行ない、会員へ還元している。

3. リスクカルク日本版: リスクカルクはムーディーズ KMV 社の商品である。詳しくは、「Moody's RiskCalc™ For Private Companies: Japan (December 2001) (日本語訳「ムーディーズ・リスクカルク非上場企業日本版(2002 年 2 月)」)」を参照のこと。



## 定性的要素

裏付債権プールに含まれる債務者は、前述の貸付要件を満たす企業に限られることから、債務超過の企業、経常赤字の企業は含まれない。また、業歴を3年以上有することも要件とされているため、設立後間もない企業は対象にならない。ムーディーズは債務者のデフォルト率を推定するにあたり、参加金融機関との取引歴の有無も重視するが、本取引において新規の取引先は裏付債権プールにほとんど含まれていない。

ムーディーズは中小公庫とのミーティングにより、すべての参加金融機関において、本店主導の統一的な募集審査が行われたことを確認した。また、中小公庫の買取り審査では、計量的信用モデルによる信用力評価、債務者の税務申告書と決算書との内容の確認、債務者重複の有無の確認、グループ会社の有無の確認などが行われる。ムーディーズは、以上の貸付要件や審査の内容が本取引の裏付債権プールのデフォルト率を下げる方向に機能すると考えており、また、粉飾決算、詐欺などを行う債務者が裏付債権プールに含まれるリスクもある程度排除できると判断している。

また、債務者が期限の利益を喪失した場合、当該貸付債権は、当初元本残高を超過しない範囲で、対応するジュニア劣後受益権の保有者である参加金融機関に元本償還として現状有姿交付される。その際、請求通知により期限の利益を喪失させるためには、中小公庫による決定が必要であることから、参加金融機関のモラル・ハザードが生じるリスクは限定的であると判断している。

ムーディーズは以上の分析に加え、計量的信用モデルの誤差の可能性や時間経過によるデフォルト率の変動可能性、参加金融機関の定性面の評価なども考慮の上、裏付債権プールの期待デフォルト率を全参加金融機関平均で年率0.7~0.8%程度と推定した。

## 裏付債権プールの分散度

本裏付債権プールは、債務者数が全参加金融機関の合計で507社と比較的多数で構成される上に、最大債務者の全体に占める割合が1.0%程度であることから、企業向けエクスポージャーを裏付けとする証券化取引としてはかなり分散度が高いプールといえる。また、債務者の業種や債務者が所在する地域の観点から見ても、比較的风险分散が図られている。

しかしながら、前述の通り、各参加金融機関が保有するジュニア劣後受益権は、他の参加金融機関が譲渡した貸付債権に発生する損失をカバーすることはできないため、参加金融機関毎の貸付債権プール(以下「サブ・プール」)の分散度にも注目することが重要である。各参加金融機関のサブ・プールは、債務者数が平均36社に留まり、また業種や地域の分布に集中が見られることから、以下の信用補完のサイジングにおいては各サブ・プールの集中リスクも織り込んだ分析を行った。

## 信用補完のサイジング

ムーディーズは各受益権に対する信用補完のサイジングを行うにあたり、前述の裏付債権プールの信用力や分散度の他、以下の点を考慮した。

- i) 本取引では、各参加金融機関が保有するジュニア劣後受益権が、これより上位の優先受益権、メザニン受益権、ジュニアメザニン受益権、シニア劣後受益権に対する信用補完として機能する。しかし、各ジュニア劣後受益権は、当該受益権を保有する参加金融機関が自ら譲渡した貸付債権に発生する損失のみをカバーし、他の参加金融機関が譲渡した貸付債権に発生する損失をカバーすることはできない。一方、メザニン受益権、ジュニアメザニン受益権、シニア劣後受益権は、それぞれの上位受益権に対する信用補完としてフルに機能する。すなわち、これら受益権は、すべての参加金融機関が譲渡した貸付債権に発生する損失を共通でカバーすることができるため、上位の受益権の投資家は、裏付債権プール全体の多数分散効果や地域・業種分散効果を楽しむことができる。

- ii) 本取引では、各ジュニア劣後受益権について、サブ・プールごとに裏付債権総額に対する受益権残高の当初比率を維持する範囲で元本償還を行うプロラタ・ペイメント構造が採用されている。なお、裏付債権にデフォルトが発生することによりジュニア劣後受益権が毀損して当初比率を割った場合には、当初比率に達するまでジュニア劣後受益権の元本償還は停止される。一般に、劣後元本の償還を許容するストラクチャーは、許容しないストラクチャーに比べて、一時的に裏付債権プールにデフォルトが多く発生した場合の耐性がやや劣るため、各受益権に対する信用補完が多めに必要となる。なお、優先受益権ないしシニア劣後受益権の元本償還については、予め定められた予定元本交付金額を限度として3ヶ月毎に行われるが、貸付債権のデフォルト発生が累積することにより受益権の元本の一部が毀損する、あるいは毀損が見込まれる場合には、当該受益権の配当支払い及び元本償還は停止する仕組みとなっている(償還停止トリガー)。

ムーディーズは以上の点を考慮したモンテ・カルロ・シミュレーションを用いて本取引を分析した結果、優先受益権、メザニン受益権、及びジュニアメザニン受益権に対応する劣後比率は、それぞれ Aaa、A1、Baa2 の格付けを付与するために十分であると判断した。

さらにムーディーズは、モンテ・カルロ・シミュレーションの結果を検証するため、仮に、各参加金融機関が保有するジュニア劣後受益権が、他の参加金融機関が譲渡した貸付債権の損失をカバーできるストラクチャーを採用した場合(以下「合同型」<sup>4)</sup>)に必要な、優先受益権に Aaa を付与するための信用補完(劣後比率)との比較を実施した。本取引の優先受益権に対する劣後比率は 18.9%である一方、合同型ストラクチャーを採用した場合、優先受益権に Aaa を付与できる信用補完水準は 10.3%程度(債権プールの期待デフォルト率を年率 0.75%とすれば、 $0.75\% \times 1.63 \text{年} \times \text{Aaa ストレス倍率 } 8.4$ )とムーディーズは考えている。両者の差である約 8.6%は、本取引において各参加金融機関が保有するジュニア劣後受益権のうち、他の参加金融機関が譲渡した貸付債権の損失をカバーできないために、信用補完として機能しないジュニア劣後部分のサイズを表すと考えられる。これはジュニア劣後受益権総額の約 76%( $=8.6\%/11.3\%$ )に相当する。

ムーディーズは、優先受益権に Aaa を付与するためには、3~4 程度の参加金融機関のサブ・プールにデフォルトが集中して発生するようなストレス・シナリオを想定して、信用補完のサイジングを行うのが妥当と考えている。ここで、ジュニア劣後受益権のうち、デフォルト発生が集中する参加金融機関が保有する受益権だけが信用補完として機能することに留意する必要がある。当該ストレス・シナリオにおいては、信用補完として機能しないジュニア劣後受益権の割合は大雑把に見て  $75\%(=1-3.5/14)$ となる。これは前述の計算とほぼ一致するため、モンテ・カルロ・シミュレーションの結果の妥当性は相当程度高いものとムーディーズは考えている。

#### 参加金融機関に対するジュニア劣後受益権の割当て

各参加金融機関が保有するジュニア劣後受益権は、自ら譲渡した貸付債権のデフォルト損失を最初にカバーする役割を持つ。本取引の場合、各参加金融機関に割り当てられるジュニア劣後部分の割合は、各参加金融機関が譲渡した債権の構成割合と必ずしも同一にはならない。各ジュニア劣後部分の配分割合を決定するにあたっては、対応するサブ・プールの期待デフォルト率に加え、債務者数や債権金額の集中、業種・地域集中といった分散度に影響する要素が考慮されている。各ジュニア劣後受益権が毀損してシニア劣後受益権に損失が到達する確率が全ての金融機関において同水準であれば、金融機関の間で公平感が保てる他、上位の受益権に対する格付け安定性の面から効率性が高まる。

4. 複数の金融機関が参加する中小企業 CLO のストラクチャーの種類については、ムーディーズのスペシャル・レポート「日本の企業金融における CLO の存在意義と役割(2003 年 11 月)」を参照のこと。

## その他の要素

### (i) エクセス・スプレッド

ムーディーズは、本取引の格付けにおいて、エクセス・スプレッドを信用補完として考慮している。しかしながら、本取引の場合、ある参加金融機関のサブ・プールから発生したエクセス・スプレッドは、同サブ・プールで発生したデフォルト損失を補うためだけに用いられ、他の参加金融機関のサブ・プールから発生した損失を補うことはできない。従って、ある特定の参加金融機関のサブ・プールに集中してデフォルトが発生した場合は、エクセス・スプレッドの効果は全体として小さくなることに留意する必要がある。

### (ii) コミングリング・リスク

ムーディーズは、サービサーにより回収される資金に、コミングリング・ロスが発生する可能性について検討を行った。一般にコミングリング・リスクの評価は、サービサーの信用力、サービサーにおける回収資金の滞留期間及び金額、コミングリングを回避させる外部サポートなどの要因を考慮して行う必要がある。ムーディーズは本取引において、サービサーに回収金が滞留する期間が短いことや、当該回収金が仕掛り中の決済資金として預金保険制度による保護の対象になる可能性が高いことなどを考慮し、コミングリング・リスクに対する信用補完はほぼ不要と判断した<sup>5</sup>。また、サービサーが回収金を支払わない場合や、サービサーに倒産手続の申立てがあった場合などには、中小公庫あるいは中小公庫が新たに選任するサービサーが、サービシング業務を引き継ぐことができる点も強みとなっている。

### (iii) 相殺リスク

相殺リスクについては、当初からすべての債務者に関して、債権譲渡に関する確定日付ある証書による異議を留めない承諾を取得する他、金銭消費貸借契約において相殺禁止条項を加える等の手当てがなされている。従って、ムーディーズは本取引において相殺リスクが顕在化する確率は極めて低いと判断している。

### (iv) 流動性リスク

本取引において、貸付債権の利息は3ヶ月前払いで支払われる一方、各受益権の配当は3ヶ月後払いで支払われる(ジュニア劣後受益権の配当を除く)。ムーディーズは、当該回収金の引渡しスケジュールに加え、サービサーの信用力やサービサーの回収金が預金保険制度<sup>6</sup>による保護の対象になる可能性を考慮した結果、本取引の流動性は十分に確保されていると判断した。

5. 日本の証券化取引のコミングリング・リスクに関するムーディーズの考え方については、ムーディーズのスペシャル・レポート「日本の証券化取引におけるコミングリング・リスクと信用補完の考え方(2004年10月)」を参照のこと。

6. ムーディーズのスペシャル・レポート「決済用預金の一部を日本の証券化商品の適格預金口座として認定(2004年5月)」を参照のこと。

## 債権プール属性データ

CRDスコアリングモデル(モデル2) デフォルト率別構成比率

デフォルト率		社数		金額 (百万円)	
0.0% 超	0.1% 以下	5	1.0%	60	0.6%
0.1% 超	0.2% 以下	60	11.8%	924	8.9%
0.2% 超	0.3% 以下	83	16.4%	1,378	13.3%
0.3% 超	0.4% 以下	76	15.0%	1,562	15.1%
0.4% 超	0.5% 以下	60	11.8%	1,249	12.1%
0.5% 超	0.6% 以下	54	10.7%	1,235	11.9%
0.6% 超	0.7% 以下	33	6.5%	685	6.6%
0.7% 超	0.8% 以下	35	6.9%	665	6.4%
0.8% 超	0.9% 以下	21	4.1%	580	5.6%
0.9% 超	1.0% 以下	19	3.7%	485	4.7%
1.0% 超	1.1% 以下	12	2.4%	280	2.7%
1.1% 超	1.2% 以下	16	3.2%	400	3.9%
1.2% 超	1.3% 以下	14	2.8%	255	2.5%
1.3% 超	1.4% 以下	7	1.4%	250	2.4%
1.4% 超		12	2.4%	345	3.3%
合計		507	100.0%	10,353	100.0%

中小企業クレジット・モデル デフォルト率別構成比率

デフォルト率		社数		金額 (百万円)	
0.0% 超	0.1% 以下	27	5.3%	405	3.9%
0.1% 超	0.2% 以下	55	10.8%	957	9.2%
0.2% 超	0.3% 以下	52	10.3%	923	8.9%
0.3% 超	0.4% 以下	51	10.1%	950	9.2%
0.4% 超	0.5% 以下	41	8.1%	820	7.9%
0.5% 超	0.6% 以下	45	8.9%	998	9.6%
0.6% 超	0.7% 以下	26	5.1%	485	4.7%
0.7% 超	0.8% 以下	31	6.1%	690	6.7%
0.8% 超	0.9% 以下	26	5.1%	510	4.9%
0.9% 超	1.0% 以下	22	4.3%	565	5.5%
1.0% 超	1.1% 以下	26	5.1%	652	6.3%
1.1% 超	1.2% 以下	21	4.1%	445	4.3%
1.2% 超	1.3% 以下	19	3.7%	388	3.7%
1.3% 超	1.4% 以下	11	2.2%	230	2.2%
1.4% 超		54	10.7%	1,335	12.9%
合計		507	100.0%	10,353	100.0%

リスクカルクv3.1 デフォルト率別構成比率

デフォルト率		社数		金額 (百万円)	
0.0% 超	0.1% 以下	61	12.0%	1,226	11.8%
0.1% 超	0.2% 以下	67	13.2%	1,442	13.9%
0.2% 超	0.3% 以下	90	17.8%	1,682	16.2%
0.3% 超	0.4% 以下	80	15.8%	1,643	15.9%
0.4% 超	0.5% 以下	80	15.8%	1,638	15.8%
0.5% 超	0.6% 以下	32	6.3%	574	5.5%
0.6% 超	0.7% 以下	22	4.3%	555	5.4%
0.7% 超	0.8% 以下	22	4.3%	495	4.8%
0.8% 超	0.9% 以下	16	3.2%	380	3.7%
0.9% 超	1.0% 以下	8	1.6%	180	1.7%
1.0% 超	1.1% 以下	5	1.0%	90	0.9%
1.1% 超	1.2% 以下	4	0.8%	90	0.9%
1.2% 超	1.3% 以下	4	0.8%	55	0.5%
1.3% 超	1.4% 以下	2	0.4%	30	0.3%
1.4% 超		14	2.8%	273	2.6%
合計		507	100.0%	10,353	100.0%

業種別構成比率

業種	社数		金額 (百万円)	
	社数	比率	金額	比率
建設業	80	15.8%	1,448	14.0%
製造業	180	35.5%	4,054	39.2%
電気・ガス・熱供給・水道業	2	0.4%	20	0.2%
情報通信業	8	1.6%	130	1.3%
運輸業	40	7.9%	730	7.1%
卸売・小売業	117	23.1%	2,452	23.7%
金融・保険業	1	0.2%	10	0.1%
不動産業	11	2.2%	267	2.6%
飲食店、宿泊業	14	2.8%	305	2.9%
教育、学習支援業	4	0.8%	60	0.6%
サービス業	50	9.9%	877	8.5%
合計	507	100.0%	10,353	100.0%

地域別構成比率

都道府県	社数		金額 (百万円)	
	社数	比率	金額	比率
栃木県	27	5.3%	485	4.7%
埼玉県	3	0.6%	50	0.5%
東京都	47	9.3%	1,085	10.5%
神奈川県	1	0.2%	30	0.3%
愛知県	118	23.3%	2,281	22.0%
三重県	3	0.6%	70	0.7%
滋賀県	8	1.6%	120	1.2%
京都府	33	6.5%	540	5.2%
大阪府	86	17.0%	2,278	22.0%
兵庫県	89	17.6%	1,790	17.3%
岡山県	2	0.4%	60	0.6%
広島県	5	1.0%	65	0.6%
鳥取県	18	3.6%	302	2.9%
島根県	14	2.8%	302	2.9%
福岡県	34	6.7%	447	4.3%
熊本県	19	3.7%	448	4.3%
合計	507	100.0%	10,353	100.0%

貸付金額別構成比率

貸付金額	社数		金額 (百万円)	
1千万円	224	44.2%	2,240	21.6%
1千万円超 2千万円以下	146	28.8%	2,802	27.1%
2千万円超 3千万円以下	76	15.0%	2,241	21.6%
3千万円超 4千万円以下	6	1.2%	230	2.2%
4千万円超 5千万円以下	51	10.1%	2,550	24.6%
5千万円超 6千万円以下	2	0.4%	120	1.2%
6千万円超 7千万円以下	1	0.2%	70	0.7%
7千万円超 10千万円以下	1	0.2%	100	1.0%
合計	507	100.0%	10,353	100.0%

売上高別構成比率

売上高	社数		金額 (百万円)	
0億円超 1億円以下	3	0.6%	30	0.3%
1億円超 5億円以下	254	50.1%	3,658	35.3%
5億円超 10億円以下	121	23.9%	2,860	27.6%
10億円超 15億円以下	55	10.8%	1,425	13.8%
15億円超 20億円以下	22	4.3%	575	5.6%
20億円超 25億円以下	12	2.4%	405	3.9%
25億円超 30億円以下	12	2.4%	460	4.4%
30億円超 35億円以下	9	1.8%	260	2.5%
35億円超 40億円以下	3	0.6%	70	0.7%
40億円超 45億円以下	2	0.4%	60	0.6%
45億円超 50億円以下	3	0.6%	130	1.3%
50億円超 100億円以下	7	1.4%	250	2.4%
100億円超	4	0.8%	170	1.6%
合計	507	100.0%	10,353	100.0%

資本の部別構成比率

資本の部	社数		金額 (百万円)	
0千万円超 0.5千万円以下	10	2.0%	125	1.2%
0.5千万円超 1千万円以下	22	4.3%	255	2.5%
1千万円超 1.5千万円以下	30	5.9%	433	4.2%
1.5千万円超 2千万円以下	24	4.7%	335	3.2%
2千万円超 3千万円以下	57	11.2%	925	8.9%
3千万円超 4千万円以下	55	10.8%	893	8.6%
4千万円超 5千万円以下	36	7.1%	700	6.8%
5千万円超 6千万円以下	30	5.9%	697	6.7%
6千万円超 7千万円以下	27	5.3%	624	6.0%
7千万円超 8千万円以下	32	6.3%	744	7.2%
8千万円超 10千万円以下	28	5.5%	580	5.6%
10千万円超 15千万円以下	58	11.4%	1,250	12.1%
15千万円超 20千万円以下	34	6.7%	877	8.5%
20千万円超 30千万円以下	24	4.7%	575	5.6%
30千万円超 50千万円以下	17	3.4%	540	5.2%
50千万円超	23	4.5%	800	7.7%
合計	507	100.0%	10,353	100.0%

自己資本比率別構成比率

自己資本比率	社数	金額 (百万円)
0.0% 超 5.0% 以下	16	3.2%
5.0% 超 7.0% 以下	43	8.5%
7.0% 超 9.0% 以下	34	6.7%
9.0% 超 11.0% 以下	46	9.1%
11.0% 超 13.0% 以下	45	8.9%
13.0% 超 15.0% 以下	43	8.5%
15.0% 超 17.0% 以下	36	7.1%
17.0% 超 20.0% 以下	44	8.7%
20.0% 超 25.0% 以下	60	11.8%
25.0% 超 30.0% 以下	44	8.7%
30.0% 超 40.0% 以下	54	10.7%
40.0% 超 50.0% 以下	26	5.1%
50.0% 超	16	3.2%
合計	507	100.0%

有利子負債月商倍率別構成比率

有利子負債月商倍率	社数	金額 (百万円)
0.0 倍超 1.0 倍以下	44	8.7%
1.0 倍超 2.0 倍以下	56	11.0%
2.0 倍超 3.0 倍以下	62	12.2%
3.0 倍超 4.0 倍以下	65	12.8%
4.0 倍超 5.0 倍以下	62	12.2%
5.0 倍超 6.0 倍以下	57	11.2%
6.0 倍超 7.0 倍以下	42	8.3%
7.0 倍超 8.0 倍以下	27	5.3%
8.0 倍超 9.0 倍以下	28	5.5%
9.0 倍超 10.0 倍以下	18	3.6%
10.0 倍超 11.0 倍以下	19	3.7%
11.0 倍超 12.0 倍以下	4	0.8%
12.0 倍超	23	4.5%
合計	507	100.0%

売上高経常利益率別構成比率

売上高経常利益率	社数	金額 (百万円)
0.0% 超 0.3% 以下	69	13.6%
0.3% 超 0.6% 以下	58	11.4%
0.6% 超 0.9% 以下	58	11.4%
0.9% 超 1.2% 以下	42	8.3%
1.2% 超 1.5% 以下	39	7.7%
1.5% 超 1.8% 以下	22	4.3%
1.8% 超 2.1% 以下	23	4.5%
2.1% 超 2.4% 以下	23	4.5%
2.4% 超 2.7% 以下	13	2.6%
2.7% 超 3.0% 以下	14	2.8%
3.0% 超 5.0% 以下	63	12.4%
5.0% 超 7.0% 以下	36	7.1%
7.0% 超 10.0% 以下	23	4.5%
10.0% 超	24	4.7%
合計	507	100.0%

売上高支払利息割引料率別構成比率

売上高支払利息割引料率		社数		金額 (百万円)	
0.0% 超	0.2% 以下	38	7.5%	700	6.8%
0.2% 超	0.4% 以下	56	11.0%	897	8.7%
0.4% 超	0.6% 以下	56	11.0%	1,120	10.8%
0.6% 超	0.8% 以下	48	9.5%	820	7.9%
0.8% 超	1.0% 以下	61	12.0%	1,335	12.9%
1.0% 超	1.2% 以下	48	9.5%	1,151	11.1%
1.2% 超	1.4% 以下	43	8.5%	943	9.1%
1.4% 超	1.6% 以下	33	6.5%	620	6.0%
1.6% 超	1.8% 以下	29	5.7%	785	7.6%
1.8% 超	2.0% 以下	20	3.9%	400	3.9%
2.0% 超	2.2% 以下	16	3.2%	315	3.0%
2.2% 超	2.5% 以下	17	3.4%	377	3.6%
2.5% 超	3.0% 以下	21	4.1%	380	3.7%
3.0% 超		21	4.1%	510	4.9%
合計		507	100.0%	10,353	100.0%

貸付金月商倍率別構成比率

貸付金月商倍率		社数		金額 (百万円)	
0.0 倍超	0.1 倍以下	37	7.3%	760	7.3%
0.1 倍超	0.2 倍以下	66	13.0%	1,210	11.7%
0.2 倍超	0.3 倍以下	83	16.4%	1,745	16.9%
0.3 倍超	0.4 倍以下	54	10.7%	960	9.3%
0.4 倍超	0.5 倍以下	63	12.4%	1,427	13.8%
0.5 倍超	0.6 倍以下	36	7.1%	725	7.0%
0.6 倍超	0.7 倍以下	33	6.5%	705	6.8%
0.7 倍超	0.8 倍以下	34	6.7%	645	6.2%
0.8 倍超	0.9 倍以下	33	6.5%	710	6.9%
0.9 倍超	1.0 倍以下	19	3.7%	430	4.2%
1.0 倍超	1.1 倍以下	19	3.7%	365	3.5%
1.1 倍超		30	5.9%	671	6.5%
合計		507	100.0%	10,353	100.0%



著作権表示©2005年 Moody's Investors Services, Inc. および(あるいは)Moody's Assurance Company, Inc.を含むムーディーズに対するライセンス(以下総称して「ムーディーズ」という)

本書に記載する情報はすべて、著作権法により保護されており、いかなる人物も、いかなる形式、方法、手段によっても、これらの情報(全部、一部を問わず)を、ムーディーズの事前の書面による同意なく、複写、もしくはその他の方法により再生、複製、送付、譲渡、頒布、配布、転売、またはこれらの目的で使用するために保管することはできません。本書に記載する情報はすべて、ムーディーズ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、人間および機械による誤り、ならびにその他の要因があり得るため、ムーディーズはこれらの情報をいかなる種類の保証もつけない「現状有姿」で提供しており、とりわけ、これらの情報の正確性、速報性、完全性、商品性、および特定の目的への適合性についてはいかなる表示または保証(明示的、黙示的を問わず)も行いません。ムーディーズはいかなる状況においても、またいかなる人物または法人に対しても、以下の(a)(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、配布に関わる誤り(不注意によるか、その他によるかを問わず)またはその他の状況や偶発事象により(全部、一部を問わず)引き起こされ、発生し、もしくはそれらに関係する損失または損害(このような損失や損害がムーディーズ、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ばない事態に起因するかどうかを問わない)、(b)これらの情報の使用または使用の不可能により発生する、あらゆる種類の直接的、間接的、特別、二次的、要補償、または付随的損害(このような損害には逸失利益を含む、またこのような損害の可能性についてムーディーズが事前に通告を受けたかどうかを問わない)、本書に記載される信用格付けおよび財務報告分析(含まれる場合は、ムーディーズの意見の表明であり、またそのようにのみ解釈されるべきであり、これを事実の表明、もしくは証券の購入、売却または保有の推奨とみなしてはなりません。ムーディーズは、いかなる形式、または方法によっても、これらの格付けもしくはその他の意見または情報の正確性、速報性、完全性、商品性および特定の目的への適合性について、いかなる保証(明示的、黙示的を問わず)も行っておりません。本書に記載する情報の利用者またはその代理人は、投資決定において、それぞれの格付けまたはその他の意見を、一つの要因としてのみ取り扱うべきです。従って、各利用者は購入、保有または売却を検討する各証券、ならびに各証券の発行者、保証人、および信用補完提供者について、自ら研究、評価しなければなりません。

ムーディーズは、ムーディーズが格付けを行っている債券(社債、地方債、債券、手形、CPを含む)および優先株式の発行者の大部分は、ムーディーズが行う評価・格付けサービスに対して、ムーディーズが格付けを付与するの先に立ち、1500ドル〜240万ドルの手数料をムーディーズ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、Moody's Corporation (MCO)および同社が全額出資する信用格付け会社 Moody's Investors Service(MIS)は、MISの格付けと格付け過程の独立性を確保するための方針と手続きを維持しています。MCOの取締役と格付け対象会社との間の何らかの利害関係の存在、およびMISから格付けを付与され、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企業に関する情報は、ムーディーズのウェブサイトwww.moodys.comの"Shareholder Relations-Corporate Governance-Director and Shareholder Affiliation Policy"の項に毎年、掲載されます。(本著作権表示は米国で印刷された)。