

**第2回オリックスビジネスパートナーズCLO(中小公庫第5回保証型)**

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保証型CLO

コンタクト吉澤 進治 (03)5408-4282
アソシエイト・アナリスト関 雄介 (03)5408-4152
シニア・バイス・プレジデント

このプリセール・レポートは、ムーディーズが2007年2月15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

2007年(平成19年)2月16日、ムーディーズは、オリックス及びオリックス・アルファが募集し、中小企業金融公庫が部分保証を付した中小企業向け貸付債権を裏付資産とする「第2回オリックスビジネスパートナーズCLO(中小公庫第5回保証型)」に予備格付けを付与した。本証券化取引は、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保証型案件である。

ムーディーズによる格付けは、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、期日通りの配当支払い並びに最終償還期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。

クラス	元本金額	予定配当率	予定償還期日	格付け
A号受益権	9,600,000,000円	固定	2010年1月29日まで 3ヵ月毎のコントロールド・アモチゼーション方式 ^{*1}	(P)Aaa
B号受益権	1,000,000,000円	固定	3ヵ月毎パス・スルー	(P)Aaa

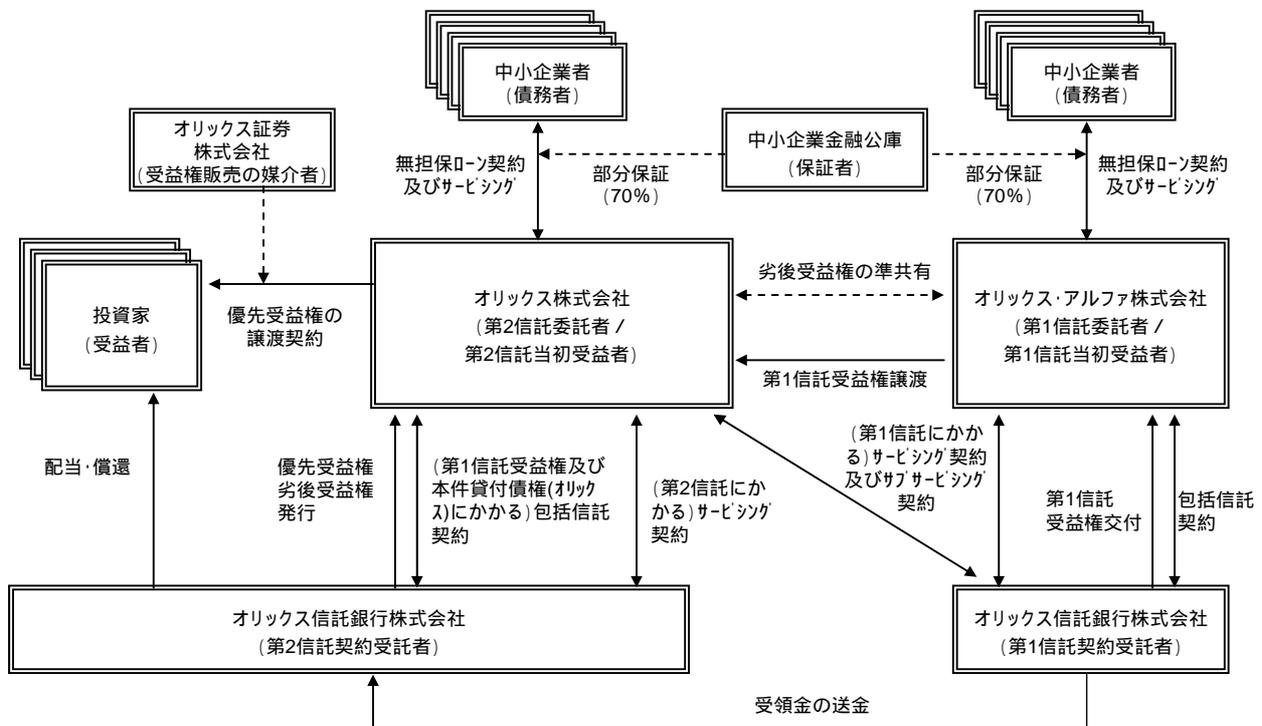
*1 予定償還スケジュールは後掲

信託設定日:	2007年3月7日
最終償還期日:	2011年1月31日
裏付債権:	中小企業金融公庫の保証付き中小企業向け貸付債権
裏付債権元本総額:	11,230,000,000円
オリジネーター/サービサー:	オリックス株式会社(長期債務格付け Baa1) オリックス・アルファ株式会社
保証者:	中小企業金融公庫(長期債務格付け Aaa)
受託者:	オリックス信託銀行株式会社

格付け見解要約

- 本証券化取引は、中小企業金融公庫の部分保証付き中小企業向け貸付債権プールを裏付けとして実施される CLO である。当該貸付はオリジネーターが当初から証券化することを目的として実行したものである。
- 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。
 - 1) 裏付債権プールの信用力及び分散度
 - 2) 裏付債権に付されている中小企業金融公庫による部分保証契約
 - 3) 優先劣後構造及びエクセス・スプレッドにより提供される信用補完水準
 - 4) オリジネーター及び中小企業金融公庫により実施される二重の与信審査
 - 5) 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

オリックス及びオリックス・アルファ(以下「オリジネーター」)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。オリジネーター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実施し、当該審査を通過した企業に対してオリジネーターはそれぞれ貸付を実行し、中小公庫は同貸付の部分保証を行う。

オリックス・アルファは、オリックス信託銀行(以下「受託者」)に対して、同社が募集した貸付債権、並びにこれに付帯する一切の権利及び金銭を信託譲渡(以下「第1信託」)する。信託譲渡にあたっては、動産・債権譲渡特例法に基づく登記により、第三者対抗要件が具備される。また、民法第467条に基づく債務者宛ての通知により債務者対抗要件が具備される。オリックス・アルファは、当初受益者として取得する第1信託契約によって生じる受益権をオリックスに譲渡(以下「受益権譲渡」)する。かかる受益権譲渡に関しては、民法第467条及び第468条に基づく、確定日付のある証書上への受託者からの異議なき承諾を取得することにより、第三者対抗要件及び債務者対抗要件が具備される。

オリックスは、受託者に対して、譲り受けた第1信託受益権と同社が募集した貸付債権、並びにこれに付帯する一切の権利、及び金銭を信託譲渡(以下「第2信託」)する。第三者対抗要件及び債務者対抗要件に関しては、第1信託及び受益権譲渡と同様の方法で具備される。また、受託者は債権譲渡の見返りとして、オリックスに対してA号受益権、B号受益権、及び劣後受益権を発行する。A号及びB号受益権は投資家に販売される一方、劣後受益権はオリジネーターが保有する。本件劣後受益権はいわゆる共有劣後であり、オリジネーター2社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。なお、受託者はオリジネーターに対して、貸付債権のサービシングなどの業務を委託する。

中小公庫による保証は、オリジネーターと中小公庫の間に締結された保証基本約定書等及び中小公庫が交付する信用保証書に基づきなされ、貸付の元本残額、未収利息及び遅延損害金の合計額の70%が原則保証される。オリジネーターから中小公庫に対する保証履行請求は、債務者の期限の利益喪失(後述)後60日を経過してなお債務の履行がなされない場合に行われ、中小公庫は保証履行請求が行われた日の属する月の2ヵ月後の末日までに代位弁済金の支払いを行う。

債務者の元利払いに延滞が発生した日から一定期間以内、あるいは債務者の期限の利益喪失後一定期間以内に、中小公庫による代位弁済金の支払いがなされない場合や、保証の免責事由に該当し中小公庫による代位弁済がなされない場合には、オリジネーターが当該債権を買戻す。

オリジネーターが保証履行請求を行った債権のうち、中小公庫による部分保証の対象とならない部分(原則債権金額の30%)は、劣後受益権残高を超えない限度で劣後受益者に対して現状有姿交付される。

オリジネーターから受託者に対して信託譲渡された金銭は、第1信託、第2信託ともに流動性補完準備金として信託の口座に留保される。

ウォーターフォール

A 号受益権の元本償還は、貸付債権プールの元本回収金(代位弁済元本回収金、期限前弁済元本回収金を含む)を原資として、予定元本償還スケジュールに沿ったコントロールド・アモチゼーション方式により行われる。但し、各信託計算期日において、元本回収金が A 号の予定元本償還額を超える場合、その超過分は、B 号受益権の元本償還として充当される。また、劣後受益権の配当支払い及び元本償還は、予定償還期間における流動性補完準備金必要額の超過分が元本償還される場合を除き、信託終了日まで行われない。

期中の支払い(第 1 信託)

- 利息回収金(代位弁済利息回収金、期限前弁済利息回収金を含む)
 - 1) 公租公課、諸費用、流動性補完準備金不足額の支払い
 - 2) 第 1 信託受益権の収益配当
- 元本回収金
 - 1) 利息回収金による公租公課、諸費用の支払い、及び流動性補完準備金に不足があった場合に、当該不足分の支払い
 - 2) 第 1 信託受益権の元本償還

期中の支払い(第 2 信託)

- 利息回収金(代位弁済利息回収金、期限前弁済利息回収金を含む)及び第 1 信託収益配当金
 - 1) 公租公課、諸費用の支払い
 - 2) A 号受益権、B 号受益権の配当未払い分の支払い
 - 3) A 号受益権、B 号受益権の予定配当の支払い
 - 4) 流動性補完準備金不足額の支払い
 - 5) 留保
- 元本回収金及び第 1 信託元本償還金
 - 1) 利息回収金による公租公課、諸費用の支払いに不足があった場合に、当該不足分の支払い
 - 2) 利息回収金による A 号受益権、B 号受益権の予定配当の支払いに不足があった場合、当該不足分の支払い
 - 3) 利息回収金による流動性補完準備金不足額の支払いに不足があった場合、当該不足分の支払い
 - 4) A 号受益権の元本償還(償還スケジュールは以下の通り)
 - 5) B 号受益権の元本償還
 - 6) 留保(B 号受益権が全額償還された場合)

A号受益権の償還スケジュール

A号受益権の償還スケジュールは以下の通り。

単位:円

スケジュール	予定償還額	A号受益権予定残高
2007/3/9		9,600,000,000
2007/4/27	849,600,000	8,750,400,000
2007/7/31	844,800,000	7,905,600,000
2007/10/31	840,000,000	7,065,600,000
2008/1/31	835,200,000	6,230,400,000
2008/4/30	830,400,000	5,400,000,000
2008/7/31	830,400,000	4,569,600,000
2008/10/31	816,000,000	3,753,600,000
2009/1/30	801,600,000	2,952,000,000
2009/4/30	792,000,000	2,160,000,000
2009/7/31	720,000,000	1,440,000,000
2009/10/30	720,000,000	720,000,000
2010/1/29	720,000,000	0

早期償還事由

A号受益権の元本償還が前述の償還スケジュール通りに行われなかった場合などには早期償還事由が発動し、A号受益権及びB号受益権の元本償還は、元本回収金(代位弁済元本回収金、期限前弁済金を含む)を原資として、月次で各受益権残高に応じて按分計算された金額により行われる(プロラタ方式)。

信託終了日の支払い

信託の口座に残存する現金等は、信託終了日において以下の優先順位に従って充当される。

- 第1信託
 - 1) 公租公課、諸費用の支払い
 - 2) 第1信託受益権の元本償還
 - 3) 第1信託受益権の収益配当

- 第2信託
 - 1) 公租公課、諸費用の支払い
 - 2) A号受益権、B号受益権の予定配当の支払いに不足があった場合、当該不足分の支払い
 - 3) A号受益権、B号受益権の配当の支払い
 - 4) A号受益権、B号受益権の元本償還
 - 5) 劣後受益権の元本償還
 - 6) 劣後受益権の配当の支払い

サービス交代事由

以下の事由が発生した場合、受託者はサービスを交代することができる。

- サービスがサービシング契約等に基づく金銭支払債務を履行しない場合
- サービスについて、破産、会社更生手続、民事再生手続、特別清算、解散などの申立て、手形交換所による取引停止処分、支払の停止、支払不能などの事由が発生した場合 など

コミングリング・リスク対応開始事由

コミングリング・リスク対応開始事由が発生した場合、サービスであるオリックス、またはオリックス・アルファは 20 営業日後までに、次回回収予定額、保証履行請求済み未回収債権がある場合はその相当額、及び一定の期限前返済見込み額の合計額を前払いする。この前払いは、当該事由が発生している限り維持される。また、当該事由が発生した場合、オリックス、またはオリックス・アルファは一定期間内に、バックアップ・サービス発動準備金として予め定められた金額を信託の口座に積立て、受託者は 30 日以内にバックアップ・サービスを任命する。第 1 信託契約については、契約当初からオリックスがバックアップ・サービスに任命されており、下記コミングリング・リスク対応開始事由(オリックス)が発生した場合に、受託者は後任のバックアップ・サービスを任命する。

コミングリング・リスク対応開始事由は以下の通り。

コミングリング・リスク対応開始事由(アルファ)

- オリックス・アルファがオリックスの連結子会社ではなくなったとき(オリックスとの合併が生じた場合は除く)
- コミングリング・リスク対応開始事由(オリックス)が発生した場合 など

コミングリング・リスク対応開始事由(オリックス)

- オリックスの長期債務格付けが Ba1 以下になった場合
- オリックスの長期債務格付けが取り下げられた場合 など

裏付債権

本証券化取引は、オリジネーターが当初から証券化することを目的として実行した、中小公庫の部分保証付き中小企業向け貸付債権を裏付けとするものである。中小公庫は貸付債権の元本残額、未収利息及び遅延損害金の合計額の 70%を原則保証する。

貸付概要

- 資金用途： 設備資金、長期運転資金(旧債振替は不可)
- 貸付方式： 証書貸付(「ビジネスパートナーズローン」)
- 貸付金額： 5 百万円以上、100 百万円以下
- 貸付金利： 固定
- 貸付実行日： 2006 年 8 月 21 日から 2007 年 2 月 2 日
- 最終返済期日： 2009 年 12 月 21 日(期間約 3 年)
- 返済方法： 利息 / 3ヶ月毎後払い
元本 / 2007 年 3 月 20 日を第 1 回返済期日として 3ヶ月毎均等返済
- 担保： 無担保

- 連帯保証人： 原則として代表者
- 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、所定の手数料を支払うことが定められている。)

主な貸付要件

- 中小企業金融公庫法第2条に規定する中小企業者であること
- 青色申告者であり、法人税に未納がないこと
- 業歴が3年以上の法人であること
- 2期連続の正常決算を有すること
- 直近の決算の数値が以下のすべてを満たすこと
 - 経常利益を計上していること
 - 債務超過でないこと
 - 有利子負債月商倍率(本貸付申込額を含む有利子負債/平均月商)が12倍以内であること
- CRD スコアリングモデル(モデル2)¹によるデフォルト確率(PD)が原則2.0%以下であること
- オリジネーターの与信取引歴が2年以上であること。ただし中小公庫が認める場合はこの限りではない
- オリジネーターの審査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

債務者の主な期限の利益喪失事由は、以下のとおりである。

- 破産手続開始、民事再生手続開始、会社更生手続開始また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
- 仮差押、保全差押または差押の命令、通知があった場合
- オリジネーターに対する債務の履行を遅滞し、かつオリジネーターから請求通知がなされた場合など

裏付債権プール概要

- 債務者数： 241社
- 債権元本総額： 11,230,000,000円
- 加重平均残存期間： 約1.41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19年1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、格付会社など251機関が会員として参加している。信用保証協会や金融機関会員が有する取引先中小企業の財務データ・非財務データおよびデフォルトデータを収集し、スコアリングモデルの開発や各種サービスの提供により、会員の審査業務の効率化や信用リスク管理の高度化、取引先中小企業の経営支援などをサポートしている。表中のデフォルト確率は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ヵ月以上の延滞先、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>)

オリジネーター/サービサー

第2信託でのオリジネーター兼サービサーであるオリックス株式会社(長期債務格付け: Baa1)は、1964年に設立された国内最大手のノンバンクであり、リース、融資等の法人金融サービス事業をはじめ、自動車事業、レンタル事業、不動産関連ファイナンス事業、不動産事業、生命保険事業、投資銀行業務など多角的に事業を展開している。2006年3月期連結決算(SEC基準)において、売上高は9,478億円、当期純利益は1,664億円、総資産は7兆2,425億円であり、2006年3月末現在の従業員は15,067人、本社を含め世界1,333ヶ所に営業拠点を持つ。オリックスは2000年度から中小企業向けの無担保ローンの取扱いを開始している。

第1信託でのオリジネーター兼サービサーであるオリックス・アルファ株式会社は、1972年に設立された流通サービス業向けファイナンスを展開する、オリックスグループ100%出資企業である。資本金は18.6億円、国内5ヶ所に営業拠点を持つ。

ムーディーズは、本取引に格付けを付与するにあたりオリックス及びオリックス・アルファとミーティングを行い、本取引の貸付募集方針、審査体制、サービサーとしての回収体制等に関してヒアリングを行った。

保証者

保証者である中小企業金融公庫(長期債務格付け:Aaa)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中小企業専門の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。

2006年4月1日現在、総貸付残高7兆584億円、職員数2,095人、店舗数61営業部店、代理店数527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の証券化支援業務のもとで、「保証型」証券化スキーム第5号案件として組成されるものである。

中小公庫による保証の主な免責事由は以下のとおりである。

- 中小公庫金融公庫法第2条に定める中小企業者の要件を満たさなかった場合
- 資金使途に違反があった場合 など

格付け見解

本取引は、当初から証券化することを目的として実行された中小企業向け貸付債権を裏付けとするCLOである。本取引においては、すべての裏付け債権に中小公庫による原則70%の部分保証が付されている。

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ように部分保証が付された貸付債権を裏付けとする取引においては、①貸付債権プールの信用力及び分散度と、②保証者による保証履行の確実性、の両方を考慮する必要があると考えている。各受益権の期待損失率は、①及び②の分析をベースに、本取引のストラクチャーを考慮することによって推定した。

1. 裏付債権プールの信用力及び分散度

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。本取引では、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もとに、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確率を推定した。

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にあたり、CRD スコアリングモデル(モデル2)、RDB モデル²、及びリスクカルク³(EDF RiskCalc v3.1TM)の3つのモデルを利用した。各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)は以下の通りであり、その分布は巻末に掲載されている。

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	0.71%	0.77%
RDB モデル	0.87%	0.84%
リスクカルク v3.1	0.51%	0.49%

計量的信用モデルを用いて債務者のデフォルト確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、RDB 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、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には、地域金融機関をメインバンクとする先が多いと推測されること、企業の規模がそれ程大きくないことなどから、リスクカルクよりCRD スコアリングモデル及びRDB モデルの方が、本裏付債権プールの特徴を的確に捉えることができると考えられる。

定性的要因

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、有利子負債月商倍率が12倍未満の企業は原則含まれない。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。一方、本取引においては、原則オリジネーターの与信取引歴が2年以上という貸付要件が定められているが、オリジネーターと取引歴がない債務者も一部含まれている。それらの債務者については、原則として公認会計士若しくは監査法人のいずれかの監査証明の提出、あるいは、日本税理士連合会の中小会計基準チェックリストの提出がなされている。

中小公庫による債務者の審査においては、複数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の照合などが行われ、更に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。

2 RDB モデル： 日本の中小零細企業を対象とする日本リスク・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、推定デフォルト確率、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、企業の規模別に適用したモデルがある。なお、「デフォルト」の定義は、3ヵ月以上の延滞先、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：3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 RiskCalcTM 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。

これらの貸付要件やオリックス及び中小公庫による審査は、信用力が相対的に低い債務者や、粉飾決算、詐欺などの可能性がある債務者を裏付債権プールから排除するために有効であるとムーディーズは考えている。

ムーディーズは、以上の分析に加えて、計量的信用モデルの誤差の可能性、時間経過によるデフォルト確率の変動性、第1回案件のデフォルト実績などを考慮して、本裏付債権プールの期待デフォルト確率を推定した⁴。

分散度

本取引の裏付債権プールは 241 社の債務者で構成され、最大債務者の債権金額はプール総額に対して 0.89%程度である。

ムーディーズは、裏付債権プールの業種分散や地域分散について、巻末に示される通り比較的分散が図られている点や、裏付債権プールに含まれる債務者のメインバンクが、多くの金融機関に分散している点を考慮して、債務者間の相関(ポートフォリオ全体の平均的なアセット相関)を想定した。

2. 中小公庫による部分保証

本取引の特徴の一つは、前述の通り、裏付債権に中小公庫による原則 70%の部分保証が付されていることである。ムーディーズは、中小公庫における保証履行に必要な予算が、当面継続的に確保される可能性が高いと考えており、中小公庫の保証は非常に高い確率で履行されると判断している。中小公庫の保証履行については、裏付債権プールのパフォーマンスと中小公庫の信用力の間に一定の相関を仮定したモデリングを行った。

3. 各受益権の分析

ムーディーズは、上記の分析に加え、各受益権の償還方法、付加的な信用補完としてのエクセス・スプレッド(後述)の存在を考慮したモデリングを行った結果、A 号受益権、B 号受益権ともに(P)Aaa の予備格付けを付与できると判断した。

各受益権の償還方法

A 号受益権は、早期償還事由が発生していない時点では、裏付債権プールの元本回収金を主な原資として、予定元本償還スケジュールに沿ったコントロールド・アモチゼーション方式による元本償還が予定されており、A 号受益権の予定元本償還金額を超過する元本回収金が B 号受益権の元本返済に充当されることに留意する必要がある。

一方、B 号受益権の元本償還は、早期償還事由が発生していない時点では、元本回収金から A 号受益権の元本償還金額を差し引いた金額を原資として行われる。

早期償還事由が発生した場合には、プロラタ方式により、元本回収金を原資として、月次で各受益権残高に応じて按分計算された金額が支払われる。

エクセス・スプレッド

本取引においては、期中に劣後受益権の配当が行われなことから、エクセス・スプレッドを A 号および B 号受益権の信用補完として考慮することが可能である。信用補完としてのエクセス・スプレッドを算定するに当たっては、裏付債権プールにおけるデフォルトや期限前弁済の発生タイミング、貸付債権の元利払いが停止してから中小公庫の保証履行が受益権の元本返済に充当されるまでの間に対応するネガティブ・キャリー等を考慮する必要がある。

⁴ ムーディーズがこれまで格付けを付与した中小企業 CLO/CBO 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 CLO/CBO のパフォーマンス動向アップデート(2007 年 2 月)」を参照のこと。

4. その他の要素

(i) 保証の免責

保証の免責事由等により中小公庫による保証履行が行われない債権については、オリジネーターによる買戻しが行われる。オリジネーターがデフォルトした場合には、当該債権の買戻しが行われず、債権プールの損失が増加する可能性があると考えられるが、そもそも裏付債権が保証の免責事由に該当する可能性が限定的である上、オリジネーターにデフォルトが発生する確率も低いことから、当該リスクに対して必要な信用補完はほぼゼロに近いとムーディーズは算定した。

(ii) 流動性リスク

サービサー交代事由が発生しサービサーが交代する場合、サービサーによる回収金の送金が滞り、受益権の配当が期日どおりに支払われない可能性がある。しかしながら、本取引については、受益権配当、信託報酬等の1回分に相当する現金準備金が当初から積立てられていることから、流動性は十分に確保されているとムーディーズは判断している。

(iii) 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、コミングルを回避させるサービサーの格付けトリガー、外部サポートなどの要因を考慮して行う必要がある⁵。

本取引においては、コミングリング・リスク対応開始事由が発生した場合、オリックス、またはオリックス・アルファは、20営業日以内に受託者に対して次回回収予定額等を前払いする取り決めとなっているため、コミングリング・リスクは限定的と判断される。

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「日本の証券化商品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)」及び「日本のABSにおけるコミングリング・リスクについて(2005年8月)」を参照のこと。

裏付債権プール属性データ

CRDスコアリングモデル デフォルト確率分布

デフォルト確率	社数	構成比率	金額 (百万円)	構成比率
0.05%以下	0	0.0%	0	0.0%
0.05%超～0.10%以下	5	2.1%	73	0.7%
0.10%超～0.20%以下	7	2.9%	350	3.1%
0.20%超～0.30%以下	25	10.4%	707	6.3%
0.30%超～0.40%以下	28	11.6%	1,220	10.9%
0.40%超～0.50%以下	26	10.8%	1,366	12.2%
0.50%超～0.60%以下	17	7.1%	817	7.3%
0.60%超～0.70%以下	30	12.4%	1,338	11.9%
0.70%超～0.80%以下	17	7.1%	927	8.3%
0.80%超～0.90%以下	23	9.5%	1,118	10.0%
0.90%超～1.00%以下	10	4.1%	427	3.8%
1.00%超	53	22.0%	2,887	25.7%
合計	241	100.0%	11,230	100.0%

RDBモデル デフォルト確率分布

デフォルト確率	社数	構成比率	金額 (百万円)	構成比率
0.05%以下	0	0.0%	0	0.0%
0.05%超～0.10%以下	5	2.1%	182	1.6%
0.10%超～0.20%以下	25	10.4%	956	8.5%
0.20%超～0.30%以下	24	10.0%	1,233	11.0%
0.30%超～0.40%以下	23	9.5%	1,229	10.9%
0.40%超～0.50%以下	18	7.5%	770	6.9%
0.50%超～0.60%以下	21	8.7%	902	8.0%
0.60%超～0.70%以下	16	6.6%	1,046	9.3%
0.70%超～0.80%以下	17	7.1%	796	7.1%
0.80%超～0.90%以下	11	4.6%	724	6.4%
0.90%超～1.00%以下	11	4.6%	480	4.3%
1.00%超	70	29.0%	2,912	25.9%
合計	241	100.0%	11,230	100.0%

リスクカルク日本版v3.1 デフォルト確率分布

デフォルト確率	社数	構成比率 (社数)	金額	構成比率 (金額)
0.05%以下	4	1.7%	121	1.1%
0.05%超～0.10%以下	10	4.1%	369	3.3%
0.10%超～0.20%以下	23	9.5%	929	8.3%
0.20%超～0.30%以下	43	17.8%	2,414	21.5%
0.30%超～0.40%以下	47	19.5%	2,226	19.8%
0.40%超～0.50%以下	39	16.2%	1,683	15.0%
0.50%超～0.60%以下	18	7.5%	1,030	9.2%
0.60%超～0.70%以下	8	3.3%	480	4.3%
0.70%超～0.80%以下	11	4.6%	440	3.9%
0.80%超～0.90%以下	5	2.1%	218	1.9%
0.90%超～1.00%以下	9	3.7%	350	3.1%
1.00%超	24	10.0%	970	8.6%
合計	241	100.0%	11,230	100.0%

貸付金額分布

貸付金額	社数	構成比率	金額 (百万円)	構成比率
5百万円以上～10百万円未満	14	5.8%	90	0.8%
10百万円以上～20百万円未満	30	12.4%	354	3.2%
20百万円以上～30百万円未満	31	12.9%	659	5.9%
30百万円以上～40百万円未満	45	18.7%	1,414	12.6%
40百万円以上～50百万円未満	16	6.6%	654	5.8%
50百万円以上～60百万円未満	41	17.0%	2,059	18.3%
60百万円以上～70百万円未満	5	2.1%	305	2.7%
70百万円以上～80百万円未満	4	1.7%	280	2.5%
80百万円以上～90百万円未満	3	1.2%	245	2.2%
90百万円以上～100百万円未満	3	1.2%	270	2.4%
100百万円	49	20.3%	4,900	43.6%
合計	241	100.0%	11,230	100.0%

業種分布

業種	社数	構成比率	金額 (百万円)	構成比率
不動産業	41	17.0%	2,240	19.9%
その他サービス業	40	16.6%	1,577	14.0%
製造業	32	13.3%	1,581	14.1%
建設業	29	12.0%	1,490	13.3%
卸売業	29	12.0%	1,183	10.5%
小売業	28	11.6%	1,338	11.9%
運輸業	18	7.5%	824	7.3%
飲食店・宿泊業	18	7.5%	730	6.5%
情報通信業	5	2.1%	262	2.3%
金融・保険業	1	0.4%	5	0.0%
合計	241	100.0%	11,230	100.0%

都道府県分布

都道府県	社数	構成比率	金額 (百万円)	構成比率
東京都	37	15.4%	2,421	21.6%
北海道	23	9.5%	665	5.9%
大阪府	17	7.1%	1,031	9.2%
青森県	15	6.2%	630	5.6%
神奈川県	11	4.6%	670	6.0%
広島県	10	4.1%	430	3.8%
愛知県	9	3.7%	520	4.6%
宮城県	9	3.7%	390	3.5%
熊本県	7	2.9%	308	2.7%
岡山県	7	2.9%	295	2.6%
静岡県	6	2.5%	295	2.6%
千葉県	6	2.5%	250	2.2%
石川県	6	2.5%	217	1.9%
福井県	6	2.5%	215	1.9%
秋田県	6	2.5%	181	1.6%
福岡県	6	2.5%	125	1.1%
埼玉県	5	2.1%	201	1.8%
福島県	5	2.1%	123	1.1%
その他	50	20.7%	2,263	20.2%
合計	241	100.0%	11,230	100.0%

著作権表示©2007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サー(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ることなく「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、編集、分析、解釈、伝達、公表、配布に関する誤り(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、もしくはそれらに關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)も行っていない。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に先立ち、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.moody's.com の"Shareholder Relations-Corporate Governance-Director and Shareholder Affiliation Policy"の項に毎年、掲載されます。

本書に記載した格付けに関する意見は各利用者の利用目的、財務の状況もしくは要望を考慮したものではありません。本書に記載した格付けに関する意見に基づき何らかの行動をとる場合は、その前にそれらが各利用者の利用目的、財務の状況もしくは要望に当てはまるか否かを考慮に入れるべきです。