

**中小企業金融公庫 CLO (第2回保証型) 信託受益権**

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

コンタクト武田 真一 (03)5408-4100
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3月2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)3月3日、ムーディーズは、三井住友銀行が募集し、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け資産とする「中小企業金融公庫 CLO(第2回保証型)信託受益権」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、信託終了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、第一受益権ないし第三受益権に関して、期日通りの配当支払い並びに信託終了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。劣後受益権に関しては、信託終了日の配当支払い並びに元本償還が予定されている。

クラス	元本金額	予定配当率	予定元本償還期日	格付け
第一受益権	17,413,000,000 円	変動	2008年4月17日まで 3ヵ月毎のコントロールド・アモチゼーション*1	(P)Aaa
第二受益権	1,610,000,000 円	変動	信託終了日まで3ヵ月毎パス・スルー*2	(P)Aa3
第三受益権	330,000,000 円	変動	信託終了日まで3ヵ月毎パス・スルー*3	(P)A2
劣後受益権	360,000,000 円	固定	信託終了日	(P)B1

*1 予定償還スケジュールは後述

*2 代位弁済元本回収金、及び余剰元本回収金の7割を主な原資とするパス・スルー償還

*3 余剰元本回収金の3割を主な原資とするパス・スルー償還

信託設定日: 2005年3月25日

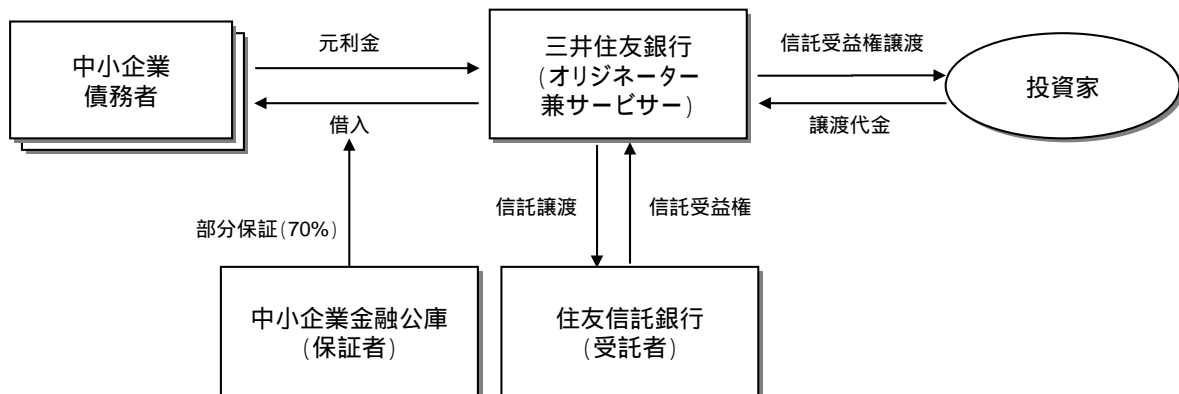
信託終了日: 2010年4月19日(予定)

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
債権元本総額： 19,713,000,000 円
オリジネーター/サービサー： 株式会社三井住友銀行
保証者： 中小企業金融公庫
受託者： 住友信託銀行株式会社

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

三井住友銀行(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貸付を実行し、中小公庫は同貸付の部分保証を行う。

オリジネーターは、住友信託銀行(以下「受託者」)に対して、当該貸付債権及びこれに付帯する一切の権利を信託譲渡する。信託譲渡にあたっては、各債務者から確定日付ある証書による異議なき承諾を取得することにより、債務者対抗要件及び第三者対抗要件を具備する。受託者は、債権譲渡の見返りとして、オリジネーターに対して第一受益権、第二受益権、第三受益権、及び劣後受益権を発行する。第一ないし第三受益権はオリジネーターを通じて投資家に販売される一方、劣後受益権は引き続きオリジネーターが保有する。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。保証の履行は、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を原則として、オリジネーターが中小公庫に対して保証履行請求を行い、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180日以内、あるいは債務者の期限の利益喪失後120日以内に、オリジネーターが中小公庫による代位弁済支払手続きを完了しない場合や、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かった場合については、オリジネーターは当該債権を買戻す義務を負う。

オリジネーターが代位弁済請求を行った債権のうち、中小公庫により保証履行されなかった部分(原則30%部分)は貸倒債権となり、劣後受益権の元本償還として劣後受益者に現状有姿のまま交付される。

ウォーターフォール

第一受益権の元本償還は、貸付債権プールの元本回収金を原資として、予定元本償還額に沿ったコントロールド・アモチゼーションにより行われる。元本回収金が予定元本償還額を超える場合、その超過分は、第二受益権及び第三受益権の元本償還として7:3の比率で配分される。一方、代位弁済回収金は、第二受益権の元本償還に優先的に支払われる。また、劣後受益権の配当支払い及び元本償還は、信託終了日まで行われない。

収益回収金 (代位弁済収益を除く)

- 1) 公租公課、諸費用の支払い
- 2) 第一受益権の予定配当の支払い
- 3) 第二受益権の予定配当の支払い
- 4) 第三受益権の予定配当の支払い
- 5) 残額を準備金口座に振替

元本回収金 (代位弁済元本回収金を除く)

- 1) 収益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) 収益回収金による第一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) 第一受益権の予定元本償還額の支払い(コントロールド・アモチゼーション償還)
- 4) 収益回収金による第二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
- 5) 収益回収金による第三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
- 6) 第二受益権及び第三受益権の元本償還に7:3の比率で充当
- 7) 残額(ある場合)を準備金口座に振替

代位弁済金

- 1) 代位弁済収益を第二受益権の配当に充当
- 2) 代位弁済元本回収金を第二受益権の元本償還に充当
- 3) 第二受益権全額償還後、第一受益権が残存している場合は、準備金口座に振替

期限前弁済金

一旦期限前弁済金積立口座に留保し、当該債権の予定返済期日毎に返済相当額を各回収金に振替

第一受益権の償還スケジュール

第一受益権の予定元本償還期日及び予定償還額は以下の通り。

予定元本償還期日*	予定元本償還額
2005年7月17日	1,575百万円
2005年10月17日	1,575百万円
2006年1月17日	1,525百万円
2006年4月17日	1,525百万円
2006年7月17日	1,475百万円
2006年10月17日	1,475百万円
2007年1月17日	1,425百万円
2007年4月17日	1,425百万円
2007年7月17日	1,375百万円
2007年10月17日	1,375百万円
2008年1月17日	1,350百万円
2008年4月17日	1,313百万円

*但し、当該日が営業日でない場合はその翌営業日

償還方法変更事由

第一受益権の予定元本償還額または予定配当額の支払いが不足する場合、償還方法変更事由が発動し、その後第一受益権ないし第三受益権の元本償還は、元本回収金(代位弁済金、期限前弁済金を含む)を原資として、第一、第二、第三受益権の順番で月次パス・スルーにより行われる。第二及び第三受益権の元本償還は、それぞれ上位の受益権の元本償還が全額なされた場合にのみ行われる(シーケンシャル・ペイメント構造)。収益回収金は、第一ないし第三受益権の配当支払いに充当され、残額は準備金口座に留保される。

信託終了日の支払い

準備金口座の現金等は、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。

- 1) 公租公課、諸費用の支払い
- 2) 第一受益権の配当の未払い部分
- 3) 第一受益権の元本残高の支払い
- 4) 第二受益権の配当の未払い部分
- 5) 第二受益権の元本残高の支払い
- 6) 第三受益権の配当の未払い部分
- 7) 第三受益権の元本残高の支払い
- 8) 劣後受益権の元本償還
- 9) 劣後受益権の収益配当の支払い

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に実行した、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
- 貸付方式:** 証書貸付(「ビジネスセレクト CLO 融資(中小企業金融公庫保証型)」)
- 貸付金額:** 10 百万円以上、50 百万円以下
- 貸付金利:** 変動
- 返済方法:** 利息/ 3ヶ月毎前払い
元本/ 3ヶ月毎 12 回元本均等返済
- 担保:** 無担保
- 連帯保証人:** 原則として代表者を連帯保証人とする(第三者保証人は不要)
- 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、所定の違約金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
- オリジネーターの融資取引歴が2年未満の場合には、オリジネーターにおける手形不渡り等の事故歴がないこと
- オリジネーターにおける債務者区分が正常先であること
- 直近の決算の数値が以下のすべてを満たすこと
 - ◆ 経常利益を計上していること
 - ◆ 自己資本比率(自己資本/使用総資本)が10%以上であること
 - ◆ 有利子負債月商倍率(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1.2%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、会社整理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
- 債務者の預金その他の債権について仮差押、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:	636社
債権元本総額:	19,713,000,000円
一債務者当たり平均元本金額:	30,995千円
加重平均残存期間:	約1.63年
加重平均貸付金利スプレッド:	約1.1%(変動部分を除く貸付金利)

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>)

オリジネーター/サービサー

株式会社三井住友銀行(格付け: A1/Prime-1/E+)は、2001年4月にさくら銀行と住友銀行の合併により誕生した大手銀行であり、現在は2002年12月に設立された株式会社三井住友フィナンシャルグループの完全子会社である。2004年9月末現在、総資産92.7兆円、従業員22,431人、国内本支店430を有している。

本取引の裏付資産となっているビジネスセレクトローンは、オリジネーターが2002年3月から取扱いを開始した中小企業向けの無担保ローン商品であり、融資対象者は年商10億円以下の事業者、審査はオリジネーターの独自モデルに基づいている。2004年9月末現在、取組件数累計は約8万5千件、取組額累計は約1兆7,000億円となっている。

保証者

保証者である中小公庫(長期債務格付けA2)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。

2004年3月末現在、総貸付残高は7兆5,940億円、職員数2120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の証券化支援業務のもとで、「保証型」証券化スキーム第2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、非常に分散された中小企業向け貸付債権プールを裏付けとする 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、本取引のその他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

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。通常、金銭債権の証券化取引であれば、オリジネーターが保有する過去のデフォルト率実績データから裏付債権プールのデフォルト率を推定する方法が採られることが多いが、本裏付債権プールは証券化を目的に一定の貸付要件のもとで新たに募集されたものであることから、オリジネーターが保有する貸付債権ポートフォリオの過去実績データをそのまま使えるとは限らない。そこで本取引では、オリジネーターから過去実績データを入手する代わりに、CRD スコアリングモデル(モデル II)、中小企業クレジット・モデル²、及びリスクカルク³(EDF RiskCalc v3.1TM)の計量的信用モデルを用いて、裏付債権プールのデフォルト率を推定することとした。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)は以下であり、その分布は巻末の通りである。

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	0.42%	0.43%
中小企業クレジット・モデル	0.51%	0.50%
リスクカルク v3.1	0.40%	0.39%

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、オリジネーターの中小企業向け融資「ビジネスセレクトローン」の対象となる比較的規模の小さい企業が中心であることから、CRD スコアリングモデル及び中小企業クレジット・モデルが、相対的に本裏付債権プールの特徴を捉えることができると考えられる。ムーディーズは、計量的信用モデルの結果に加えて、計量的信用モデルの誤差の可能性、債権者が主に比較的規模の小さい企業である

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：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 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。

ことに起因する信用力の変動性、時間経過によるデフォルト率の変動性などを考慮し、本裏付債権プールの期待デフォルト率(証券化期間中の平均値)をおよそ年率 0.8%と推定した⁴。

2. 中小公庫による部分保証

本取引の特徴は、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。中小公庫の保証業務は証券化支援業務の一つとして実施されるものであり、政府の中小企業向け資金供給の円滑化に対する強いコミットメントのもとで行われている。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、環境の変化が起こったとしても当面は継続的に確保される可能性が高いと考えているが、本取引の格付け分析においては、中小公庫(長期債務格付け:A2)が部分保証を約定通り履行しない場合に、裏付債権プールに追加的な損失が発生する可能性を考慮している。

3. 各受益権の分析

第一受益権

第一受益権は、裏付債権プールの元本回収金(代位弁済元本回収金を除く)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・アモチゼーションによる元本償還が予定されている。償還方法変更事由が発生した場合には、シークエンシャル・ペイメント構造により、他の受益権に優先して元本償還がなされる。

第一受益権に関しては、償還方法変更事由が発生しない場合に、①中小公庫の保証履行による代位弁済金が先に第二受益権に充当されること、及び、②第一受益権の予定元本償還金額を超過する元本回収金(代位弁済元本回収金を除く)が第二受益権ないし第三受益権の元本返済に充当されること、の 2 点に留意する必要がある。ムーディーズは、中小公庫の部分保証による代位弁済金を見込まない場合において、3 ヶ月毎の元本回収金が第一受益権の予定元本償還に常に十分であるかという観点から第一受益権の分析を行った。

本取引の裏付債権プールは、債務者数が 636 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 0.25%程度にとどまることから、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理想的な分散型プールといえる。また、本裏付債権プールは、巻末に示される通り、高い業種分散及び地域分散が図られているため、ムーディーズは債務者間の相関(ポートフォリオ全体の平均的なアセット相関)を他の銀行 CLO やリース債権 ABS と特に変わらない水準と見ている。

以上の分析の結果、ムーディーズは、予定元本償還期日毎の元本償還の確実性、償還方法変更事由の存在による第二ないし第三受益権の信用補完効果、及び、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ル化を行うことにより、第一受益権に Aaa の格付けが付与できると判断した。

第二受益権

第二受益権の予定元本償還は、中小公庫からの代位弁済元本回収金、及び、元本回収金(代位弁済元本回収金を除く)から第一受益権の元本償還金額を差し引いた後の 7 割を主な原資として行われる。償還方法変更事由が発生した場合には、シークエンシャル・ペイメント構造により、第一受益権の元本償還が全額なされた後に優先的に償還される。

4. ムーディーズのスペシャル・レポート「リスクカルク非上場企業日本版を使った中小企業 CLO の格付け手法(2003 年 2 月)」及び「計量的デフォルト確率予測モデルによる日本の中小企業 CLO の評価に関するムーディーズの追加コメント(2003 年 6 月)」を参照のこと。

第二受益権の当初元本金額は、裏付債権プールの元本総額から第一受益権元本金額を差し引いた残りのほぼ 7 割に相当する金額となっている。これは、第二受益権ないし劣後受益権の総額に相当するデフォルト債権が裏付債権プールに発生したとしても、中小公庫による部分保証(原則 7 割)が全て履行されれば元本が毀損しないサイズに相当する。従って、本受益権は中小公庫の保証履行の確実性に極めて関連した受益権であると考えることが可能である。

しかしながら、中小公庫がデフォルトすることにより保証履行が停止したとしても、必ずしも第二受益権元本に損失が発生するとは限らないことに留意する必要がある。例えば、中小公庫の保証履行が取引期間の中ほど(1.5 年後)で停止すると仮定した場合、1.5 年後に裏付債権プールの金額が当初の約半分、加重平均残存期間が約 0.81 年になっていることを考慮すると、裏付債権プールに発生する損失は約 0.62%(=年率 0.8%×1.63 年×(100-70%)+0.5×年率 0.8%×0.81 年×70%)に留まるため、劣後受益権により損失が全額吸収され、第二受益権に損失が及ばないことがわかる。従って、第二受益権の格付けは、保証者である中小公庫の格付けを十分上回ることが可能である。

ムーディーズは、第二受益権の元本償還ルールと付加的な信用補完としてのエクセス・スプレッドの存在を前提に、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ル化を行うことにより、第二受益権に Aa3 の格付けが付与できると判断した。

第三受益権

第三受益権の予定元本償還は、元本回収金(代位弁済元本回収金を除く)から第一受益権の元本償還金額を差し引いた後の 3 割を主な原資として行われる。償還方法変更事由が発生した場合には、シークエンシャル・ペイメント構造により、第一受益権及び第二受益権の元本償還が全額なされた後に優先的に償還される。

裏付債権プールにデフォルトがそれ程多く発生しないケースにおいては、余剰元本回収金の 3 割が元本償還に充当される効果により、第三受益権は第一受益権や第二受益権よりも先に全額償還となる可能性がある。一方、裏付債権プールにデフォルトが多く発生するケースにおいては、余剰元本回収金からの充当がそれ程見込めない上に、償還方法変更事由が発生した場合に第一ないし第二受益権が優先的に元本償還するため、元本償還のタイミングは後ろ倒しとなる。ムーディーズは、第三受益権の元本償還ルールと付加的な信用補完としてのエクセス・スプレッドの存在を前提としたモデル化により、第三受益権に A2 の格付けが付与できると判断した。

劣後受益権

劣後受益権に対する格付けは、劣後受益権者が被る期待損失をもとに付与されている。劣後受益権の配当支払い及び元本償還は、信託終了日に行われる。エクセス・スプレッドが同受益権に対する信用補完となっている。

エクセス・スプレッド

本取引においては、エクセス・スプレッドを信用補完として考慮することが可能である。特に、第一ないし第三受益権に対しては、劣後受益権の配当を含んだエクセス・スプレッドを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債権や期限前弁済債権の発生タイミング、基準金利決定日のミスマッチ、さらにデフォルト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相当するネガティブ・キャリー等を考慮する必要がある。

4. その他の要素

(i) 保証の免責

中小公庫による保証の免責事由に該当するデフォルト債権については、オリジネーターによるは買戻しが行われる規定となっている。オリジネーター(無担保長期債務格付け A1)がデフォルトした場合には、当該債権の賠償あるいは買戻しが行われず、債権プールの損失が増加すると考えられるが、そもそも保証の免責事由に該当する債権が発生する可能性が限定的である上、オリジネーターのデフォルトが発生する確率も極めて低いことから、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) コミングリング・リスク及び流動性

本取引においては、サービサーである三井住友銀行の短期格付けが Prime-1 であることを考慮し、取引開始当初においてコミングリング・ロスに対する手当てはなされていない。サービサーの短期格付けが Prime-2 格下げ方向で見直し、もしくは Prime-3 以下になった場合、また格付けが取り下げられた場合には前払義務発生事由が発動し、受託者に対して回収予定額を一括して前払いする取り決めとなっている。また、裏付債権の利息は3ヶ月前払いで支払われる一方、受益権の配当は3ヶ月後払いで支払われる。ムーディーズは、サービサーである三井住友銀行の信用力に加え、前払義務発生事由の存在、回収金が預金保険制度⁵による保護の対象になる可能性を考慮した結果、本取引のコミングリング・リスクに対して必要な信用補完はほぼゼロであり⁶、また、流動性は十分に確保されていると判断した。

(iii) 相殺リスク

相殺リスクについては、オリジネーターの預金が不払いとなる蓋然性がそもそも低い上に、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なき承諾を取得する他、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。

5. 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。

6. 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。

裏付債権プール属性データ

CRDのスコアリングモデルによる1年デフォルト率分布

デフォルト率	債務者数	構成比率 (債務者数)	債権金額 (円)	構成比率 (金額)
0.10%以下	18	2.8%	622,000,000	3.2%
0.10%超～0.20%以下	68	10.7%	2,022,000,000	10.3%
0.20%超～0.30%以下	150	23.6%	4,424,000,000	22.4%
0.30%超～0.40%以下	113	17.8%	3,522,000,000	17.9%
0.40%超～0.50%以下	105	16.5%	3,329,000,000	16.9%
0.50%超～0.60%以下	60	9.4%	1,856,000,000	9.4%
0.60%超～0.70%以下	41	6.4%	1,289,000,000	6.5%
0.70%超～0.80%以下	26	4.1%	835,000,000	4.2%
0.80%超～0.90%以下	23	3.6%	844,000,000	4.3%
0.90%超～1.00%以下	17	2.7%	524,000,000	2.7%
1.00%超～1.10%以下	9	1.4%	236,000,000	1.2%
1.10%超～1.20%以下	6	0.9%	210,000,000	1.1%
総計	636	100.0%	19,713,000,000	100.0%

中小企業クレジットモデルによる1年デフォルト率分布

デフォルト率	債務者数	構成比率 (債務者数)	債権金額 (円)	構成比率 (金額)
0.10%以下	34	5.3%	987,000,000	5.0%
0.10%超～0.20%以下	106	16.7%	3,275,000,000	16.6%
0.20%超～0.30%以下	117	18.4%	3,758,000,000	19.1%
0.30%超～0.40%以下	86	13.5%	2,703,000,000	13.7%
0.40%超～0.50%以下	83	13.1%	2,586,000,000	13.1%
0.50%超～0.60%以下	45	7.1%	1,417,000,000	7.2%
0.60%超～0.70%以下	38	6.0%	1,201,000,000	6.1%
0.70%超～0.80%以下	20	3.1%	544,000,000	2.8%
0.80%超～0.90%以下	18	2.8%	613,000,000	3.1%
0.90%超～1.00%以下	14	2.2%	384,000,000	1.9%
1.00%超～1.10%以下	15	2.4%	423,000,000	2.1%
1.10%超～1.20%以下	16	2.5%	519,000,000	2.6%
1.20%超～1.30%以下	6	0.9%	185,000,000	0.9%
1.30%超～1.40%以下	7	1.1%	222,000,000	1.1%
1.40%超～1.50%以下	4	0.6%	105,000,000	0.5%
1.50%超～1.60%以下	7	1.1%	184,000,000	0.9%
1.60%超～1.70%以下	3	0.5%	81,000,000	0.4%
1.70%超～1.80%以下	4	0.6%	125,000,000	0.6%
1.80%超～1.90%以下	0	0.0%	0	0.0%
1.90%超～2.00%以下	1	0.2%	40,000,000	0.2%
2.00%超	12	1.9%	361,000,000	1.8%
総計	636	100.0%	19,713,000,000	100.0%

リスクカルクv3.1による1年デフォルト率分布

デフォルト率	債務者数	構成比率 (債務者数)	債権金額 (円)	構成比率 (金額)
0.10%以下	43	6.8%	1,396,000,000	7.1%
0.10%超～0.20%以下	100	15.7%	3,273,000,000	16.6%
0.20%超～0.30%以下	129	20.3%	3,974,000,000	20.2%
0.30%超～0.40%以下	118	18.6%	3,802,000,000	19.3%
0.40%超～0.50%以下	112	17.6%	3,317,000,000	16.8%
0.50%超～0.60%以下	40	6.3%	1,175,000,000	6.0%
0.60%超～0.70%以下	28	4.4%	843,000,000	4.3%
0.70%超～0.80%以下	19	3.0%	579,000,000	2.9%
0.80%超～0.90%以下	8	1.3%	182,000,000	0.9%
0.90%超～1.00%以下	7	1.1%	218,000,000	1.1%
1.00%超～1.10%以下	7	1.1%	195,000,000	1.0%
1.10%超～1.20%以下	10	1.6%	346,000,000	1.8%
1.20%超～1.30%以下	5	0.8%	136,000,000	0.7%
1.30%超～1.40%以下	3	0.5%	70,000,000	0.4%
1.40%超～1.50%以下	2	0.3%	60,000,000	0.3%
1.50%超～1.60%以下	3	0.5%	87,000,000	0.4%
2.00%超	2	0.3%	60,000,000	0.3%
総計	636	100.0%	19,713,000,000	100.0%

売上高別分布

売上高	債務者数	構成比率 (社数)	債権金額 (円)	構成比率 (金額)
5億円以下	383	60.2%	9,703,000,000	49.2%
5億円超～10億円以下	189	29.7%	7,430,000,000	37.7%
10億円超～15億円以下	51	8.0%	2,130,000,000	10.8%
15億円超～20億円以下	12	1.9%	420,000,000	2.1%
20億円超～25億円以下	1	0.2%	30,000,000	0.2%
総計	636	100.0%	19,713,000,000	100.0%

ムーディーズ業種別分布

ムーディーズ業種	債務者数	構成比率 (金額)	債権金額 (円)	構成比率 (債務者数)
飲食・その他サービス	102	16.04%	3,084,000,000	15.6%
建設	93	14.62%	2,928,000,000	14.9%
ソフトウェア・ビジネスサービス	94	14.78%	2,832,000,000	14.4%
不動産	67	10.53%	2,199,000,000	11.2%
小売	66	10.38%	2,089,000,000	10.6%
機械(建設、エレクトロニクス用を除く)	39	6.13%	1,202,000,000	6.1%
運送	36	5.66%	1,021,000,000	5.2%
飲料・食品・タバコ	18	2.83%	600,000,000	3.0%
鉱業・製鉄・非鉄金属	18	2.83%	585,000,000	3.0%
繊維・皮革	18	2.83%	579,000,000	2.9%
印刷・出版	15	2.36%	496,000,000	2.5%
エレクトロニクス	12	1.89%	423,000,000	2.1%
レジャー・娯楽	15	2.36%	405,000,000	2.1%
その他	43	6.76%	1,270,000,000	6.4%
総計	636	100.0%	19,713,000,000	100.0%

都道府県分布

地域	債務者数	構成比率 (債務者数)	債権金額 (円)	構成比率 (金額)
東京都	348	54.7%	10,976,000,000	55.7%
大阪府	76	11.9%	2,385,000,000	12.1%
兵庫県	58	9.1%	1,823,000,000	9.2%
神奈川県	31	4.9%	947,000,000	4.8%
北海道	24	3.8%	748,000,000	3.8%
千葉県	20	3.1%	584,000,000	3.0%
愛知県	17	2.7%	491,000,000	2.5%
埼玉県	21	3.3%	465,000,000	2.4%
福岡県	9	1.4%	312,000,000	1.6%
京都府	9	1.4%	254,000,000	1.3%
その他	23	3.6%	728,000,000	3.7%
総計	636	100.0%	19,713,000,000	100.0%

貸付金額別分布

債権金額	債務者数	構成比率 (債務者数)	債権金額 (円)	構成比率 (金額)
1,000万円以上1,500万円未満	66	10.4%	731,000,000	3.7%
1,500万円以上2,000万円未満	53	8.3%	879,000,000	4.5%
2,000万円以上2,500万円未満	73	11.5%	1,521,000,000	7.7%
2,500万円以上3,000万円未満	50	7.9%	1,324,000,000	6.7%
3,000万円以上3,500万円未満	131	20.6%	3,976,000,000	20.2%
3,500万円以上4,000万円未満	33	5.2%	1,203,000,000	6.1%
4,000万円以上4,500万円未満	141	22.2%	5,650,000,000	28.7%
4,500万円以上5,000万円未満	10	1.6%	479,000,000	2.4%
5,000万円	79	12.4%	3,950,000,000	20.0%
総計	636	100.0%	19,713,000,000	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。(本著作権表示は米国で印刷された)。