
壳掛債權流動化

目次

	Page
I 売掛債権流動化を活用した資金調達	3
1 売掛債権流動化とは	3
• 売掛債権流動化とは	3
2 売掛債権流動化に関するソリューション概要	5
• ソリューション概要	5
• 売掛債権流動化活用の例	6
3 売掛債権流動化実施のための企業側の要件	7
• 売掛債権流動化実施のための企業側の要件	7
4 売掛債権に潜む譲受先などにとってのリスク	9
• 売掛債権に潜む譲受先などにとってのリスク	9
5 対抗要件の具備	11
• 対抗要件の具備	11
II 売掛債権証券化	13
1. 売掛債権証券化の概要	13
• 売掛債権流動化の概要	13
• 売掛債権証券化の市場規模	14
2. 証券化のメリット	15
• 証券化のメリット	15
3. SPVとは何か	17
• SPVとは何か	17
• SPVの種類	18
<C/B>中間法人について	20
4. 売掛債権証券化におけるリスク対処	21
• 売掛債権証券化のスキーム例	21
• 売掛債権証券化におけるリスク対処	21
• 優先劣後方式	23

	Page
5. 売掛債権証券化にかかるコスト	25
• 売掛債権証券化にかかるコスト	25
Ⅲ ファクタリング	27
1. ファクタリングの概要	27
• ファクタリングの概要	27
• ファクタリングの実績	28
2. ファクタリングの種類	29
• 保証ファクタリングの概要	29
• 一括ファクタリングの概要	30
3. ファクタリングにおけるコスト	31
• ファクタリングにおけるコスト	31
<C/B>ファクタリングの歴史	32
Ⅳ 売掛債権担保融資	33
1. 売掛債権担保融資の概要	33
• 売掛債権担保融資の概要	33
• 売掛債権担保融資保証制度の実績	34
2. 売掛債権担保融資保証制度のスキーム	35
• 売掛債権担保融資保証制度のスキーム	35
3. 売掛債権担保融資保証制度のフロー	37
• 売掛債権担保融資保証制度のフロー	37
4. 売掛債権担保融資保証制度におけるリスク対処	39
• 売掛債権担保融資保証制度におけるリスク対処	39
5. 売掛債権担保融資保証制度にかかるコスト	41
• 売掛債権担保融資保証制度にかかるコスト	41
<C/B>売掛債権を活用した資金調達手法を 活用したくない理由	42

1 売掛債権流動化とは

売掛債権流動化の基本的な仕組みについて解説します。

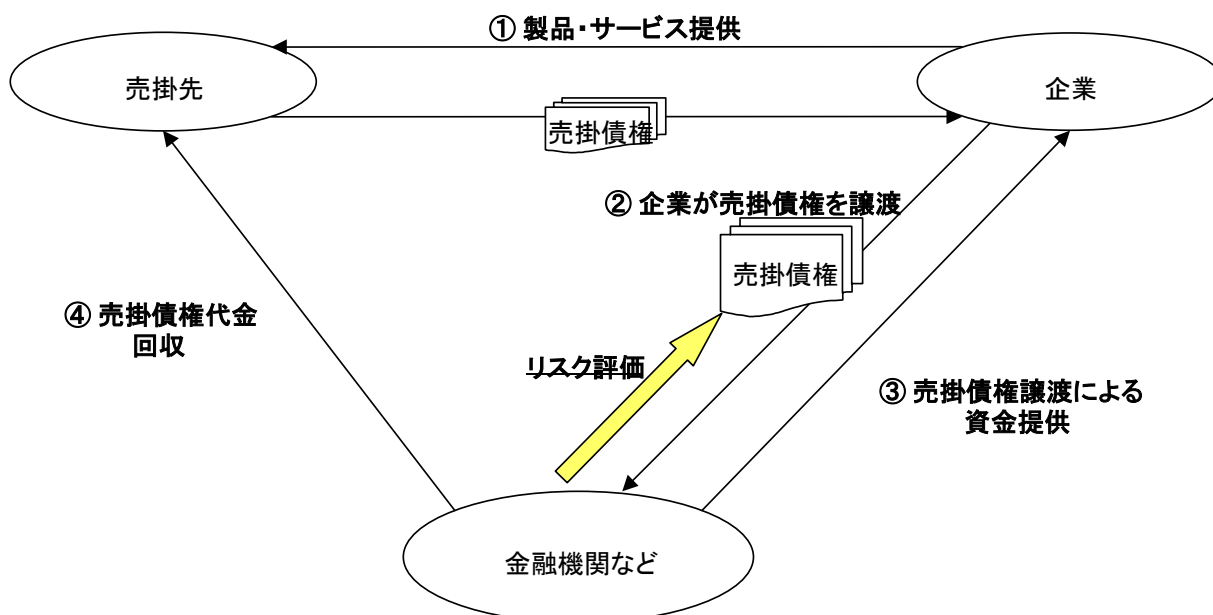
■ 売掛債権流動化とは

本章では、売掛債権流動化とは何であり、どのようなソリューションがあり、基本的な留意事項は何か等の概説を行います。

流動化とは、文字通り流動性が乏しい資産について現金化など流動性を付与することをいいます。本講義で扱う売掛債権は「流動資産」ではありますが、殆どの場合に決済期日が到来するまで持ち続けることが前提となっています。そこで譲渡他の手段によって資金調達に活用するという意味で、流動化の対象になり得るものです。

売掛債権の流動化とは、決済期日が到来する前に企業が保有する売掛債権を金融機関など第三者に譲渡するなり担保として融資を受けるなりして、資金調達を行うことです。この際に調達可能となる資金の額は、売掛債権に関するリスク(信用力)に大きく依存します(図表1-1参照)。

図表 1-1 売掛債権流動化の仕組み



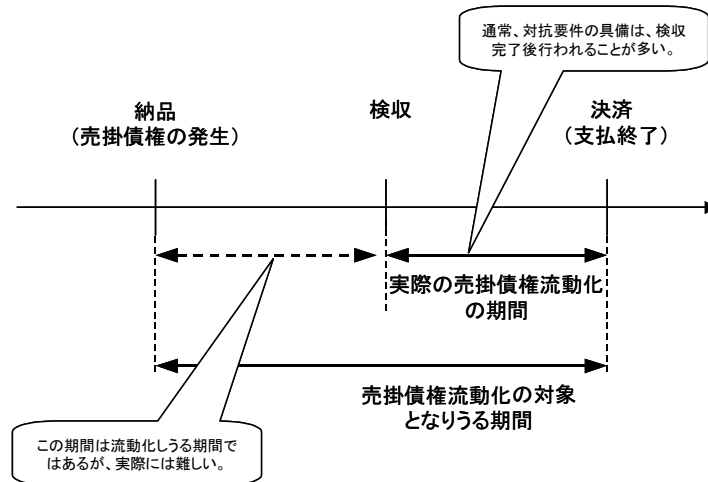
図表1-2は売掛債権の発生から支払終了までを、時系列で示しています。

売掛債権は企業が売掛先に製品やサービスを提供した時点(納品)に発生して、売掛先が製品やサービスの代金を企業に支払った時点(決済)で消滅します。先に述べたとおり、通常売掛債権は流動性が乏しく、決済期日に資金が入ってくることは一般的ではありません。それに対して、売掛債権流動化においては納品から決済までの間に売掛債権を何らかの手段により資金調達に活用します。

しかしながら、納品後決済までの間であれば何時でも売掛債権を流動化できる訳ではありません。実際には検収が終了して売掛債権の額面が確定した後に、承諾をはじめとした流動化に必要な対抗要件の具備という手続きがなされることが一般的です。そのため、実務上流動化が可能となる期間は検収から決済までの期間といえます。それ以前の納品から検収までの間は、一般的に流動化が難しい状態にあります。

ただし、検収から支払までの間でも、その実際の時間が短い場合等は、売掛債権流動化の手続きに必要な手続のための期間(ソリューションによりますが最低2週間程度)の関係で、売掛債権を流動化できない場合もありますので注意が必要です。

図表 1-2 時系列から見た売掛債権流動化



<まとめ>

- ✓売掛債権流動化とは、決済期日前に売掛債権を第三者に譲渡するなどの方法を用いて資金を調達することを指します。
- ✓調達できる資金の額は、売掛債権のリスク(信用力)に大きく依存します。
- ✓流動化は売掛債権が発生した直後からできるわけではなく、検収が終了して売掛債権の額面が確定した後になされるのが一般的です。

2 売掛債権流動化に関するソリューション概要

売掛債権流動化に関する主要な3種類のソリューションについて概要を解説します。

■ ソリューション概要

本モジュールでは、売掛債権流動化に関わる財務ソリューションとして、「売掛債権の証券化」、「ファクタリング」、「売掛債権担保融資」について説明します。ここでは、各ソリューションの概要を解説します。(図表2-1参照)

売掛債権証券化においては、企業は保有している売掛債権をSPVと呼ばれる特定目的法人に譲渡することで、その対価として資金を受け取ります。SPVというのは資産(この場合、売掛債権)を買取り、資産が生み出すキャッシュフロー(この場合、決済期日に入金される代金)を裏付けに証券を投資家に発行する事業体であり、証券化に当たって企業と投資家の媒介役を果たします。

ファクタリングにおいても、企業が売掛債権を譲渡して対価として資金を受け取ることは同様ですが、譲渡先がファクターと呼ばれる企業となります。証券化とは異なりファクタリングは相対取引が基本です。ファクターは売掛債権を多数の投資家に転売する訳ではなく、売掛先から債権を回収します。

売掛債権担保融資では、売掛債権の信用力を担保にして融資を受けることで資金調達を行います。この方法は融資ですから、何れかのタイミングで調達した資金を返済する必要があります。また、売掛債権が果たす役割が他の2つのソリューションと異なります。売掛債権は売却されるのではなく、債務不履行時の弁済手段として売掛債権が譲渡担保されます。

図表 2-1 売掛債権流動化に関わるソリューション一覧

売掛債権流動化に関わる財務ソリューション一覧

	売掛債権証券化	ファクタリング	売掛債権担保融資
概要	<p>SPV:証券化する資産を買取り、証券を発行する事業体。証券化の媒介役を果たす。</p>	<p>ファクター:売掛債権を買取る企業</p>	<p>譲渡担保</p>
	<ul style="list-style-type: none"> ●企業は、SPVに対して売掛債権を譲渡、SPVは譲渡された売掛債権のキャッシュフローを裏付けに証券を発行する。 	<ul style="list-style-type: none"> ●ファクターは買取という形で、企業から売掛債権を譲渡される 	<ul style="list-style-type: none"> ●売掛債権の信用力を担保に、金融機関が企業に資金を融資する。

■ 売掛債権流動化活用の例

図表2-2は資金調達の必要性を感じている企業4社が、自社が保有している売掛債権の内容を検討した上でソリューションを選択した例を示したものです。

ある上場企業の下請けであるA社は、元請企業の売掛債権を流動化しようと考えました。元請企業の信用力は自社より高く、かつ債権額が大きかったため、信用力とロットの大きさを活かした低利の資金調達を行なうべく特定先売切り方式の売掛債権証券化を選択しました。

B社は卸売業を営んでいることから、納品先に対し小口の売掛債権を多数保有しています。売掛先1社1社の売掛債権を流動化するのは売掛先の信用力評価の点、売掛債権の額の面から難しかったため、自社が保有する売掛債権をプールし証券化することにしました。

製造業を営むC社は、卸への製品販売に加え小売業者に直接製品を販売することで、近年急激に売上を伸ばしています。このため運転資金調達はもちろんのこと、新たに増えた取引先のリスク管理も重要と認識しています。こうした状況を踏まえ、資金調達と売掛先のリスク移転を同時に行なうべく、買取ファクタリングを選択しました。

建設業を営むD社が保有する売掛債権は、単発的に発生し、大口それでいて回収期間が長いという特徴がありました。こうした特性を考慮して早期の資金化を図るため、D社は売掛債権担保融資の別方式を選択することにしました。

以上はあくまでソリューション選択に関する検討の例であり、企業が同様の状態にあれば必ずここで挙げたソリューションが最善であるとは限りません。重要なことは、自社の売掛先の企業の種類、売掛先企業の数、売掛債権の額の大きさなど、保有する売掛債権の様々な特性をよく考慮したうえで、自社にとって最適なソリューションを抽出することです。

図表 2-2 売掛債権流動化活用の例

資金調達の 必要性	売掛債権の内容による売掛債権流動化ソリューション抽出の例			
	売掛先企業の種類	売掛先企業の数	売掛債権の額	選択したソリューション
上場企業の下請け A 社	・元請の上場企業	・1社	・大きい	▶ 特定先売切り方式の売掛債権証券化
卸業 B 社	・納品先の小売各社	・非常に多い (数十社から百社程度)	・小口 (例:50万円程度)	▶ プール売切り方式の売掛債権証券化
製造業 C 社	・卸+小売各社	・多い	・小口~大口	▶ 買取ファクタリング
建設業 D 社	・工事発注元 デベロッパー	・1社	・非常に大きい上、 回収期間が長い	▶ 売掛債権担保融資 個別方式

<まとめ>

✓売掛債権流動化の主なソリューションとして「売掛債権証券化」、「ファクタリング」、「売掛債権担保融資」が挙げられます。保有する売掛債権の特性をよく検討した上で、自社に適する売掛債権流動化のソリューションを選択することが重要です。

3 売掛債権流動化実施のための企業側の要件

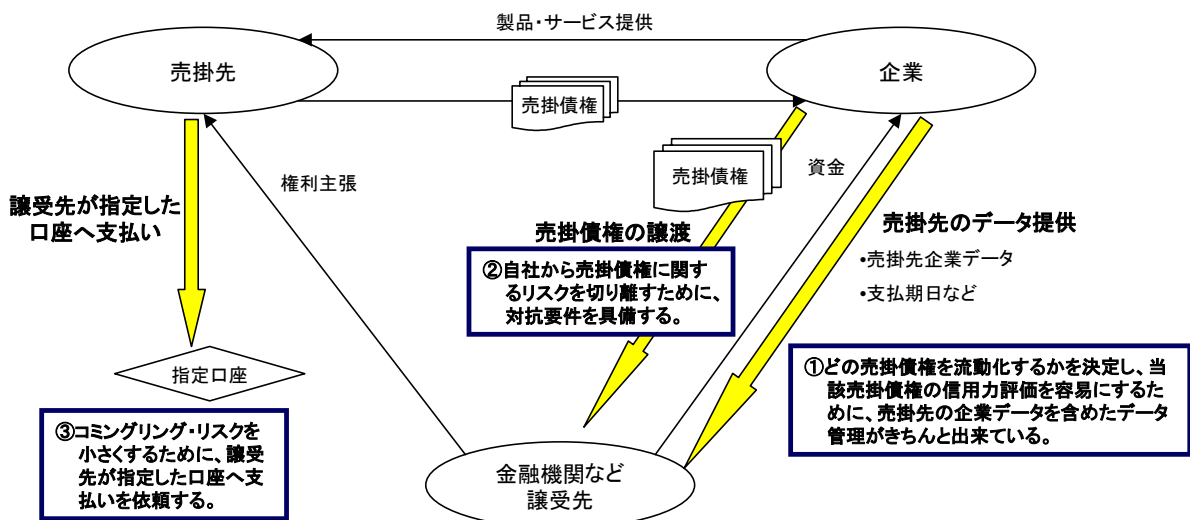
売掛債権流動化を円滑に遂行するために、備えるべき要件について解説します。

■ 売掛債権流動化実施のための企業側の要件

売掛債権流動化の基本的な仕組みとソリューション概要の説明に続いて、売掛債権流動化を実施する企業が備えることが望ましい基本的な要件を3点挙げます(図表3-1参照)。

まず、第一に売掛先の企業データを含めた売掛債権のデータ管理を適切に行うことが必要です。売掛債権流動化とは売掛債権の信用力に大きく依存した資金調達方法であります。従って、売掛債権の譲渡先となる相手の側からは、売掛債権の信用力評価が取引成立のために決定的に重要な役割を果たします。そのため、売掛先の企業データ、決済期日、決済金額など当該債権に関するデータが整備されていることが売掛債権流動化をスムーズに進めるために必要です。売掛債権についてこうしたデータが揃わなければ、譲渡対象となる売掛債権の特定ができず、流動化の手続きを円滑に進めてタイムリーな資金調達を行なうことが難しくなります。そもそも、売掛債権のデータ管理なしでは自社における流動化の可能性の把握にも問題が起きます。

図表 3-1 売掛債権流動化実施のための企業側の要件



第二に、対抗要件の具備が求められます。これは売掛債権を譲渡して売掛債権に関するリスクを切り離すために欠くことができない手続きです。しかしながら、各売掛先から承諾を得たうえ、売掛先に通知を送付したり、法務局で譲渡に関する登記を行なうといった対抗要件具備に必要な業務にはそれなりの負荷が掛かることを認識する必要があります。また、こうした点についても、売掛債権のデータが整備できていなければ、承諾・通知・登記といった作業を円滑に行なうことが出来ません。対抗要件具備の観点からも、売掛債権のデータ管理は重要といえます。

第三の要件としては、売掛先に対して譲受先が指定した口座への代金振り込みを求めることです。このことの狙いは、次節で説明する売掛債権に関わるリスクの一つであるコミングリングリスクを小さくするためです。ただし、売掛先にとって振込口座を変更するのは面倒な話ですし、過去の経緯から変更が難しい場合も想定されます。そうした場合には、自社の当該口座の用途を流動化に絞るなど替わりの取り組みについても検討するようにします。

これらの要件を着実に満たすことで、売掛債権流動化の手続きが円滑に実施され、タイムリーな資金調達の実現が可能になるうえ、リスクの切り離しもより確実に行われるようになります。

ただし、各要件を適格に実施するためには、少なからず自社側の人的・金銭的な負担が発生します。後ほどそれぞれのソリューションの解説でコストについて触れますが、自社がこうした業務負荷を抱えたうえで売掛債権流動化を行い得るものかという検討も必要になります。

<まとめ>

✓売掛債権流動化を実施するための要件として

1. 売掛債権のデータ管理が整備されている
2. 対抗要件を具備する
3. 売掛先に対して譲受先が指定した口座への支払を依頼する

の3点を備えていることが望ましいといえます。

✓これらの要件を遂行するためには、コストが生じます。売掛債権流動化の実施に当っては自社に掛かるコスト負担についても検討する必要があります。

4 売掛債権に潜む譲受先などにとってのリスク

譲渡先他にとっての売掛債権に関わるリスクについて解説します。

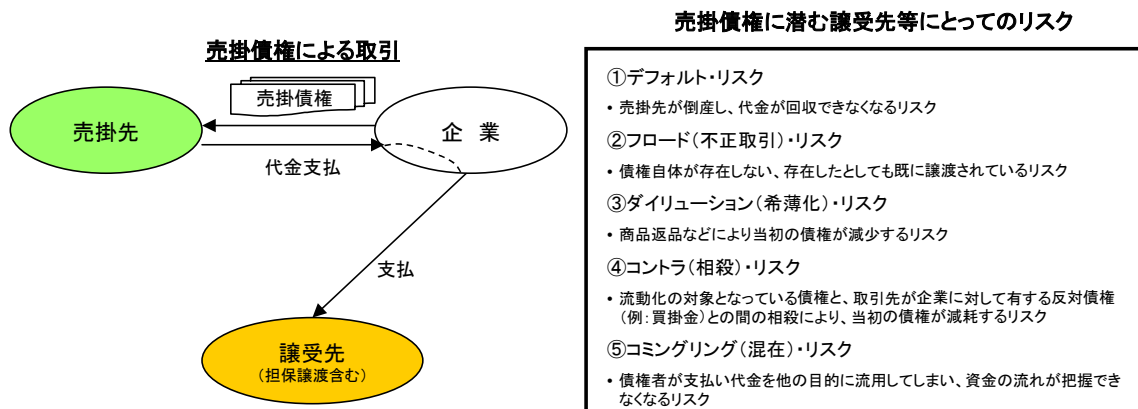
■ 売掛債権に潜む譲受先などにとってのリスク

資金調達が行われるときは、そのために用いられる資産の信用力や当該資産が生み出すキャッシュフローについての評価をしたうえで行なわれるのが基本です。例えば銀行から企業への融資では、企業そのものの信用力、事業から発生するキャッシュフロー、土地他の担保資産の価値に基づいて、融資の可否や融資額が決まります。売掛債権流動化の場合でも、調達できる資金の額は売掛債権の信用力に大きく依存します。

また、企業への融資において企業が倒産したり、担保としていた資産価値が下落して、金融機関が資金を回収できなくなるリスクがあるように、売掛債権の譲渡においても譲受先にとって何通りかのリスクが存在します。ここでは主なリスクの種類として、5つを挙げます(図表4-1参照)。

1. デフォルトリスクは、売掛先が倒産し代金が回収できなくなるリスクを指します。
2. フロードリスクは別名不正取引リスクともいい、債権自体が存在しない、あるいは存在したとしても既に第三者に譲渡されており、代金が回収できなくなるリスクです。

図表 4-1 売掛債権流動化に潜むリスク



3. ダイリューションリスクは希薄化リスクともいい、売掛先が商品を企業に返品するなどした結果、売掛債権の額が当初のものより減少してしまうリスクを指します。
4. コントラリスクは、流動化の対象になっている債権と売掛先が企業に対して所有している債権(企業にとっては買掛金)とが相殺されてしまい売掛債権の額が減少してしまうことをいい、相殺リスクとも言います。これは企業が債務不履行に陥った場合で、後に説明する債務者対抗要件を売掛債権に具備していない場合に発生します。
5. 売掛債権が譲渡された後には、売掛先は新たな債権者である譲受先に対して直接代金を支払うことが一般的ですが、もともと売掛債権を保有していた企業を経由して代金を支払う場合も見受けられます。この場合コミングリングリスク(混在リスク)が発生する可能性があります。これは、もともと売掛債権を保有していた企業が、売掛先が支払った代金を企業が他の目的に流用してしまったため、他の資産と混在してしまい資金の流れが把握できなくなることです。企業が経営難に陥っている場合などに発生することが想定されます。

こうしたリスクを補う意味から、何らかの信用補完を行ったり、売掛債権を保有していた企業に関するリスクもある程度評価することになります。従って、先ほど売掛債権流動化は、売掛債権の信用力に大きく依存した資金調達方法だと説明しましたが、こうしたリスク故に、完全に売掛債権の信用力のみで依存しているわけではないということに注意を払う必要があります。

<まとめ>

✓売掛債権には以下のような5つのリスクが潜んでいます。

- ①デフォルトリスク
- ②フロードリスク
- ③ダイリューションリスク
- ④コントラリスク
- ⑤コミングリングリスク

これらのリスクを補うために、取引においては、純粹に売掛債権の信用力だけでなく、売掛債権を保有していた企業の信用力もある程度評価されます。

5 対抗要件の具備

売掛債権を譲渡して流動化を行なうために必要な対抗要件の具備について、その法的側面から解説します。

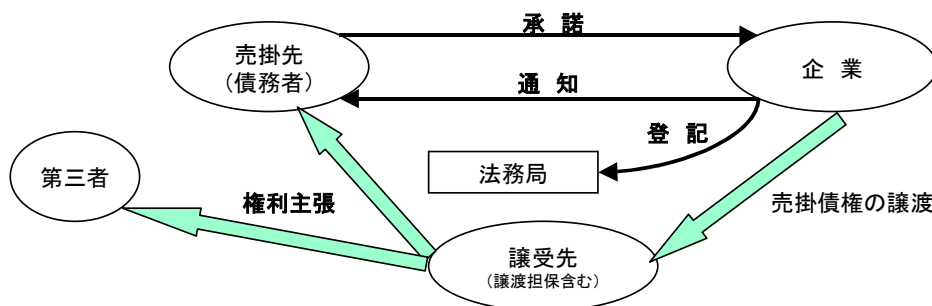
■ 対抗要件の具備

売掛債権を譲渡し売掛債権流動化を実施するためには、欠かすことが出来ない手続きがあります。

売掛債権を譲渡するときまず確認しなければならないのは、「債権譲渡禁止特約」の有無です。売掛債権が売掛先が知らないうちに譲渡された場合、売掛先は複数の企業から代金支払を請求されるなどのリスクを負う可能性があります。そういったリスクを避けるための取り決めが「債権譲渡禁止特約」ですが、この特約があると売掛債権の譲渡ができません。従って、この特約が存在する場合は売掛先に解除を依頼しなければなりません。

債権譲渡禁止特約がないことを確認もしくは同特約を解除した後では、法的に売掛債権を譲渡するために「対抗要件を具備」する必要があります。「対抗要件」としては、「第三者対抗要件」と「債務者対抗要件」の2種類があります。具体的な対抗要件具備の方法として「承諾」、「通知」、「登記」の3種類の方法があります。以下、図5-1を用いてその具体的な内容を説明します。

図表 5-1 対抗要件の具備



第三者対抗要件	債務者対抗要件
債権の権利を第三者に主張できる機能	債務者に対し誰に弁済すべきか知らせる機能
債務者に対し、売掛債権の譲渡について、確定日付のある証書によって通知するか承諾を得る。 (民法467条)	売掛債権の譲渡について、債務者の承諾を得るか、売掛債権を譲渡したことを、債務者に通知する。 (民法467条)
法務局に備えられた債権譲渡ファイルに登録する。 (債権譲渡特例法5条)	債務者に登記事項証明書を交付し、売掛債権の譲渡を通知する。または承諾を得る。 (債権譲渡特例法5条)

「第三者対抗要件」とは債権の権利を第三者に主張できる権能です。これにより、売掛債権の譲渡を受けた金融機関などの譲受先は、第三者に対して債権者としての権利を主張することができます。この要件を具備するためには、

民法上の定めに基づいて、債務者に対して確定日付がある証書によって「通知」するか、もしくは債務者から「承諾」を得る

債権譲渡特例法上の定めに基づいて、法務局にて備えられた債権譲渡登記ファイルに「登記」を行う

という2種類の方法があります。

一方、「債務者対抗要件」とは、債務者に対し誰に債務を弁済すべきか知らせる機能を指します。この要件を具備するためには、

民法上の定めに基づいて、債権の譲渡について債務者の「承諾」を得るもしくは債務者に対して「通知」する

債権譲渡特例法に基づいて、債務者に登記事項証明書を交付して、債権譲渡の事実を「通知」するもしくは「承諾」を得る

という2種類の方法があります。

「対抗要件の具備」は、譲渡の際に売掛債権のリスクを譲受先に移転するために不可欠となる手続きです。こうした要件が満たされないと、売掛債権譲渡に伴う一連の取引は譲受先から借入を受けたとみなされ資産のオフバランス化ができないこともあります。

<まとめ>

✓売掛債権の流動化を実施するためには、

- 債権譲渡禁止特約の有無を確認します。特約がある場合は、解除が必要です。
- 対抗要件の具備が必要です。対抗要件には「第三者対抗要件」と「債務者対抗要件」の2種類があり、それぞれ「承諾」、「通知」、「登記」によって具備することができます。

✓対抗要件の具備は、売掛債権のリスクを自社から移転するために欠かすことが出来ない手続きです。

1 売掛債権証券化の概要

売掛債権証券化の概要と市場規模について解説します。

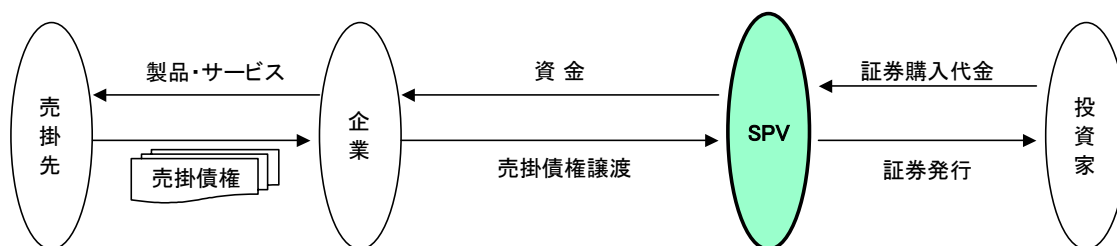
■ 売掛債権証券化の概要

売掛債権証券化とは、売掛債権から生み出されるキャッシュフロー、すなわち決済期日に払い込まれる代金を裏付けとして証券を発行して資金を調達することをいいます。具体的には図表1-1が示すように、まず企業がSPVと呼ばれる事業体に売掛債権を譲渡し、その対価として資金を受け取ります。SPVは売掛債権の信用力をもとに、証券を投資家に販売します。

売掛債権証券化を実施することにより、企業は財務上の効果・メリットを享受することができます。まず第一に売掛債権の信用力を活用することで資金調達方法を多様化することができます。また、第二に資産のオフバランス化を図ることができます。さらに調達した資金で有利子負債を返済した場合は、資産全体の圧縮が図れ、資本構成の改善も図ることが可能です。

基本的に売掛債権証券化では、売掛債権をSPVに譲渡することによって売掛債権のリスクを自社から移転することが出来ませんが、証券化の方法によってはリスクの移転が限定的になることもあります。また、証券化の仕組みが複雑なので、手続きがやや難しいという点も挙げることができます。

図表 1-1 売掛債権証券化の概要



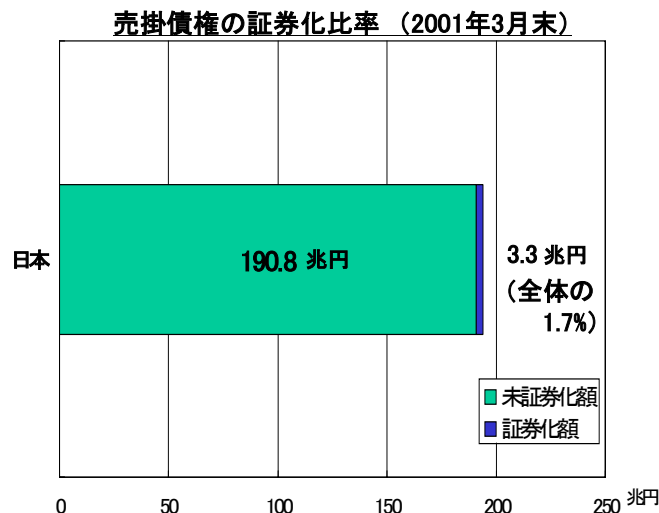
売掛債権証券化の効果・メリット	売掛債権証券化実施の課題・留意点
<ul style="list-style-type: none"> •資金調達方法が多様化する。 •オフバランス化が図れる。 <p>調達した資金で有利子負債を返済した場合、資産圧縮が図れる。</p>	<ul style="list-style-type: none"> •証券化の方法によってはリスクの移転が限定的になる場合がある。 •証券化の仕組みが複雑なため、手続きがやや難しい。

■ 売掛債権証券化の市場規模

実際に売掛債権は、どの程度証券化されているのでしょうか。図表1-2が示す通り、2000年度末で日本企業は約191兆円の売掛資産を保有しています。(因みに、これは日本企業が保有する土地資産の規模にほぼ匹敵します。)このうち証券化されたのは約3.3兆円であり、売掛債権全体の約1.7%に過ぎません。資金調達において売掛債権の証券化は未だ積極的に活用されていないようです。手形取引が縮小し売掛債権による資金調達ニーズが高まっていることに加えて、1998年10月に債権譲渡特例法が施行されるなど売掛債権流動化の普及環境が整いつつあります。このことから、日本においても売掛債権証券化の活用により資金調達手段が多様化する可能性があるといえます。

参考までに、手形取引が一般的ではないなど商習慣は異なるため単純な比較は出来ませんが、米国では2002年3月末時点で全体の約31%に相当する33.5兆円の売掛債権が証券化されています。

図表 1-2 売掛債権証券化の市場規模



出所:「法人企業統計(2000年度)」財務省、「資金循環勘定」日本銀行により推計

<まとめ>

- ✓ 売掛債権証券化では、企業がSPVに売掛債権を譲渡した対価として資金を受け取ります。SPVは譲渡された売掛債権を証券化して、投資家に販売します。
- ✓ 資金調達方法の多様化やオフバランス化が売掛債権証券化の効果として挙げられる一方で、方法によっては売掛債権に関するリスク移転が限定的であること、仕組みの難しさ故に手続きがやや難しいことが留意点として挙げられます。
- ✓ 日本企業全体では土地資産に匹敵する規模の売掛債権を保有しているものの、そのうちわずか1.7%しか証券化がされていません。証券化の活用により、資金調達方法が多様化する可能性があると思われます。

2 証券化のメリット

資産が証券化されるステップと証券化によるメリットについて解説します。

■ 証券化のメリット

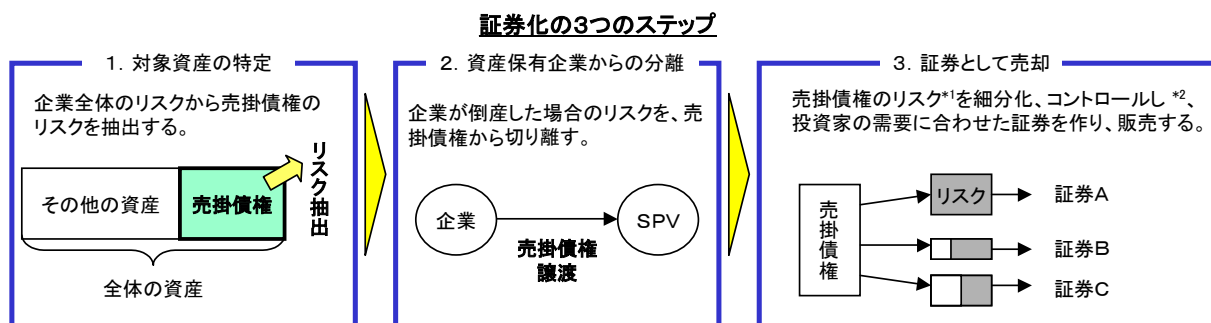
ここでは証券化の基本的な仕組みとメリットについて解説します。図表2-1で示されるように、証券化の3つのステップを経ることにより投資家に取引されるリスクが細分化、コントロールされ、売掛債権は証券化されます。

その最初のステップは対象資産の特定です。売掛債権証券化の場合は、投資家に取引される証券の裏付けとなるのは売掛債権ですから、企業全体のリスクから売掛債権のリスクを抽出します。

次のステップでは、保有していた元の企業から売掛債権を分離します。これは企業が倒産した場合のリスクを売掛債権から切り離すために必要な措置で、後ほど詳しく説明します。

企業全体から抽出され、切り離された売掛債権は最後に証券として売却されます。この時投資家に対して売掛債権そのものを売却するのではなく、証券という金融商品として販売することで、売掛債権のリスクを細分化してコントロールが可能になります。その結果、投資家の需要に合わせた商品が販売可能となります。ここで特記すべきは、売掛債権という1つの資産から、図表2-1が示すように異なったリスクを持つ複数の証券が発行できるということです。

図表 2-1 証券化の3つのステップとメリット



売掛債権を譲渡する企業のメリット

- 資金調達方法が多様化する。
- オフバランス化が図れる。
調達した資金を用いて有利子負債を返済すれば、資産圧縮が図れる。
- 基本的に保有する売掛債権のリスクを移転できる*3。
- 売掛債権の譲渡が容易になる。
証券化されることで流動性が高くなり、投資対象となる。
リスクコントロールにより、投資家の需要に適合した商品となる。

投資家のメリット

- 投資対象となる商品の選択機会の増大
- 商品特性の明確化
上記、証券化のステップにより、リスクが細分化、コントロールされていることから、商品特性が明らかになり、投資判断が行いやすい。

*1: 売掛債権のリスクは、前述「売掛債権に潜むリスク」を参考にしてください。
*2: リスクの細分化、コントロールについては、後ほど詳細に説明します。
*3: ただし、証券化の方法によってはリスクの移転は限定的になる場合があります。

図中証券Aはリスクが高く、Bは中程度、Cはこの中ではリスクが一番低いことを示しています。ハイリスク・ハイリターンを望む投資家には証券Aを、ローリスク・ローリターンを希望する投資家には証券Cを販売することができるので、1つの資産から投資家の需要に応じた証券が発行されていることが分かります。

証券化の結果、売掛債権を譲渡した企業も投資家もメリットを享受することができます。

企業側のメリットとして資金調達方法の多様化、オフバランス化、売掛債権売却の容易性を挙げることができます。

先ず資金調達方法の多様化です。売掛債権証券化での資金調達が手形割引や融資と比べた実質金利面での優位性がある場合もあり、新たな資金調達のソリューションとして売掛債権証券化は検討に値します。

また売掛債権証券化の概要で述べた通り、オフバランス化効果を挙げることができます。更に、売掛債権譲渡に付随するメリットとして保有する売掛債権のリスク移転があります。ただしこれについては、証券化の方法によっては売掛債権のリスク移転が限定的になる場合もあります。

さらに売掛債権の売却が容易になる点を挙げることが出来ます。これは売掛債権をそのまま売却するよりも、証券という金融商品にすることで流動性が高くなり投資家の投資対象となることが大きな理由です。更に、先述した通り証券化の過程でリスクがコントロールされるため、投資家の需要に適合した商品設計ができることもあります。

投資家にとっても、証券化のメリットはあります。先ず売掛債権という資産が証券化されることで投資対象となる商品を選択する機会が増えます。更に、証券化の過程で取引されるリスクが細分化、コントロールされていることから証券の商品特性が明らかになり、投資家は投資判断が行ない易くなります。

<まとめ>

- ✓売掛債権証券化は、対象資産(売掛債権)の特定、売掛債権の資産保有企業からの分離、証券として投資家に売却という3つのステップを経て行なわれます。
- ✓これら証券化のステップを通じて、売掛債権のリスクが細分化、コントロールされるので、売掛債権を売却する企業、投資家ともメリットを享受できます。
 - ・企業にとっては、資金調達方法の多様化、オフバランス化、売掛債権の売却が容易になる、といったことがあります。
 - ・投資家にとっては、投資対象となる商品を選択する機会が増えるうえに、証券の商品特性が明らかになり投資判断が行ない易くなります。

3 SPVとは何か

SPVとはいかなるものであり、何故証券化の仕組みに必要なのか、SPVにはどのような種類があるのかについて解説します。

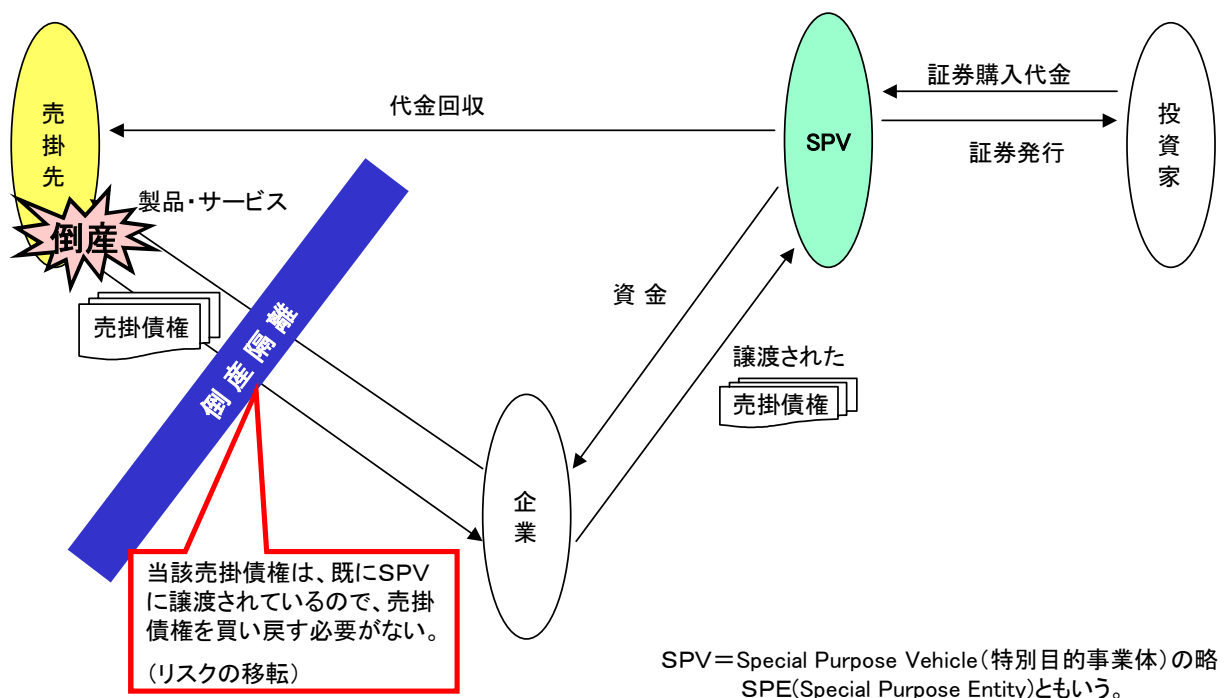
■ SPVとは何か

証券化のメリットでは、何故、売掛債権が証券という形で投資家に売却されるのか説明しました。では何故、売掛債権証券化では、企業から証券が発行されるのではなくSPVを経由したうえで発行されるのでしょうか。ここでは、SPVが果たす役割やその種類・特色を解説します。

SPVはSpecial Purpose Vehicleの略で、特定目的事業体と訳されます。(SPE: Special Purpose Entityという場合もあります。)SPVとは売掛債権などの資産を企業から譲渡されて証券などを発行する事業体全般を指し、証券化に際しての媒介役を果たします。

SPVが介在する理由には、証券化の第2ステップ「資産保有企業からの分離」が関係します。証券化の第2ステップでは、資産保有企業が倒産した場合のリスクを売掛債権から切り離すため売掛債権をSPVに譲渡すると説明しましたが、ここではまず見方を変えて、売掛債権を保有する企業の立場からSPVが介在する理由を考えてみます。(図表3-1参照)

図表 3-1 企業の立場から見たリスクの移転



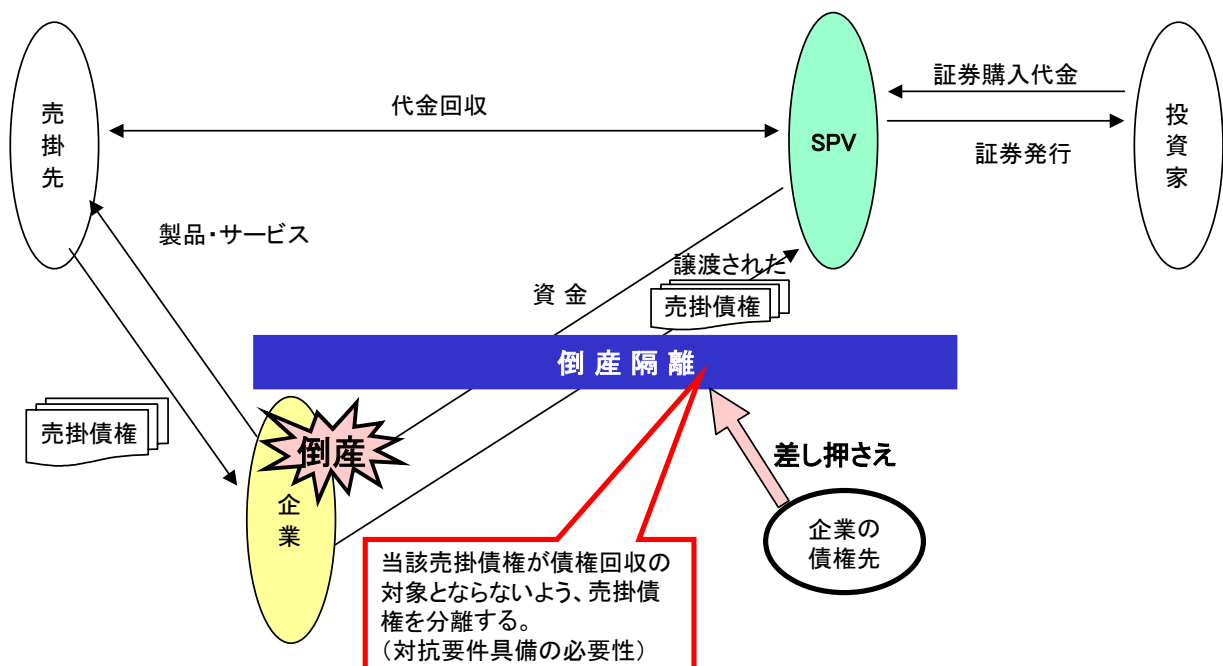
売掛債権を流動化しない場合、もしくは企業が自ら売掛債権を証券化して投資家に販売した場合に売掛先が倒産したらどうなるのでしょうか。企業自ら当該売掛債権を買い戻す必要が出てくるため、企業が売掛債権のリスクを負うことになります。

しかし、SPVが介在する場合は、仮に売掛先が倒産したとしても、当該売掛債権は既に企業からSPVに譲渡されているので、企業は売掛債権を買い戻す必要がありません。売掛債権のリスクは自社から移転していることから、SPVが介在することで企業は売掛先の倒産から隔離されているといえます。(ただし、証券化の方法如何で、リスク移転が限定的になることはあります。)

それでは証券化の第2ステップである資産保有企業からの分離のもう一つの意義について、図表3-2を用いて解説します。仮に資産保有企業自らが、投資家に売掛債権を証券として発行した場合を考えてみます。ここで万が一企業が倒産したらどうなるのでしょうか。当該売掛債権は債権回収の対象となり企業の債権先が差し押さえてしまいますから、投資家に対して証券の支払をすることが出来なくなってしまいます。この場合、投資家が取引するリスクに企業そのもののリスクが混在しているといえます。

しかしながら、売掛債権がSPVに譲渡されている場合はどうでしょうか。この場合、売掛債権は既にSPVに譲渡されていますから、企業が倒産したとしても当該売掛債権は債権回収の対象にならず、発行された証券の支払に影響はできません。これが投資家にとってSPVが介在する意義です。ただしこの状態が成立するためには、売掛債権の譲渡の際に対抗要件がきちんと具備されていることが条件となります。さもなくば企業が当該売掛債権を保有していることになってしまい倒産隔離が成立しなくなってしまいます。証券化では投資家の利益を最優先するので、企業の倒産から証券の支払を隔離することは非常に重要です。

図表 3-2 投資家の立場から見た倒産隔離



■ SPVの種類

ここでは、SPVの種類とその概要・特色について検討します。

証券化で使われるSPVとしてはSPC、信託銀行、組合の3種類が一般的ですが、売掛債権証券化に関するSPVには、主に信託銀行とSPCがあります。(図表3-3参照)

まず信託銀行について説明します。売掛債権証券化では信託銀行は、譲渡された売掛債権をもとに信託受益権を発行して投資家に販売します。

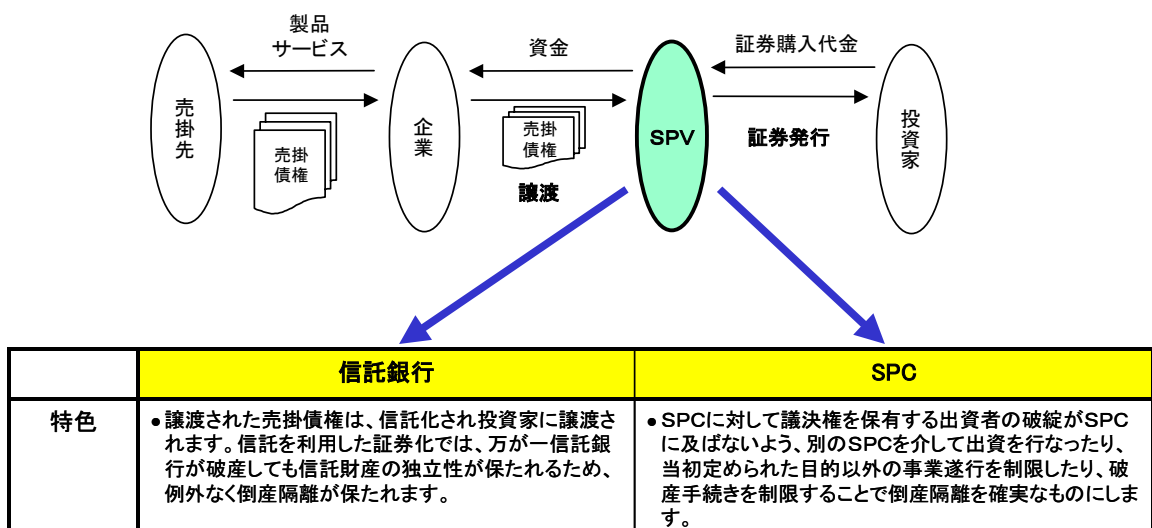
信託銀行を利用した証券化の特色は、例外なき倒産隔離性です。一般に証券化では万が一SPVが倒産しても、発行された証券の支払に影響が出ないよう工夫が凝らされていますが、信託銀行の場合、信託銀行の債権者は信託財産に対する強制執行などの執行を禁止されているので、信託受益者(投資家)は異議を主張できます。また、信託銀行が破産宣告を受けたとしても、信託法では旧信託者(信託会社の経営者)は更迭され、新受託者が選任されることになるので、信託関係はそのまま存続することになります。

一方、会社の形態をとったSPVがSPCです。SPCとは「特別目的会社」の略で、資産の流動化業務を行うなど特定の目的を遂行するためだけに設立される特別な法人のことです。この場合、売掛債権などの資産を譲り受け、投資家に証券を発行することが特定目的となります。

SPCを利用した証券化にても、SPCが倒産することで証券の支払に影響が出ることがないように工夫が凝らされています。例えば、SPCに対して議決権を保有する出資者の破綻がSPCに及ばないように、別のSPCを介して出資を行うことがあります。また、SPCが当初定められた目的以外の事業遂行を制限することでSPCが債務不履行を起こさないよう措置を講じることや、そもそもSPCが破産手続きに入りにくくするために破産手続きを制限したりします。

SPCを利用した証券化では、SPCの設立・維持にコストが掛かるため、それをカバーするためには大口の売掛債権を証券化する必要があるといわれています。この点、信託を利用した方法ではSPCと比較して種々のコストを低く抑えられるようです。なお近年では「中間法人法」にもとづく有限責任中間法人を設立して、その中間法人が証券化対象の売掛債権を保有するSPCに出資する方法が、組成・維持コストや事務手続きの有利さの面で注目を浴びており、今後、実例が増える可能性があります。

図表 3-3 SPVの種類とその特色





Coffee Break

中間法人について

SPCの解説で登場した「中間法人」という名前を初めて聞いた方がいらっしゃると思います。「中間法人」とは、営利を目的とせず、かつ特定メンバーのための利益を目的とした団体(例えば同窓会、互助会、親睦団体、業界団体などが挙げられます)に法人格が付与されたもので、2002年4月1日施行の「中間法人法」に基づいて設立することができます。

「中間法人」には中間法人の債務について社員が個人財産で連帯責任を負う「無限責任中間法人」と、社員が個人責任を負わない「有限責任中間法人」の2種類があります。社員の責任範囲という点で、前者は合名会社、後者は有限会社に類似しているといえるでしょう。

「中間法人」のメリットとしては、団体が権利義務の主体となることで、対外関係、対内関係の法律関係が明確になり、紛争解決も容易になります。しかしながら、収入に対する課税、登記義務、総会などの機関開催、会計処理など、各種法律に基づく法人として果たさなければならない義務が同時に発生することに注意を払う必要があります。

<まとめ>

- ✓売掛債権証券化では、売掛債権を裏付けにした証券は企業から直接発行されることはなく、SPVという事業体を介して発行されます。
- ✓SPVが介在することで、企業は基本的に売掛債権を保有するリスクを投資家に移転できます。
- ✓投資家にとっては、SPVが介在することで証券の支払を企業の倒産リスクから隔離することが出来ます。
- ✓売掛債権証券化におけるSPVとしては、信託銀行とSPCの2種類が一般的です。どちらの方法でも万が一SPVが倒産しても証券の支払に影響が出ないよう工夫がされています。

4 売掛債権証券化におけるリスク対処

ここでは、まず売掛債権証券化のスキームを説明した後に、売掛債権証券化におけるリスク対処、特に内部信用補完方式で一般的な優先劣後方式について、事例を交え解説します。

■ 売掛債権証券化のスキーム例

売掛債権証券化における具体的なスキームの例として、「特定先方式」と「プール方式」を挙げることができます。

「特定先方式」では、譲渡された特定の売掛債権そのものの信用力を評価し、証券化した上で投資家に販売されます。評価された信用力は流動化コストなどに反映されることが一般的です。

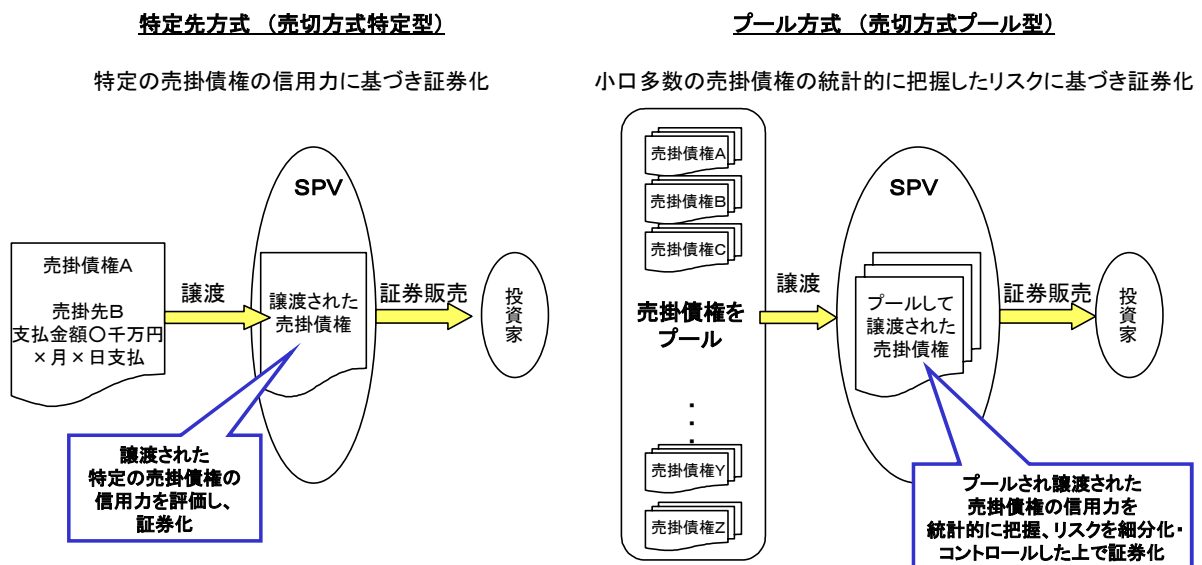
一方「プール方式」では、文字通り企業が保有する小口多数の売掛債権をプールしてSPVに譲渡した後、証券化されます。SPVではプールされた売掛債権全体の信用力を統計的に把握した上でリスクを細分化、コントロールして証券化します。

■ 売掛債権証券化におけるリスク対処

売掛債権証券化のプール方式において売掛債権のリスクを細分化し、コントロールする仕組みを「信用補完」といいます。

ここでは図表4-2を用いて信用補完について解説します。

図表 4-1 売掛債権証券化のスキーム例



信用補完の具体的な方法には外部信用補完と内部信用補完があります。

外部信用補完は、売掛債権を保有していた企業、SPV、売掛先以外の第三者が証券化される売掛債権の信用力などを客観的に分析し、証券の支払が正常に行なわれ投資家に損失が発生しないよう保証を行なうというものです。証券に信用保険や保証をつけることが典型的な方法として挙げることができます。この場合、第三者の保証能力如何で信用を補完する度合いが変わってくるため、投資家は、誰によって信用補完が提供されているかという点も投資判断の材料にします。

一方、内部信用補完は、譲渡された売掛債権を証券として投資家に販売する際にリスクが高い資産を切り離すなどして、実際に投資家に販売する資産の信用力を高めることを指します。内部信用補完方式としては優先劣後方式が一般的です(具体的な説明は後ほど詳細に行ないます)が、その他には、セラーリザーブやキャッシュリザーブなどの方法があります。

セラーリザーブは、企業がSPVに売掛債権を譲渡する際に、企業自らが留保する部分(セラーリザーブ)を一定水準以上義務付けることをいいます。例えば100の価値の証券を発行するために、企業は1割り増しの110の価値の売掛債権をSPVに譲渡して、その差10を証券化せず留保します。仮に証券化した売掛債権からのキャッシュフローが100を下回る場合は、留保した売掛債権からのキャッシュフローを不足分に充てて、信用を補完します。

キャッシュリザーブとは、企業からSPVに譲渡された売掛債権から発生するキャッシュフローから、一定額を準備資金として積み立てておく仕組みです。仮に売掛債権から発生するキャッシュフローが投資家に支払う元利金などに満たない場合には、この準備金を取り崩し支払に充てることで信用を補完します。

図表 4-2 証券化における信用補完の方法の種類

信用補完の方法

	外部信用補完	内部信用補完
概要		
ポイント	<ul style="list-style-type: none"> 信用保険や保証が一般的な方法で、SPV以外の第三者(金融機関など)が、証券化される資産の信用力などを分析し、投資家に損失が発生しないよう保証する。 	<ul style="list-style-type: none"> SPVが証券を販売する際に、リスクの高い資産を切り離すなどして、信用力を高める。 (この内部補完の代表的な例である「優先劣後方式」について次頁で解説する。)

■ 優先劣後方式

それでは内部信用補完として一般的な優先劣後方式について、具体的な例を用いながら説明します。

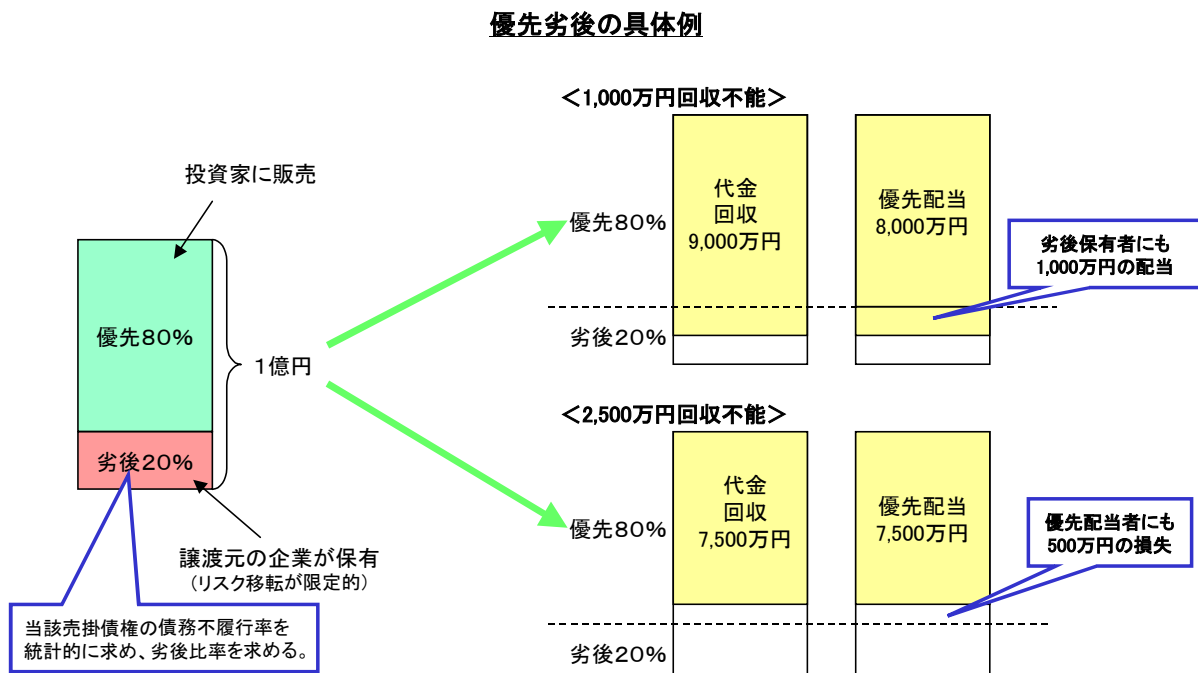
優先劣後方式では、証券化する売掛債権の債務不履行の割合を統計的に求め、劣後率という割合を定めます。そして、その劣後率に従い証券を優先部分と劣後部分に分離します。優先部分はその保有者が売掛先の支払を優先的に受けることができますが、劣後部分は売掛先の支払が予定通り確保できないようなリスクが高い証券となります。

ここで注意していただきたいのが、劣後割合についてです。皆さんの中には譲渡された売掛債権それぞれが劣後割合の分だけ債務不履行になる可能性があるという理解されているかもしれませんが、それは誤りです。仮にプールして譲渡された売掛債権の劣後割合が20%だった場合、個々の売掛債権が20%の確率で債務不履行になる可能性があるという訳ではなく、プールした額の20%が債務不履行になる可能性があるというのが正しい理解です。

さて、図4-3は優先劣後方式の具体的な例を示したものです。ここでは譲渡された売掛債権の債務不履行率を統計的に求めた結果、劣後割合を20%としています。従って今回証券化の対象となる資産が1億円だった場合、優先部分は80万円、劣後部分は2,000万円となります。このうち優先部分は実際に投資家に販売されますが、劣後部分は売掛債権を譲渡した企業が保有することが多いようです。(勿論、リスクが高い証券として投資家に販売されることや、SPV自らが保留する場合もあるようです。)

この場合のポイントは2つあります。第1に劣後部分を企業が保有する場合、非常に低コストで信用補完が達成できるというメリットがあるということです。第2に売掛債権の一部が企業の手元に残るため、企業にとってはリスクの移転性が限定的になる上、調達できる資金も譲渡した額より少なくなるということです。

図表 4-3 優先劣後方式の具体例



図表4-3を用いて、支払期日における2つのケースについて考えてみましょう。

第1のケースは1億円のうち1,000万円が回収不能になったケースです。回収された代金は優先部分の保有者に優先的に支払われますから、この場合9,000万円の内、8,000万円が優先部分の保有者に支払われ、残った1,000万円が劣後の保有者(この場合企業)に支払われることになります。

第2のケースは2,500万円回収不能になった場合です。回収された7,500万円は優先的に優先部分の保有者に支払われますが、この場合、回収不能額が劣後割合相当額の2,000万円を超えているため、優先部分の保有者にも500万円の損失が発生します。劣後部分保有者には支払いはありません。

この様に優先劣後方式では、劣後部分という緩衝地帯を設けることで、投資家に支払われる配当額の変動を出来るだけ小さくしようとしています。配当額の変動は証券のリスクそのものを表しますから、優先劣後方式によってリスクがコントロールされている様子をご理解いただけたかと思います。

以上、外部信用補完と内部信用補完について説明をしてきましたが、どちらの方法が優れているというわけではなく、両者を巧みに組み合わせながら信用を補完していくという姿が望ましいといえるでしょう。

<まとめ>

- ✓売掛債権証券化のスキームとして「特定先方式」と「プール方式」が挙げられます。
 - ・「特定先方式」では特定の売掛債権の信用力に基づいて証券化がなされ、「プール方式」では小口多数の売掛債権のリスクを統計的に把握した上で、証券化がなされます。
- ✓信用補完とは、発行される証券のリスクを投資家の許容範囲にするための仕組みで、外部信用補完と内部信用補完があります。
 - 外部信用補完では、投資家に損失が発生しないよう第三者が保証します。
 - 内部信用補完では、SPVが証券を発行する際にリスクの高い資産を切り離すなどして信用力を高めます。内部信用補完の方法としては優先劣後方式が一般的です。
- ✓優先劣後方式では、売掛債権の信用力を評価した上で、優先部分と劣後部分に分け証券が発行されます。劣後部分を設けることで優先部分への支払額の変動を出来るだけ小さくし、信用を補完します。

5 売掛債権証券化にかかるコスト

売掛債権証券化にかかるコスト要素を具体的な例を参照しながら解説します。

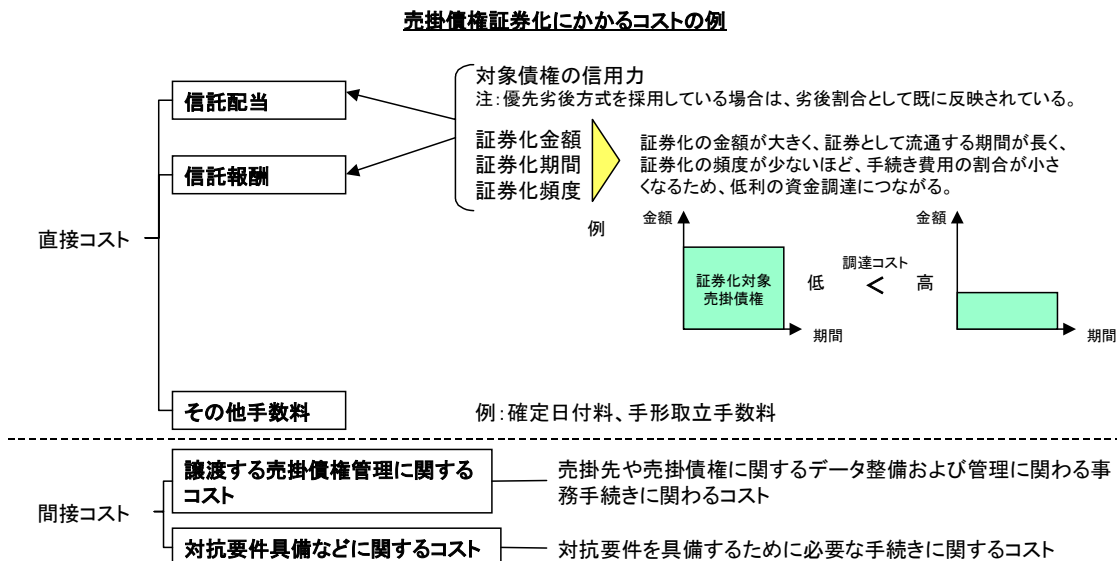
■ 売掛債権証券化にかかるコスト

ここでは売掛債権証券化を実施する際にかかる費用を実例を用いて解説します。売掛債権証券化にかかる費用は、SPV等に手数料として支払うコストと、自社内部で発生する事務手続きなどに必要なコストに分けることができます。本モジュールでは前者をキャッシュとして直接目に見える形で把握できることから直接コスト、後者を間接的に把握できることから間接コストと呼ぶことにしましょう。

ここではSPVとして信託銀行を採用している場合を図表5-1を使って、そのコスト構造を説明していきます。売掛債権証券化の直接コストは「信託配当」、「信託報酬」、「その他手数料」から成り立つのが一般的です。「信託配当」は投資家に対する配当、「信託報酬」は信託銀行が信託財産を管理する費用で、その料率は対象債権の信用力、証券化の金額・期間・頻度を考慮のうえ決定されます。一般的に売掛債権の信用力が高ければ高いほど、低利で資金調達が可能となりますが、売掛債権を証券化する際に優先劣後方式を採用している場合は、劣後割合決定時に売掛債権の信用力が反映されているため証券化の金額・期間・頻度のみ考慮されます。

また証券化金額・期間・頻度については、証券化の金額が大きく、証券として流通する期間が長く、証券化の頻度が少ないほど、手続き費用の占める割合が小さくなるため、低利の資金調達につながります。図表5-1では証券として流通する期間が同じだが金額が異なるケースを示しています。この場合左の方が証券化する金額が大きいため、右に比べて低利の資金調達となります。また最終的に同じ金額の売掛債権を同じ期間だけ流通させても、その証券化の回数で直接コストが異なります。すなわち一括で証券化した場合は、2回以上に分けて証券化した場合に比べて低利で資金を調達できることとなります。

図表 5-1 売掛債権証券化にかかるコストの例



上記例は、SPVとして信託銀行を採用している。

『その他手数料』の例としては確定日付料や手形取立手数料を挙げることが出来ます。これらは必要手続きにかかる実費を負担することになります。

これに加え、売掛債権流動化する際に必要な自社内の手続きや管理に関わるコスト、具体的には売掛債権の管理や対抗要件の具備に必要なコストが間接的に掛かります。先に売掛債権流動化実施のための企業側の要件で述べたように、売掛先の企業データや決済期日をキチンと管理し、承諾・通知・登記を通じて対抗要件を具備する場合、時間、金、人といった社内の資源を少なからず使うこととなります。証券化実施の際には、こういった直接目に見えない間接コストを考慮することが重要です。

次に図表5-2中の具体的な例を用いて、売掛債権証券化にかかる直接コストをみてみましょう。仮に5億円の売掛債権を3ヶ月の信託期間で証券化する場合、コストは売掛債権の額に信託配当、信託報酬、信託期間を乗じて、その他手数料として確定日付料を加えたものとなります。ここで売掛債権の信用力、証券化の金額・期間・頻度を総合的に考慮した結果、信託配当スプレッドが0.7%、信託報酬が0.5%だったとすると、直接コストは約160万円となります。

売掛債権の信用力があまり高くないと判断された場合、信託スプレッド、信託報酬ともそれを反映して図表に示された率より上がり、調達費用が高くなります。

図表 5-2 売掛債権証券化にかかるコストの実例

特定先方式の場合の例

証券化直接コスト = 信託配当 + 信託報酬 + 確定日付料	
・信託配当	: 「TIBOR + 信託配当スプレッド」の形式で料率設定
・信託報酬	: 料率設定
・確定日付料	: 公証人役場所定の費用(2003年8月現在 700円)
▼	
<p>・証券化直接コストの算定</p> $= \text{信託受益権額} \times (\text{信託配当} + \text{信託報酬}) \times \text{信託期間} + \text{確定日付料}$	
・例	売掛債権 5億円 TIBOR 0.1%、信託配当スプレッド 0.7%、信託報酬 0.5%、信託期間 3ヶ月 $1,625,700\text{円} = 5\text{億円} \times \{ (0.1\% + 0.7\%) + 0.5\% \} \times \frac{3\text{ヶ月}}{12\text{ヶ月}} + 700$
	↑ 信託期間に応じた 利率換算

TIBOR: Tokyo Inter-Bank Offered Rateの略、東京市場における銀行間で取引される預金の基準金利。資金の調達コストの指標としてよく用いられる。

<まとめ>

- ✓ 売掛債権証券化では、直接コストとして信託配当、信託報酬、その他手数料がかかります。信託配当・信託報酬は、証券化対象の売掛債権の信用力や証券化の金額・期間・頻度など総合的に考慮して決定されます。
- ✓ 間接コストとしては、譲渡する売掛債権の管理に関するコストや対抗要件具備に関するコストが挙げられます。
- ✓ 直接コストのみならず、間接コストも十分に考慮しソリューションを活用することが求められます。

1 ファクタリングの概要

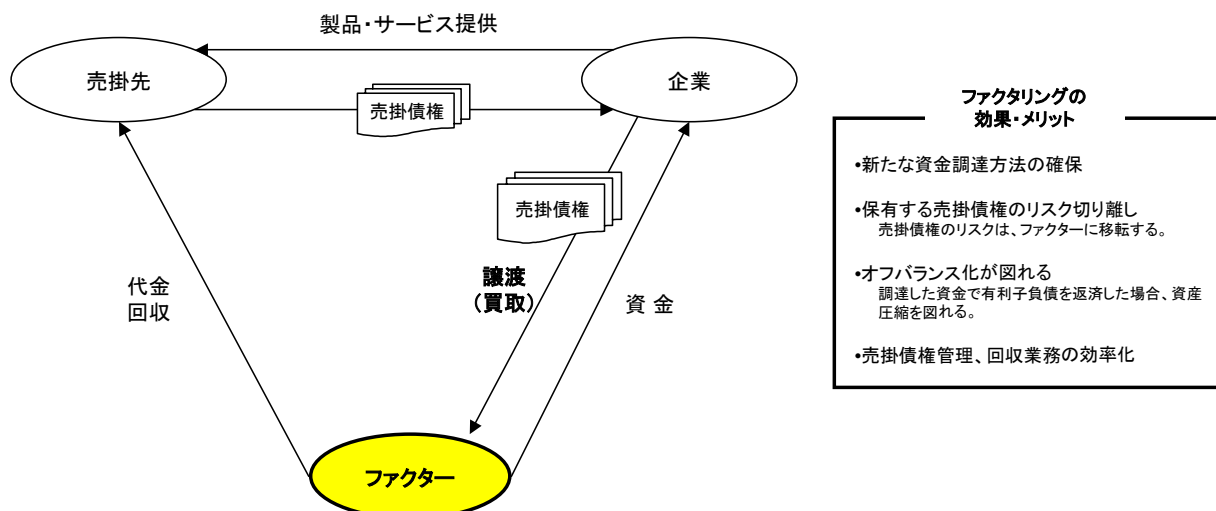
ファクタリングの概要と普及状況について解説します。

■ ファクタリングの概要

売掛債権流動化のソリューションの2番目として、ここではファクタリングを紹介します。後に述べるようにファクタリングには幾つか種類がありますが、基本的なファクタリングは買取ファクタリングと呼ばれています。買取ファクタリングでは図表1-1が示すようにファクターと呼ばれる企業が企業から売掛債権を買い取り、企業に対して資金を提供します。

ファクタリングの効果は他のソリューション同様、新たな資金調達方法の確保、保有する売掛債権のリスク切り離し、オフバランス化を上げることができます。特に保有する売掛債権のリスク切り離しについては、ファクターが売掛債権を買い取ってしまうため、売掛債権証券化のようにリスクの移転性が限定的になる可能性が基本的にはありません。また、企業が売掛債権を譲渡してしまうことから企業が売掛債権に関する管理と回収するために必要な業務を効率化できることもこのソリューションの特長です。

図表 1-1 ファクタリングの概要



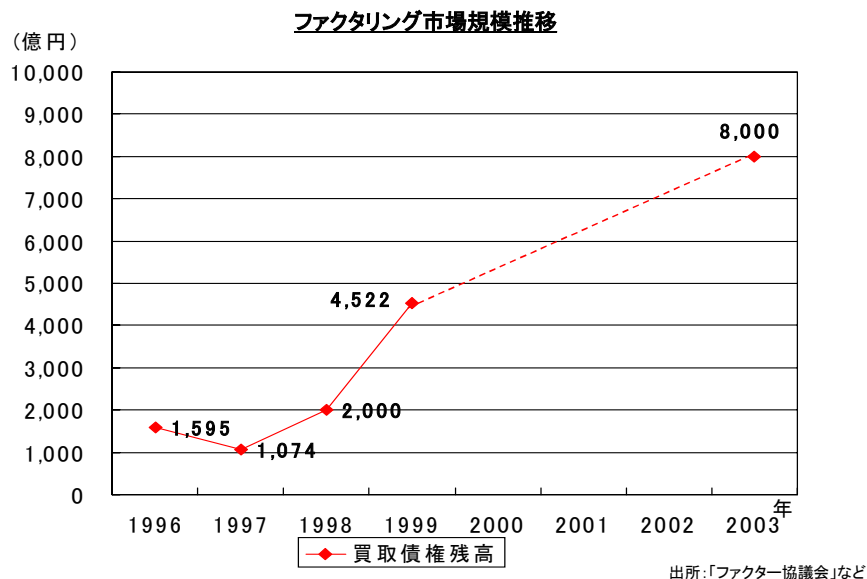
■ ファクタリングの実績

日本における買取ファクタリングの実績は、1995年で約1,600億円だったのが、1999年で約4,500億円、2003年で推計約8,000億円と急速な伸びを見せています。(図表1-2参照)その背景として以下の2点を挙げることができます。

一点目は手形取引の縮小による影響です。近年、手形取引に関する業務を効率化する観点から手形取引自体が減少して、売掛債権や現金による決済へ移行する動きが見られます。これに伴って売掛債権を活用した資金調達が目立つようになり、注目を浴びるようになりました。

二点目は1998年10月の債権譲渡特例法の施行です。この法律によって承諾や通知といった民法上の規定に基づく対抗要件具備に加えて、新たに登記による対抗要件制度が創設されました。このように法的基盤の整備が進んだことも、ファクタリングの市場規模拡大に作用している要因と考えられます。

図表 1-2 ファクタリングの市場規模推移



<まとめ>

✓ファクタリングとは、基本的に企業がファクターに売掛債権を譲渡し、ファクターがその対価として企業に資金を提供する仕組みをいいます。

✓ファクタリングの効果として以下の4点を挙げることができます。

1. 新たな資金調達方法の確保
2. 保有する売掛債権のリスク切り離し
3. 資産のオフバランス化
4. 売掛債権管理、回収業務の効率化

✓手形取引の縮小や法的基盤の整備を背景に、ファクタリングの市場は近年拡大傾向にあります。

2 ファクタリングの種類

ファクタリングを応用したスキームとして、保証ファクタリングと一括ファクタリングの概要と効果について解説します。

■ 保証ファクタリングの概要

前節で基本的なファクタリングである買取ファクタリングの仕組みを解説しましたが、これを応用したスキームとして保証ファクタリングや一括ファクタリングというものがあります。

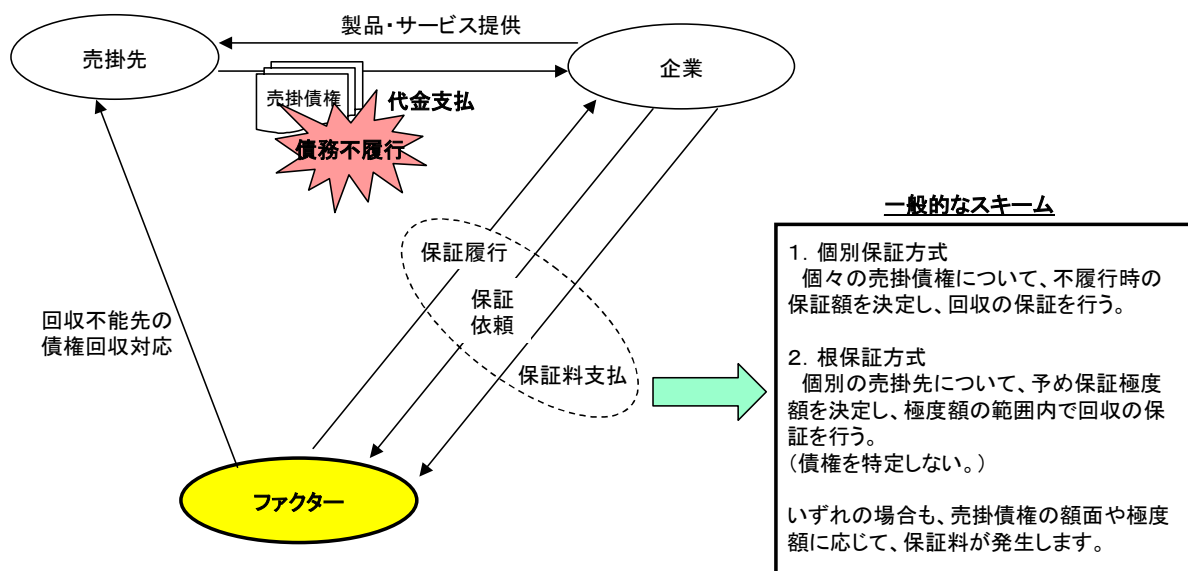
保証ファクタリングとは、企業がファクターと保証契約を結ぶことで売掛債権の回収に関する保証を受けるものです(図表2-1参照)。万が一、ファクターが保証した支払先が倒産した場合には、企業は当該売掛債権をファクターに譲渡して、予め決められた保証の範囲内の保証金額を受け取ります。

したがって通常のファクタリングでは、資金調達と売掛債権のリスク移転を同時に達成しますが、保証ファクタリングでは後者のみ実施するという違いがあります。

保証ファクタリングの具体的なスキームとして、一般に個別保証方式と根保証方式とがあります。個別保証方式は個々の売掛債権についての信用力を評価したうえで、不履行時の保証額を設定して回収に関する保証を受けます。根保証方式は個々の売掛先の信用力を評価したうえで、一定期間の保証極度額を決定します。従って売掛債権を特定して保証額を設定するわけではありません。回収の保証は予め決められた極度額の範囲内で実施されます。

いずれの場合も売掛債権の額面や極度額に応じて、保証料が発生します。

図表 2-1 保証ファクタリングの概要



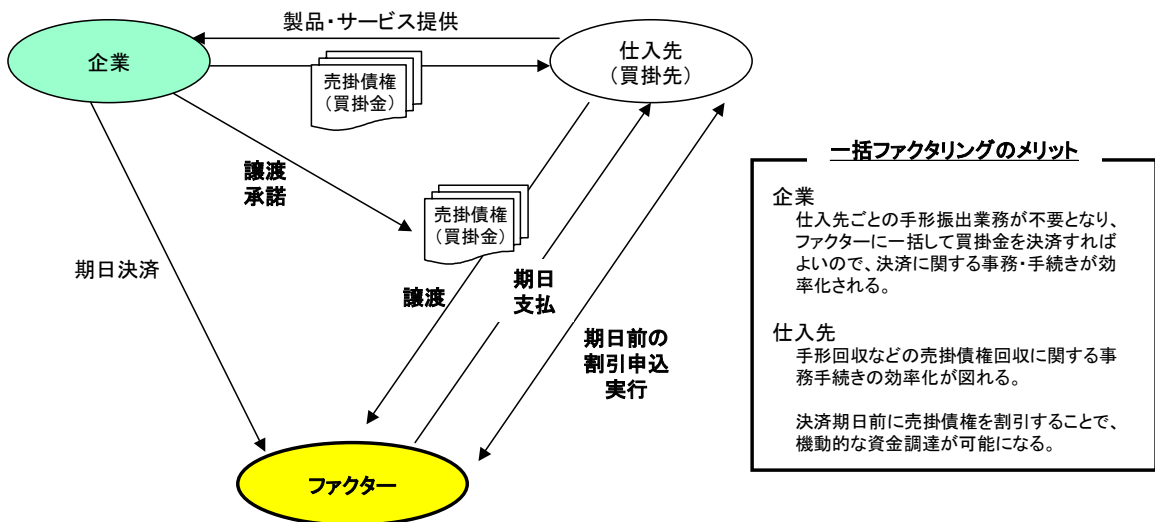
■ 一括ファクタリングの概要

一方、一括ファクタリングでは企業は売掛債権の代金を支払う立場でファクタリングに関与します(図表2-2参照)。具体的には、まず企業、仕入先(買掛先)、ファクター3者が合意のうえで、仕入先が企業に対して保有している売掛債権をファクターに一括して譲渡し、ファクターが企業の代金決算業務を代行します。すなわち、企業はそれまでに仕入先ごとに代金を支払っていたのが、ファクターに当月決済の代金の合計を支払うだけで済み、代わりにファクターがそれぞれの仕入先に代金を支払うこととなります。従って、企業が多数の仕入先を抱えている場合、支払業務の効率化が図れるというメリットがあります。

一方、仕入先も一括ファクタリングの恩恵を得ることができます。手形回収などの売掛債権回収に関する事務手続きの効率化が図れますし、決済期日にファクターに売掛債権を割引引いてもらうことも出来るので、機動的な資金調達が可能になります。

一括ファクタリングは従来の手形取引に替わる手法として、元請企業が多数の下請け企業に対する支払を行なう場合等を中心に普及しています。

図表 2-2 一括ファクタリングの概要



<まとめ>

- ✓ファクタリングを応用したスキームとして、保証ファクタリングや一括ファクタリングといった取引があります。
- ✓保証ファクタリングとは、売掛先が債務不履行になった場合にファクターが売掛債権の回収を保証する契約です。
- ✓一括ファクタリングは、企業・仕入先・ファクターの合意のもと、企業に対して保有する売掛債権をファクターに譲渡して、企業は売掛債権に関する代金をファクターに一括して支払うというものです。企業にとって売掛債権決済に関する事務手続きの効率化につながります。

3 ファクタリングにおけるコスト

ファクタリングの各スキームにおけるコストの概要を解説します。

■ ファクタリングにおけるコスト

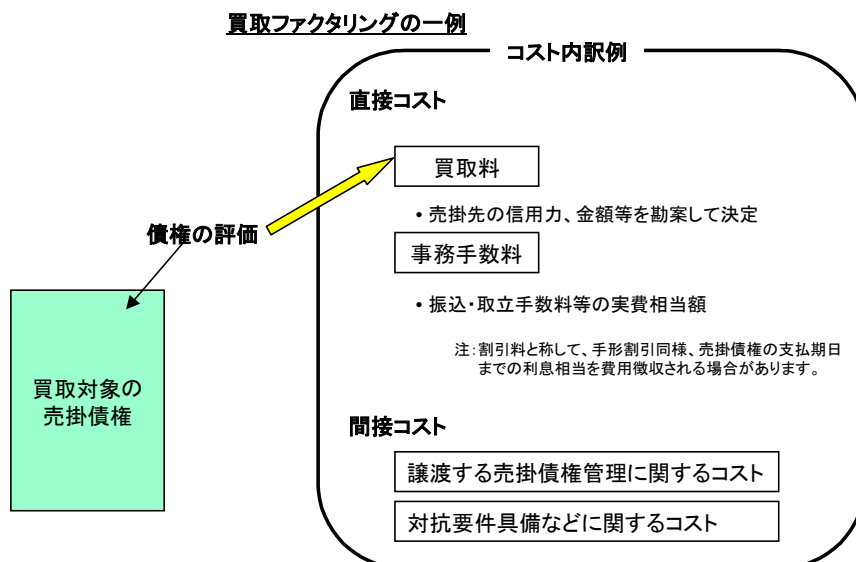
ファクタリングでは、売掛債権の信用力評価は買取料に反映されるのが一般的です(図表3-1参照)。また、先に証券化で説明したように売掛債権の額が大きければ大きいほど、ファクタリングに必要な費用の占める割合が小さくなることから低利の資金調達になりえます。また、事務手数料として振込みや取立てに関する手数料が実費として請求されることもあります。なお、ファクターによっては割引料と称して手形割引同様に売掛債権の支払期日までの利息相当を費用として徴収する場合があります。

保証ファクタリングの場合、売掛債権の信用力によって売掛債権の保証額ないし売掛先の保証極度額が決定されます。直接コストとして、売掛債権の額面や極度額に保証料率を乗じる形で算定された保証料が掛かることが一般的です。

一括ファクタリングの場合は、サービス利用料として月々の基本料金に加えて取り扱い債権の額に応じた手数料を支払うことがあります。

売掛債権証券化と同様にファクタリングを実施する場合にも、売掛債権管理に関するコストや対抗要件具備などに関するコストを考慮する必要があります。保証ファクタリングにおいては、実際に売掛債権が譲渡されることは売掛先が債務不履行に陥った場合に限定されますが、保証を依頼する売掛先と売掛債権に関するデータは保証額・保証極度額を決定するために予め必要です。

図表 3-1 ファクタリングにおけるコスト





Coffee Break

ファクタリングの歴史

ファクタリングは16世紀のイギリスで発生したといわれ、アメリカの植民地との取引に使われました。当時のアメリカ移住者は、渡航費の返済や植民地建設に欠かせない物資を工面する必要に迫られており、イギリスで活躍していたファクター（仲介人）を利用しました。すなわち移住者はファクターとの間に、自分たちがアメリカで得た毛皮、材木などのイギリスでの販売権を与える代わりに、小麦粉や繊維製品、鉄器などの供給をってもらう契約（ファクター契約）を交わしたのです。

当時のファクタリングを育てたのは、その頃最盛期を迎えていた毛織物産業で、ファクターは委託された製品の保管および販売（販売仲介）を行ない、植民地経営の時代に大きく発展しました。時が経つにつれ、ファクターは単なる仲介機能に加えて、製品を販売する以前に製造業者に代金を支払うために、製品の買い手の信用調査を行なうようになりました。

そして19世紀になると新しいファクタリングがアメリカで盛んになります。イギリスがアメリカに対して毛織物製品を大量に輸出するに際して、ファクターはイギリス毛織物業者にとっての販売代理店であるとともに、売掛債権に基づいて、代金の前渡金融を実施するようになったのです。20世紀になるとヨーロッパからアメリカへの繊維輸出は低調となったため、販売代理店機能がなくなり、ファクターは資金提供と信用調査の機能に特化するようになり現在のファクターの姿に変身しました。

志村和次郎「ファクタリングの実務」（中央経済社 2003年）他より作成

<まとめ>

- ✓ファクタリングでは直接コストとして買取料や事務手数料等がかかります。買取料は売掛債権の信用力を反映して決定されるのが一般的です。
- ✓保証ファクタリングでは、売掛債権の額面や極度額に保証料率を乗じた保証料が掛かることが一般的です。
- ✓一括ファクタリングでは、サービス利用にかかる基本料に債権の取扱高に応じた手数料が直接コストとしてかかります。
- ✓売掛債権証券化と同様、売掛債権管理に関するコストや対抗要件具備に関するコストといった間接コストを考慮に入れる必要があります。

1 売掛債権担保融資の概要

売掛債権担保融資に関する概要と、近年開始された売掛債権担保融資保証制度のスキームおよび実績について解説します。

■ 売掛債権担保融資の概要

売掛債権担保融資とは、企業が保有する売掛債権の信用力を担保として金融機関等から借り入れを行う資金調達方法です。

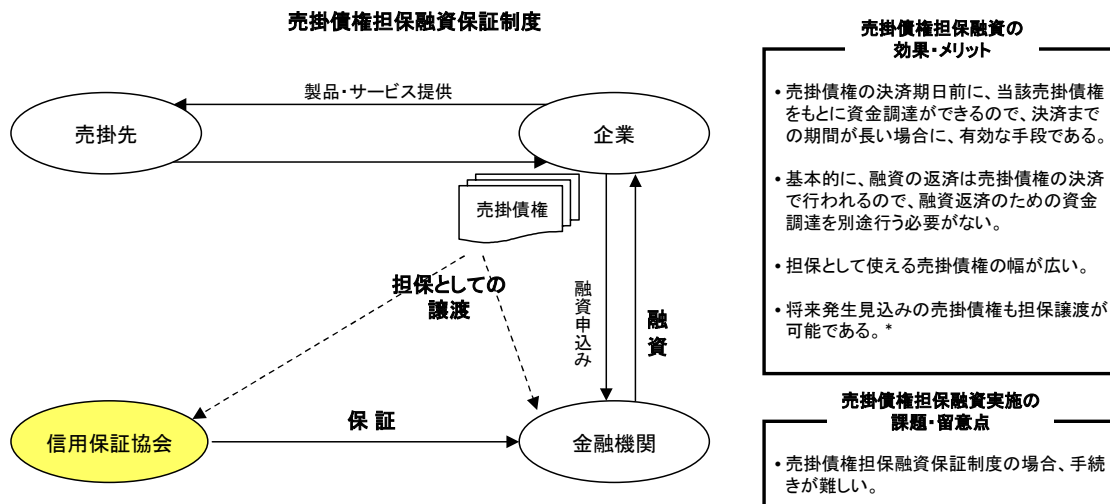
売掛債権担保融資の効果・メリットとして、新たな資金調達の方法の確保を挙げることができます。売掛債権の決済期日前に資金調達ができるので、売掛債権回収までの期間が長い場合に有効な資金調達手段といえます。売掛債権担保融資は融資ですので返済が必要ですが、返済原資として回収された売掛債権を充てることができます。広範な種類の売掛債権を担保に用いることで、売掛債権の有効活用にもつながります。

売掛債権担保融資は以前からありましたが、2001年12月に全国の信用保証協会が融資に対し保証を付ける「売掛債権担保融資保証制度」を創設しており、本章でも同制度を中心に説明いたします。（図表1-1参照）

「売掛債権担保融資保証制度」においては、万が一企業が融資の返済ができない場合には信用保証協会が借入残高の90%を金融機関に対して弁済することになります。そして、信用保証協会と金融機関は担保となっている売掛債権などから借入の回収を行ないます。

この「売掛債権担保融資保証制度」によって、従来に比べて売掛債権担保融資を一層多くの企業が活用できるようになることが期待されます。ただし、同制度を利用するには手続きが難しいとする意見もあり、ソリューション実施に必要な間接コストを十分考慮する必要があります。

図表 1-1 売掛債権担保融資保証制度の概要



*: 売掛債権担保融資保証制度の根保証方式のみ

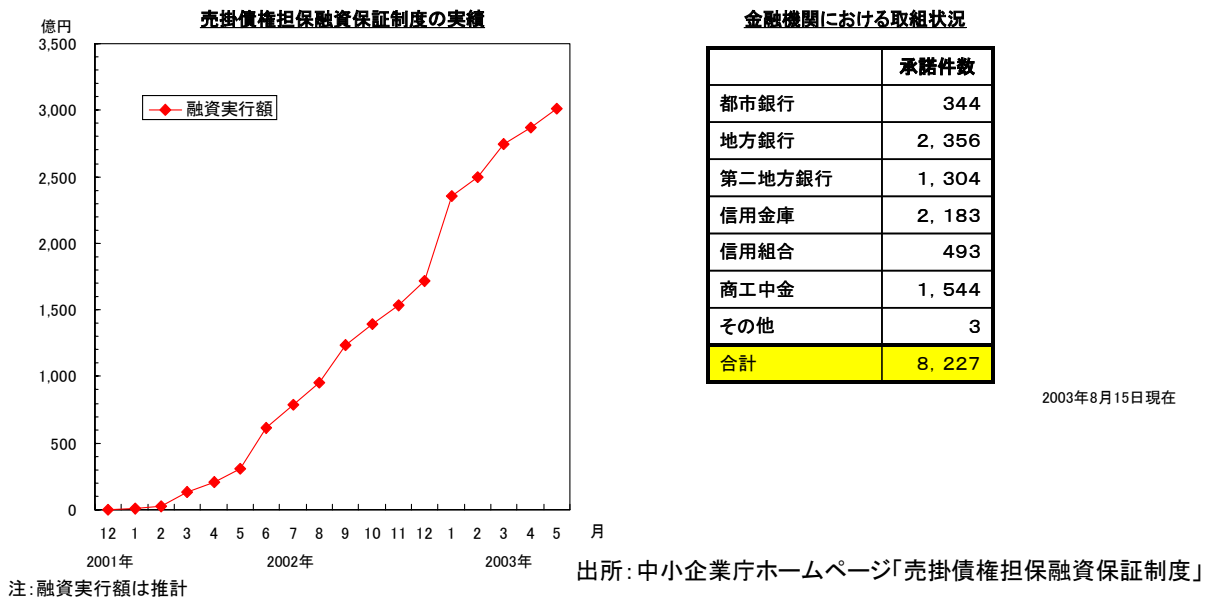
資料: 「売掛債権担保融資保証制度ユーザーマニュアル」
中小企業庁、社団法人全国信用保証協会連合会2003年7月 もとに作成

■ 売掛債権担保融資保証制度の実績

「売掛債権担保融資保証制度」は、売掛債権流動化を促進する観点から2001年12月に運用開始されました。2003年5月末までの推定融資実行額は約3,000億円です。案件承諾件数としては2003年8月15日現在で、約8,200件になります。金融機関別の取り組み状況については、地方銀行、信用金庫、商工中金、第二地方銀行の順に取り扱いが多くなっています。(図表1-2参照)

制度開始から約一年半での融資実績額である推定約3,000億円の多寡については、意見が分かれるところですが、この融資実績が少ないと見る立場からは、同制度を活用する際の必要手続きが煩雑で難しいこと、債権譲渡禁止特約付の売掛債権が数多く存在すること、本制度を利用することによる風評リスクを中小企業が避けていることなどをその理由として挙げています。

図表 1-2 売掛債権担保融資保証制度の実績



<まとめ>

- ✓ 売掛債権担保融資は、売掛債権の信用力を担保として活用することにより融資を受ける資金調達手段です。
- ✓ 新たな資金調達の方法が確保できるほか、融資返済のために資金を調達する必要が基本的にはないというメリットがあります。
- ✓ 全国の信用保証協会の保証による、売掛債権担保融資保証制度が近年開始されており、一層多くの企業が売掛債権担保融資を活用することが期待されます。ただし、実際の手続き負荷や間接コストも考慮する必要があります。

2 売掛債権担保融資保証制度のスキーム

売掛債権担保融資保証制度における、「個別保証」および「根保証」の両スキームについて解説します。

■ 売掛債権担保融資保証制度のスキーム

売掛債権担保融資保証制度には、「個別保証」と「根保証」の2つのスキームがあります。

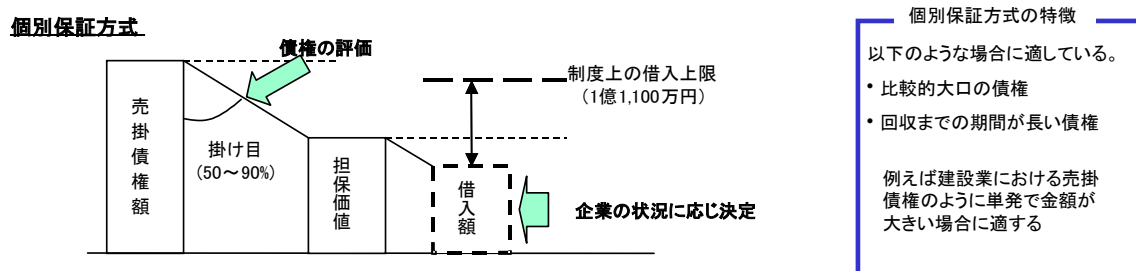
「個別保証」とは、借入の都度に信用保証協会の保証手続きを経て融資を受ける方式です(図表2-1参照)。借入の際に売掛債権の信用力評価が行われて、掛け目が決めます。この掛け目に基づいて担保価値が決まり、担保価値を上限に実際の借入額が企業の状況に応じて設定されます。個別保証では承諾・通知により担保譲渡に必要な対抗要件を具備できます。

この方式は、比較的大口の債権や回収までの期間が長い債権が適しています。例えば、建設業界の企業が保有する売掛債権等は、プロジェクト・ベースで単発で発生するうえ、一口当たりの金額が大きく回収までの期間が長いので、こうした債権を早期に資金化する場合に個別保証が比較的適します。

一方、「根保証」は予め一定の借入極度額について信用保証協会の保証を得たうえで、一年間借入極度額の範囲内で借入を行う制度です(図表2-2参照)。具体的にはまず企業の状況に応じ1億1,100万円を上限に借入極度額が決まります。企業は将来発生する見込みのあるものも含めて売掛債権を担保譲渡し、極度額の範囲内で一年間、借入を反復して行なうことが出来ます。

実際の借入額は、売掛債権の額に売掛債権の信用力を反映した掛け目を乗ずることで算定されます。図表では5月1日に売掛債権Aが、続いて8月1日に売掛債権Bが発生し、それぞれ根保証期間中一定の掛け目を乗じて担保価値、借入額が決まる様子、およびA、Bの借入発生から融資返済までの流れが示されています。借入から返済までの流れから分かるように、借入額Aと借入額Bの合計は企業の借入極度額を超えることはありません。なお、この方式で対抗要件を具備する場合には、債権譲渡登記制度に基づく登記も認められています。

図表 2-1 売掛債権担保融資保証制度のスキーム(個別保証方式)

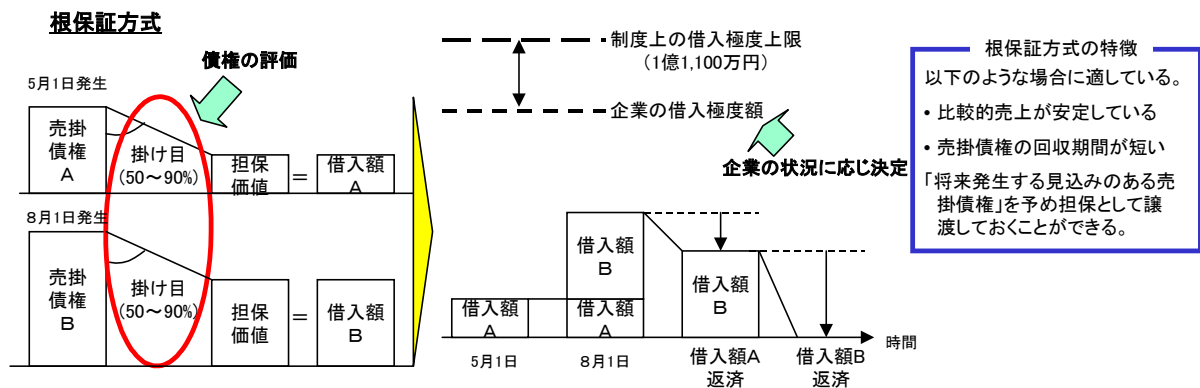


資料:「信金中金月報」2002年11月 を参考に作成

根保証方式は極度額が決まれば反復して借入が可能なので、ある程度の水準の売上が継続的に発生して安定している企業等で、売掛債権の回収期間が短くて回転が速い場合に比較的適しています。更に、将来発生する見込みのある売掛債権を予め担保として譲渡できることも、当スキームの特徴です。これにより売掛債権流動化の幅が広がる上、借入の都度に保証の新規申し込みをする必要がなく、機動的に繰り返して借入を行なうこと(ロールオーバー)ができます。

当制度を活用する企業は、両スキームの特長を理解して、自社の事業プロセスに適合する方を選択することが重要です。

図表 2-2 売掛債権担保融資保証制度のスキーム(根保証方式)



資料:「信金中金月報」2002年11月 を参考に作成

<まとめ>

- ✓ 売掛債権担保融資担保保証制度には、個別保証方式と根保証方式があります。
 - ・ 個別保証方式では、借入の都度に売掛債権の信用力評価をして担保価値が決まり、融資を受けます。
 - ・ 根保証方式では、予め一定の借入極度額について信用保証協会の保証を得たうえで一年間借入極度の範囲内で借入を行います。

3 売掛債権担保融資保証制度のフロー

売掛債権担保融資保証制度のフローについて、活用時の留意点を踏まえながら解説します。

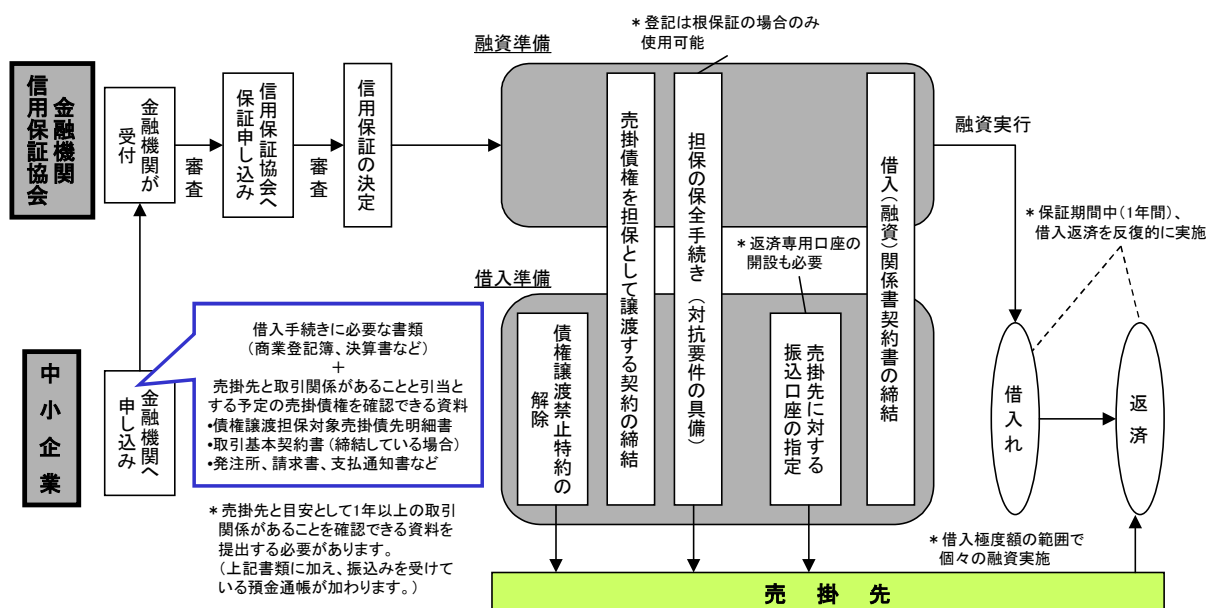
■ 売掛債権担保融資保証制度のフロー

売掛債権担保融資保証制度の申し込みから返済までのフローは図表3-1の通りです。ここでは手続き上の留意点を検討しながら解説します。

中小企業が当制度を活用する場合、まず金融機関に融資の申し込みをします。この際、図表3-1に挙げられた書類を提出する必要があります。基本的に当制度は銀行からの融資ですので、通常の融資に必要な書類が必要であり、それに加えて売掛債権に関するデータが必要となります。根保証方式を利用する場合は、将来発生見込みの売掛債権も対象になることから売掛先と取引関係があることを確認できる資料として、1年以上の取引関係があることを確認できるような書類も求められます。

企業からの融資申込み後に、金融機関は融資の審査を行います。その結果、融資可能となれば金融機関が信用保証協会に保証を申し込みます。信用保証協会が保証可能と判断すると、信用保証書が金融機関に発行されます。

図表 3-1 売掛債権担保融資保証制度のフロー



注:フローは、個別保証をもとに作成しており、「*」は根保証方式特有の事項を示す。

資料:「売掛債権担保融資保証制度ユーザーマニュアル」
中小企業庁、社団法人全国信用保証協会連合会
2003年7月 をもとに作成

その後、中小企業は金融機関とともに資金借入れの準備を行ないませんが、債権譲渡禁止特約を解除したり対抗要件を具備する際には、売掛先と交渉をする必要が出てきます。このとき根保証方式の場合のみ登記で対抗要件を具備することが出来ます。

対抗要件を具備した後は、売掛先に対し振込口座の指定をします。特に根保証方式の場合は中小企業名義で返済専用口座を開設する必要がありますが、コミングリングリスクを避ける観点からこの口座は融資返済以外の目的に使うことができないので注意が必要です。

最終的に金融機関と企業との間で借入(融資)関係契約書が締結されれば、借入を受けることが出来ます。根保証の場合、1年間、借入極度額の範囲内ならば借入・返済を反復的に実施することが可能です。

この様に売掛債権担保融資保証制度は、売掛債権譲渡と通常の融資の2つの側面を持つうえ、関係当事者が多いことから手続きが煩雑で難しいという意見もあります。従って、同制度を利用する場合には、制度利用に必要な間接的なコストを十分考慮に入れる必要があるでしょう。

<まとめ>

✓売掛債権担保保証制度を活用する場合、以下の点に留意が必要です。

- 融資に必要な書類の他に、売掛債権を担保譲渡するために売掛先・売掛債権に関するデータを提出する必要があります。
- 債権譲渡禁止特約の有無の確認、対抗要件の具備など売掛債権流動化に必要な手続きを着実に実行する必要があります。

4 売掛債権担保融資保証制度におけるリスク対処

売掛債権担保融資保証制度におけるリスク対処について、担保評価項目の詳細を検証しながら解説します。

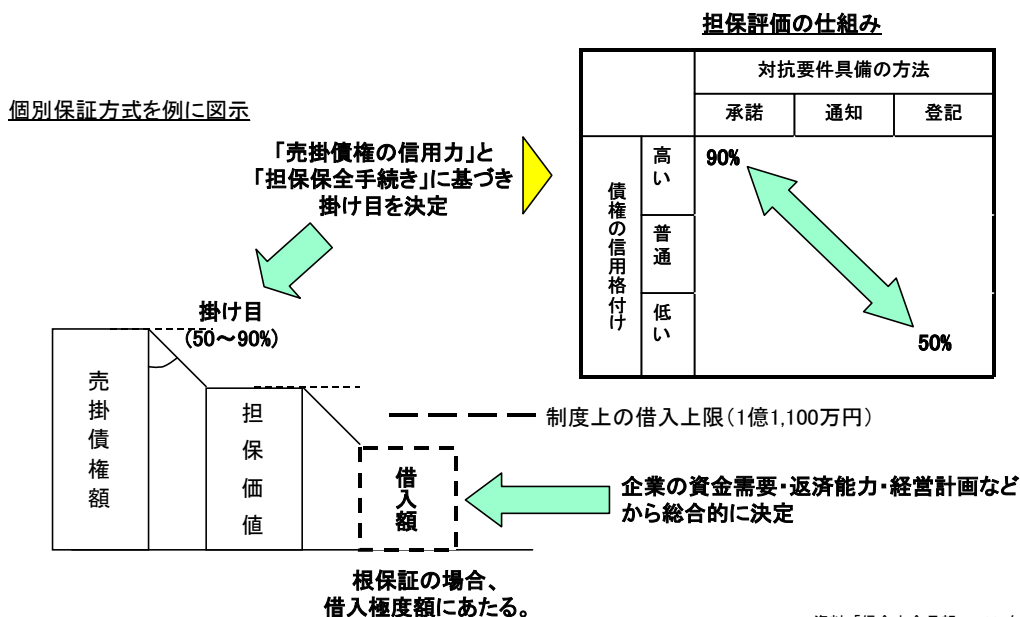
■ 売掛債権担保融資保証制度におけるリスク対処

売掛債権担保融資保証制度におけるリスク対処方式は、図表4-1に示されています(この図表は個別保証方式をベースに作成しています)。まず、担保となる売掛債権が決定された段階で、売掛債権の信用力と担保保全手続きに基づいて債権の信用力が評価され掛け目が決まります。例えば官公庁・1部上場企業で90%、その他株式公開企業で80%、一般の中小企業で50~70%というように信用力の違いによって、掛け目が決まります。

さらに具体的には図表中「担保評価の仕組み」の表が示すように、債権の信用格付けが高く、承諾という手段で対抗要件が具備されている場合、掛け目は高くなります。逆に売掛債権の信用格付けが低い上に、登記という方法でしか対抗要件を具備していなければ、掛け目は低くなります。

掛け目によって売掛債権の担保価値が決まった後、企業の資金需要・返済能力・経営計画などを総合的に判断した結果、担保価値を上限に実際の借入額が決まります。したがって実際の借入額を決める段階では融資を受ける企業のリスクが評価されていると考えてよいでしょう。

図表 4-1 売掛債権担保融資保証制度におけるリスク対処



資料:「信金中金月報」2002年11月 を参考に作成

根保証の場合にも売掛債権の信用力などが掛け目に反映される点は個別保証方式と相違はありません。借入極度額の設定には、個別方式における借入上限額設定同様、企業の資金需要・返済能力・経営計画などが反映されます。

このように企業の信用力は借入額ないし借入極度額に影響します。しかし、売掛債権担保融資の基本は、担保となる資産として企業が保有する売掛債権に裏付けられて行われる融資です。ですから、同じ会社が同じ事由で同金額の融資を申請しても、売掛債権担保融資については借入額が変わるケースもあり得ます。その時点で、企業が保有していた売掛債権や売掛先が異なれば、担保掛け目が変わり、借入金額も変わることは十分あり得ますので注意が必要です。

<まとめ>

- ✓ 売掛債権担保融資保証制度においては、売掛債権の信用力と担保保全手続きに基づいて掛け目が決まります。
- ✓ 企業の資金需要・返済能力・経営計画などといった企業の信用力は、個別方式では実際の借入額を決定する際に、根保証方式では借入極度額を決定する際に反映されます。
- ✓ 企業の信用力に変更がなくても、融資申請時に企業が保有している売掛債権の信用力によって実際に借入られる金額が変わる可能性もあります。

5 売掛債権担保融資保証制度にかかるコスト

売掛債権担保融資保証制度を活用する時に必要となるコスト要素について解説をします。

■ 売掛債権担保融資保証制度にかかるコスト

売掛債権担保融資保証制度を利用する時にかかるコストの内容は、図表5-1に示されています。

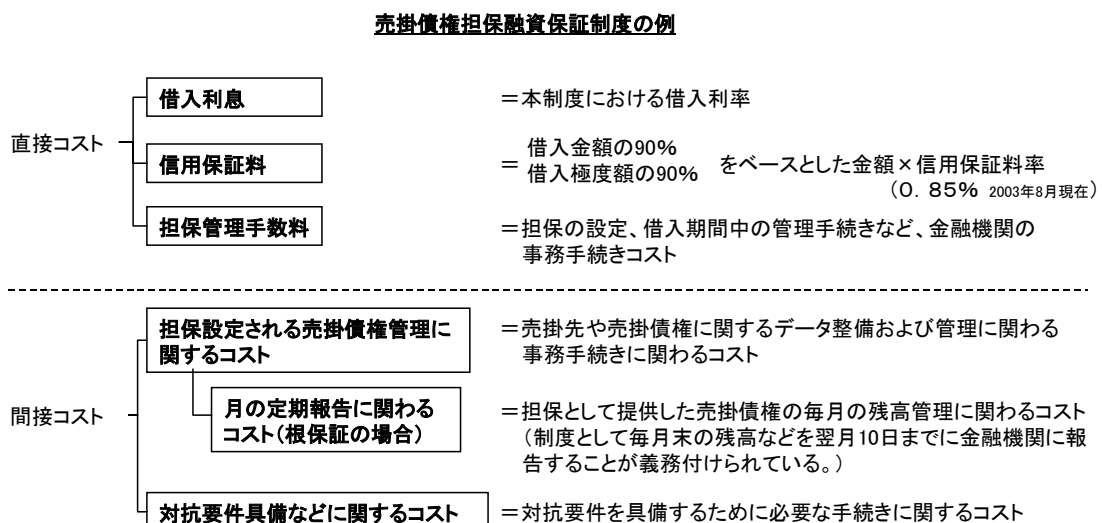
まず直接的なコストとしては、「借入利息」、「信用保証料」、「担保管理手数料その他事務管理手続きの費用」が必要になります。そもそも本制度はあくまでも融資でありますので、通常の融資と同様に各金融機関所定の借入利息が発生します。信用保証料は、借入金額の90%（個別保証方式の場合）もしくは借入極度額の90%（根保証方式の場合）をベースとした金額に、一律の信用保証料率（2003年8月現在では0.85%）を乗じて算出されます。

最後の担保管理手数料その他事務手続きの費用とは、担保の設定や借入期間中での売掛債権の管理手続きなど金融機関側が設定する事務手続きコストを指します。対抗要件の具備のために発生したコストについては、実費を負担することになります。

これらの直接コストに加えて、他のソリューションと同様に間接コストも必要になります。

特に根保証方式を利用する場合には、担保に提供した売掛債権の毎月末の残高等を翌月10日までに金融機関に報告する必要があります。この方式においては、担保設定される売掛債権の管理は他のソリューション以上に重要となります。そのために、売掛債権の管理に関するコストは他のソリューションと比べて大きくなる可能性があります。

図表 5-1 売掛債権担保融資保証制度にかかるコスト



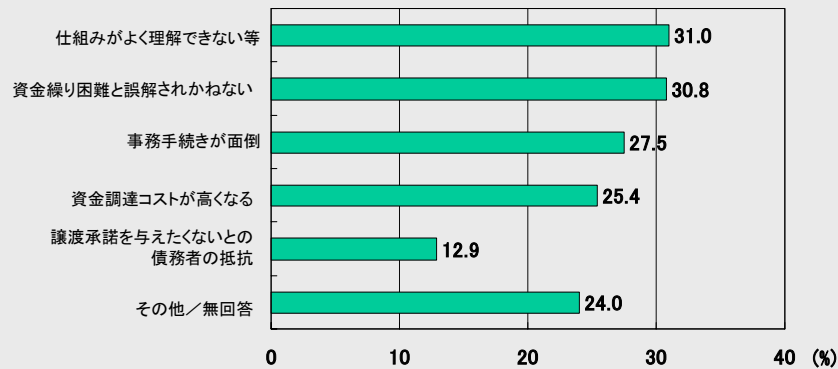
資料:「売掛債権担保融資保証制度ユーザーマニュアル」
中小企業庁、社団法人全国信用保証協会連合会
2003年7月 もとに作成



Coffee Break

売掛債権を活用した資金調達手法を利用したくない理由

富士総合研究所が行なった調査で「売掛債権を活用した資金調達方法を利用したくない理由」について尋ねたデータが下に示されています。その結果、売掛債権を活用した資金調達方法を利用したくないと答えた企業のうち、30.8%が「資金繰り困難と誤解されかねない」と回答しています。先に売掛債権担保融資保証制度の実績で述べたように、自社に対する風評リスクを避けようとする経営者の姿勢がうかがえます。また、「譲渡承諾を与えたくないとの債務者の抵抗」という回答も12.9%に挙がっており、企業間の取引契約において、債権の譲渡を禁止する特約が売掛債権の活用を妨げている一端を垣間見ることができます。



会員企業へのアンケート調査結果。売掛債権を活用した資金調達を利用したくない企業（回答企業全体の57.6%）に対してその理由を聞いたもの。上位2つまでの複数回答。

資料：「市場型間接金融の現状と拡大に向けた展望」 富士総合研究所 2002年2月

<まとめ>

- ✓売掛債権担保融資保証制度における直接コストとしては、借入利息、信用保証料、担保管理手数料があります。
- ✓間接コストは他のソリューション同様、売掛債権管理に関するコストと対抗要件具備に関するコストの2つに分けられます。特に根保証方式を利用する場合は、担保として提供した売掛債権の残高を毎月報告する必要があるため、売掛債権管理に関するコストが他のソリューションに比べ大きくなる可能性があります。

参考文献

- 森谷竜太郎、『バランスシート効率化戦略』、中央経済社、2002年
- 塩見哲、『<改訂版>銀行に頼らない「資金調達」』、かんき出版、2003年
- 杜羅三朗、『証券化の基本 Q&A』、シグマベイスキャピタル、2000年
- 大橋和彦、『証券化の知識』、日本経済新聞社(日経文庫)、2001年
- 平野嘉秋／大藪卓也、『証券化ハンドブック』、税理経理協会、2002年
- 井出保夫、『入門の金融 証券化のしくみ』、日本実業出版社、1999年
- 志村和次郎、『ファクタリングの実務』、中央経済社、2003年
- 中小企業庁／(社)全国信用保証協会連合会、
『売掛債権担保融資保証制度ユーザーマニュアル(改訂版)』、2003年
- 中小企業庁／(社)全国信用保証協会連合会、
『売掛債権担保融資保証制度 売掛債権先の皆様のためのマニュアル』、2002年
- グロービス・マネジメント・インスティテュート、『MBAファイナンス』、ダイヤモンド社、1999年
- 中小企業庁、『中小企業白書(2003年版)』

