

アジアにおけるファイナンスと債権回収に関する一考察

A Study on the Finance and Debt Collection in Asia

増山 隆

城西大学、埼玉

要約

本報告では、アジアにおける債権回収に関して資産担保貸出を利用した新しいファイナンス・スキームの考察を行う。特に、中小企業がアジア各国に進出してアジア域内において生産と輸出を行う際に、最も懸念すべき事項の一つに債権回収が挙げられる。中小企業は時として、日本国内での取引実績や取引慣習にとらわれない新たな取引先を海外で開拓することがあるが、実際に取引に伴う資金回収面で損失を被ることがある。国境を跨ぐ取引を行う際の債権回収の問題点につき論じて解決策を探る。

Abstract

This paper deals with the Asian banks' debt collection, especially a new type of international loan asset securitization scheme by utilizing asset based lending (ABL). Small and medium sized manufacturing companies, Japanese bank's clients, tend to export goods and build factories in Asia, however, debt collection and uncollected receivables may be one of the largest annoying burdens. Those small and medium sized companies sometimes attempt to develop brand new foreign customers in Asia. Nevertheless they suffer losses in collecting receivables or loans. This presentation discusses the recent external finance trend from Japanese banks' viewpoints, and present a new type of bulk assignments of packaged loans to meet the clients' needs, and state my own views.

I はじめに — 債権流動化の取引ニーズ —

2013年度日本貿易学会全国大会の統一論題は、「中小企業のグローバル展開と課題」であった。報告者は、自由論題「貿易と金融」のセッションにおいて、中小企業がグローバル展開する上での制約と課題に該当すると思われる「債権回収」という題材を取り上げた。本報告は、その後（2013年9月報告時点）の海外貸出・回収市場の状況を踏まえて、債権流動化という手法を使って海外において銀行が取引先に信用を供与する入口（融資の実行）と出口（債権回収）に着目して、一つのソリューション（解決手法）の提言を行う内容である。

伝統的に邦銀にとって貿易金融に関する海外における「債権回収」は、取引のない海外輸入企業から海を越えて直接的に債権回収を図るのではなく、当該外国企業の主力銀行であるコルレス・バンクの信用力を以って個別回収を図る仕組みとなっている。一方、本稿での私の提案は、コルレス・バンクの信用力に頼らずに、貿易金融以外の他の金融分野（企業金融、消費者金融、住宅金融など）ではすでに債権回収の出口対策として実績のある Bulk Assignment という集合債権の流動化手法を活用する提案を行う。海外に進出する中小企業に多くの資金提供ができるようにする枠組みを作ると同時に、邦銀にとっても、効率的に債権回収ができる手段を考案することが寄稿の目的である。

債権回収は、その言葉が示す通り、財やサービスの販売や金銭の投資行為を行った商人や投資家（これらを債権者という）が、販売先や投資先（これらを債務者という）から対価として、通常は、商行為のリスクに見合った一定の金利などのリスク・プレミアムを上乗せした利息と元本を回収する行為を指す。たとえば販売行為において、国内でも売買契約が契約通りに履行されない場合には売主と買主との協議により事実上の述べ払いや割賦販売となり売買契約が何らかの金銭消費貸借契約に切り替わることが多い。売掛債権が金銭債権に切り替わることで、売主や買主以外の第三の債権引

受人（新たな買主）を探すことが出来る。売掛債権を金銭債権に切り替えた後でも、さらに金銭債権回収が当初スケジュール通りになされない「延滞債権」のケースが起こる。「延滞債権」の場合、債権者が債務者を倒産に追い込むことを避けるため、実態として返済スケジュールが債務者に有利な形で組み直される譲歩取引（リ・スケジュール）が多い。リ・スケジュールを実行しても再度延滞し、債務者に返済能力や返済する意思がないことが判明した場合に当該債権は「不良債権」となる。この一連の流れは、債権者が債務者都合や債務者に利便を図るリ・スケジュールに応諾した場合のみ実現可能であり、応諾せずにさらに3~6ヶ月程度の一定期間不払い状態を継続した場合には、欧米ならびに日本の標準的な金銭消費貸借契約上では、債権者側から通告してデフォルトとすることができる（契約上のデフォルト）¹⁾。契約上のデフォルトでは、契約書に基づき債権者にとって有利に強制的に債権を実行できる筈であるが、それでは実際に債権は回収されるのであろうか。物品売買では殆どの場合、答えは否である。金銭債権の担保品である商品を銀行が差し押さえようとしても、不動産と異なり既に別の顧客に不法に転売されて消滅していたり、銀行の知らない保管場所に送られていたりする。万が一、運よく担保品の商品を銀行が入手しても、実商売に携わっていない銀行には担保品を取り扱うノウハウや高価で効率的に換金処分する術がない。これゆえ、長年にわたって商品の売掛が銀行融資の担保になることは少なかったといえる。

本稿では、物品売買を主業とする売主企業が中小企業であると想定する。この物品売買を主業とする売主企業（ここでは、「当初の売主企業」と呼ぶ）は、売掛債権の未回収や金銭債権の期日到来時の不払いを解消することがいかに時間的、人的ならびに資金面の追加コストが掛かるかを過去の経験則上知っているため、債権が健全であるうちに出来るだけ早期回収を図ろうとする。当初の売主企業が保有する債権の未回収リスクを回避する行動を取るのは合理的と思われる。期日が未到来の売掛債権であるうちに第三者へ債権譲渡を図ろうとするが、これが債権流動化ニーズの一つである。

勿論、アセット・ファイナンスの観点から中小企業である当初の売主企業にとって売掛債権を活用して金融策を講じることが、まず債権流動化の最大のメリットといえる。一例として国内販売で約束手形を使用する場合には、第三者への手形裏書譲渡により当初の売主は早期資金回収を図っている。債権の購入者は手形に裏書をする事により、買主の貸借対照表上も裏書手形が偶発債務として負債計上されている。日本基準の会計処理においては、当初の売主企業にとってオフバランス化が図られている。これまでは、国際的な貿易取引では、国際ファクタリングやフォーフェイティングという個別の債権を専門のリース会社や銀行等に手数料を払って買い取ってもらうなどの取引手法を除いては難しかった。債権流動化は大規模には行われてこなかった。理由は、売買契約を裏付ける船積書類などドキュメント記載事項の正確性を期すための人件費とその受渡しの煩雑さ、また前述した通り、金融機関が買主として売掛債権の譲渡を受けても担保品の処分による債権回収を行うノウハウが少ないゆえである。銀行流の言い方をすれば、売掛金は売主同業者以外の第三者への換金性に乏しく担保価値が小さい「消極的担保」²⁾ だからである。

II. 中小企業にとってファイナンス面でのグローバル化の課題

まず、中小企業がグローバルな展開をする上での課題を考察する。

グローバルな環境、本稿では債権者と債務者の国籍や準拠法がそれぞれ異なり、日本からメーカーが海外進出して国境を跨いで商品を生産し販売する場合を考える。

第一に、債務者が欧米法や日本法の標準的な金銭消費貸借契約を締結して先進国の商法や民法を適用するとは限らない。特に、アジアにおいては、「債権」の概念が完全には法的に確立していない国も多い。「法的に確立」とは、たとえば第三者の債権者對抗要件を例にとると、中国やイスラム諸国では社会通年上この概念が確立していないケースが見受けられる。中国では約束手形制度自体が存在しないので、売掛を動産のように譲渡担保形式で保全する術がない。長い歴史で培った経験から中国では、物品

はまず専有して占拠することで第三者に対抗する。物品売買期間の移転リスク対応は、地方銀行が発行する国内信用状で保全を図る慣習が残っている³⁾。しかし手数料は一般的に年率換算で1%以上かかるため、これを利用するのは大手企業が多い。契約書上の所有権よりも「物理的に先に支配すること」⁴⁾の方が第三者の抗弁に対して、より有効に機能するのが中国のケースと言える。極端なケースでは、契約書や担保権などあまり意味を持たない場合もある。別の例で、マレーシアにおいては、不払いの債権を当該債権譲受人である第三者が取り立てて回収したという統計を入手することは難しかった。国策の住宅モーゲージ発行会社であるチャガマス社等大手機関が発行する債券の目論見書を見ても、不良化した債権の取り立て方法や回収実績などのデータが記載されていない。これゆえ、過去の統計に基づき不良債権率を予め予測して流動化スキームを設計することが難しい。マレーシアでは、第三者の債権者対抗要件のみならず債務者対抗要件、という概念も未発達であると思われる。清水（2007、2008）⁵⁾は、破産法の整備の必要性を社債発行のための課題の一つに挙げている。マレーシアにおいて債権譲渡や送金業務はhawaraと呼ばれ債権の取立て、送金や資金の管理に近い概念であるが、hawaraの執行力が法的に未整備であり資産を第三者に譲るという行為自体を守る制度が不動産の請求権や会社清算規定における清算人⁶⁾を除いては殆ど存在しないと思われる。これゆえ、本稿で考案したシンガポールに新規に設立する特別目的会社を利用して、実質的な債務者がマレーシア法人であっても債権譲渡が有効に機能するスキームを考案するメリットは大きいと思料する。今般提案する新スキームでは、債務者がマレーシア法人であってもシンガポールに在る販売統括会社での債権の管理を可能にしている。(図1)

第二に、中小企業では大口債権が回収不能となると自らが倒産の危機にさらされるリスクが想定される。ただし、このリスクを回避するために、自ら海外に行き相手企業に乗り込んで行って債権回収する人的資源や資金的な余裕がない場合が多い。例えば、債務者が東南アジア国に在る場合、他人に債権回収行為を業として依頼すると回

回収権額の 1/3 程度が慣習上、手数料として回収サービサーと呼ばれる回収業者に先取りで徴収されてしまい⁷⁾、残りの 2/3 の実入りでは債務者は経済的に商売が成り立たない。仮に日本国内のみで流動化取引を完結する場合には、当初の売主は債権を売却した後も回収サービサーとして機能し手数料を稼ぐ場合が多いが、海外では債務者の顔が見えず回収ノウハウが少ないため地場で専門の回収サービサーに業務委託せざるを得ない。結果として回収コストが高つくこととなる。

Ⅲ. 銀行にとってファイナンス面でのグローバル化の課題

第一に、海外拠点では銀行が金融仲介機能をあまり果たしていない場合がある。たとえば、国際的な与信業務を行う銀行や海外でファクタリング業務を行うリース会社の使い勝手が悪い点である。たとえば、1 件あたりの債権買取金額は億円単位の大口取引に限定されていたり、盗難リスクを恐れて高級車やトラクターはリース対象として取り扱わない、中古市場がいまだ低迷している船や飛行機リースではレシー（賃借人）が東南アジア企業の案件は採り上げ実績が少ないなどである。さらに銀行の信用状発行ビジネスについては、外-外（輸出者と輸入者が海外在の法人）ニーズに合わせた邦銀の海外支店での信用状の取扱いが極めて少ない点が挙げられる⁸⁾。伝統的に邦銀海外支店の業務分野は、貸出、預金、外国為替などの基幹業務であったが、過去 20 年の間にこれら業務に関する取扱い残高の減少は著しい。まして、海外での信用状発行や債権買取は少なくなりつつある。基幹業務の貸出業務を例にとっても、2010 年の邦銀海外支店による貸出額は、経済産業省(2011)『海外現地法人四半期調査』によると、円貨換算で 1990 年の 1/3 水準の約 25 兆円に留まっている。1980 年代から始まった当時の邦銀によるアジアへの貸出競争は、1988 年に策定された銀行資本充実のためのバーゼル I 規制により 1990 年代にはブレーキが掛かった。特に 1997 年のバーゼル II 規制導入により、国際的なシンジケート・ローンやコミットメント・ライン（貸出枠設定）の設定期間が短くなり他行への既存貸出の売却が一般的に行われた。1997 年のア

アジア通貨危機も国際貸出市場規模の縮小に繋がった。これに反し、邦銀の主要顧客である日系海外現地法人の売上高は、過去 10 年間で 2.5 倍の伸び⁹⁾であり、日系の取引先についてだけを見ても、現地通貨建ての資金需要を満たしていないことがわかる。邦銀が採りあげる案件は、日本の拠点から日系取引先企業の海外拠点への貸出が圧倒的に多いことがわかる。これでは銀行が、「中小企業のグローバル展開」に合わせて中小企業の信用リスクを軽減して中小企業の利便性を確保しつつ応援しているとは言い難い。ましてや、現地各国で中小企業の債権回収が困難になった場合の対応などには手が回らない。これらの事情を踏まえて解決の方策を探る。

第二に、コルレス先をベースとする銀行取引の限界が挙げられる。

日本の銀行が他国の銀行と国際資金決済を行い、信用状の発行など対価を払って自国銀行の取引先リスクを取ってもらう取引をコルレス契約に基づく取引（コルレス取引）と呼び、取引を行う相手銀行をコルレス・バンクと呼ぶ。国際的にはコルレス取引の歴史は 1850 年頃から存在する。これらの取引は、まず銀行が他銀行を審査して口座を開設し、信用取引枠を設定する。自行勘定で固有リスクを取る為替やデリバティブ取引のために相手銀行を保証したり保証を受けたりする銀行間のみで発生する信用取引がこの口座間の資金のやりとりで決済される。銀行間資金取引がコルレス取引全体の約 8 割を占めており、貿易など取引先の実業のために信用状を発行する等の信用供与取引は総取引量のわずか 2 割⁷⁾しか行われないインバウンドな取引に終始しているといえる。これでは、貿易や投資など実業への十分な信用創造は生まれないものと思われる。もう一度、取引先企業のための信用状発行という実業のためのコルレス取引の基本発想を考えてみる。異国の金融慣習や外国企業の信用状態は海の向こうからでは知るべくもないので、国内銀行は当該国の銀行に信用状況を把握させて、信用リスクはコルレス銀行のリスクしか取らないという間接的・保守的な与信取引と思われる。保守的と述べたのは、個別に信用状を発行する貿易取引の金額範囲内の信用創造しか起こらないからである。逆説的に言うと、仮に銀行が先進的に融資業務を行うのであれば、経常的な貿易取引であれば取引先の直近 6 ヶ月～1 年以内の月

商程度のファイナンスは無担保で可能な筈であろう。しかしながら、現実には先進的には行われていない。外国にある私企業リスクが判明しないため、当該国の取引銀行リスクを代わりに取るという昔ながらのビジネスモデルである。この場合、支払銀行のクレジットリスク（小）と実態が分からない外国企業のクレジットリスク（大）の差が信用状発行銀行の利潤の源であるはずなのだが、実際には信用状発行手数料は、国、業種、取引先、金額の多寡に応じて予め行内基準で定められたフラットな固定料率が適用され、取引額に応じて年率に換算すると0.5~4%と高価になる。少額取引であるほど相対的に高い保証料率となる。これでは経常的な取引金額が小さい中小企業の顧客にとって不利となる可能性が高い。買主の力が強い場合には、結局、外国企業が商品を購入する最終的な仕切り値には購入側の外国企業が負担する保証料分が値引かれてしまう。外国企業情報を持たない国内企業が結果として損をしているとも言える。邦銀にとっては取引先の海外でのビジネス内容に深く踏み込まなくてもよいし、事業リスクは評価しなくても銀行としての手数料ビジネスは成り立ってしまうという構図である。本来であれば、中小企業の事業やビジネスモデルを深く知りその事業リスクに見合った運転資金、あるいは設備資金を低利で提供していくというリレーションシップ・バンキングの精神からもかけ離れていると言わざるを得ない。ディスクレがあった場合でも、単純にデリバリー過程での技術的なミスあるいは手形文言記載上の事務ミスに基づくディスクレであれば、バンク・ネゴをせずに取引先に追加のコスト負担を掛けずに決済してもよい内容が存在するものと思われる。事実、反復継続的な売買の場合には書類に軽微なディスクレがある輸出手形をL/G付で買い取るケースも存在するが、新規バイヤーのケースでは少ないと思われる。追加コストとして年率換算で数パーセントの手数料を銀行に支払わなければならないため、バンクL/G付買取は一般的には中小企業としては妙味の少ない取引と思われる。これ以上のディスクレをカバーする話は、統一信用状規則で定められた書類取引の原則ルールから逸脱する話であり、本稿の本題からも離れるためここで留める。

第三は、第二点目のコルレス銀行の画一性とは一見矛盾する話ではあるが、銀行が獲得

する超過利潤の問題である。Diamond(1985)¹⁰⁾の銀行情報生産理論においては、一企業の取引先信用情報は銀行に集約され、やがてその情報は銀行間で共有化されて国を超えた一つの信用情報システムが完成する。反対に、個々の銀行が与信先情報を共有化せずに自行の審査部門の中だけで閉じた信用情報網を保有していると、Diamondの言う大きな銀行間信用システムの構築には繋がらない。これは先進国の銀行が簡単には入り込めない特殊な地域で起こる問題と捉える。たとえば、つい15年前までは、サウジアラビアの私企業情報は、王族企業も含めてサウジアラビアのイスラム・バンクに聞かなければ素性も何もわからないという状況が存在した。サウジアラビア政府は国外への情報統制を敷いていた。¹¹⁾このような状況下では、オイルマネー動向などサウジアラビアの産業調査が必要であれば、たとえばサウジの大手イスラム・バンクに銀行トレーニーを出す手段が当時は有効であった。延べ数で30人ほどの若手トレーニーを日欧米の銀行の負担でイスラム・バンクへ出向派遣させていたケースもある。外国の地場銀行が独自に把握する企業の固有情報があるからこそ、地場銀行の存続意義がある典型と言える。このように国外へ私企業情報の公開を制限しているアラブ地域では、コルレス先のイスラム・バンクに地場企業の信用リスクを100%取ってもらう信用状取引の意義は大きいであろう。銀行が入手できる中小企業の輸出債権に関する固有情報は、リレーションバンクキングの一つの賜物ではないであろうか。貿易に関与することは、取り扱う商品固有の技術のみならず特定国への輸出ノウハウや商慣習に関するソフト情報も含まれることが多い。企業はどの銀行に対しても海外絡みの業務を依頼するわけではない。まずスポット為替取引、為替予約、海外送金などの經常取引関係が長い年月をかけて構築される。次に、取引先が海外での新規先との商路の開拓にあたり、信用状などの保証取引へと発展していく。海外業務進出支援は必ずしもメインバンクだけのビジネスとは限らないが外為手数料や保証料率の決定権を独占、または寡占しているコアバンクが存在する。そこに銀行にとって超過利潤の源泉を求める発想が、コアバンク戦略であると考えられる。

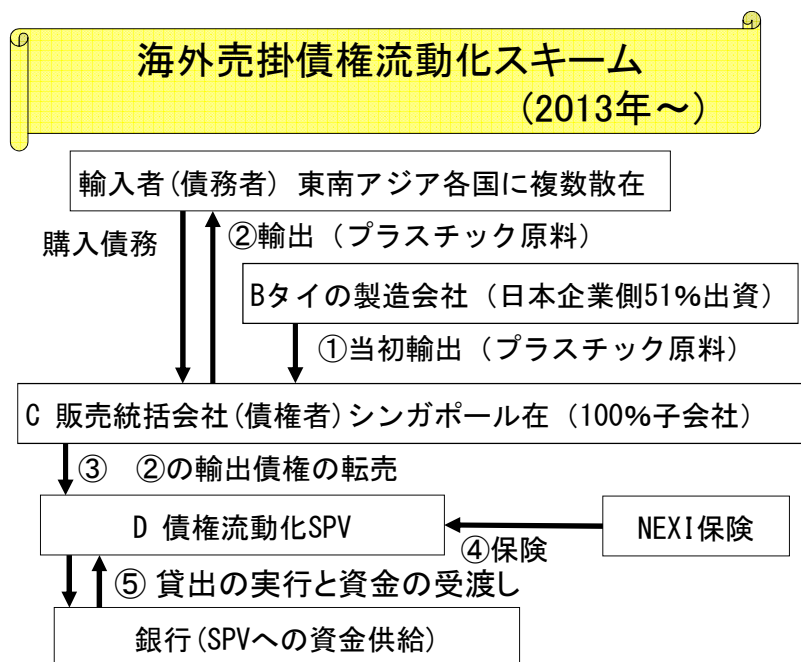
IV. ソリューションとして将来債権の流動化スキームの提示

債権の流動化という手法は、債権に期待される将来価値や現在のキャッシュ・フローを
抛り所に、原債権者・原債務者ら利害関係者以外の第三者が設立する資産移管のための器
(一般的には、特別目的会社や信託勘定など税軽減メリットのある導管体)に対して、原
債権者が指名債権譲渡をして債権を売却する手法である。貸付債権、売掛債権、リース・
割賦債権、住宅ローン債権など様々な債権が第三者に一括譲渡されてきた。今般のスキ
ームは、以下を前提条件として設定する。

1. スキームの前提条件

親会社は日本企業の A。A が過半数を出資するタイ在の現地製造子会社を B。A が 100%
出資するシンガポール在のアジア販売統括会社を C。バイヤー (買主) は、アジア各国に
存在する複数の地場企業 (A や B とは出資関係はない)。C が複数のバイヤーに対して保有
する売掛金 (確定金額の現在債権ではなく、将来に発生する将来債権) を、一括してシン
ガポール在の売掛債権流動化のための特別目的会社 D に対して売却を行う。将来債権とは、
常に一定の輸出額が期待できる将来に発生する債権を指している。以下に、この関係を図
解する。(図 1)

図 1



出所：筆者作成

2. コンデュイットの組成

金融におけるコンデュイット (Conduit) とは、一般的には債権流動化のための導管体を指すが、本稿では特にシンガポール会社法に基づき設立された売掛債権流動化のための特別目的会社を指すものとする。シンガポールでは、2018 年末までは、シンガポールの特別目的会社 (Approved Special Purpose Vehicle = ASPV) に対する資産証券化取引が認められており、所得税は免除されている。また、ASPV から非居住者への支払いに対する源泉税も 2018 年末まで免除されている。¹²⁾ これら ASPV に対する税法上の免除措置は 2013 年末で終了するはずであったが、シンガポール政府が優遇措置を延長¹³⁾ したものである。

この特別目的会社の保有資産は、債務者が異なる大口債権と中小債権の組み合わせによる複数債権の集合体である。大口の債権とは、特定 1~2 社の大口得意先への売掛金額がその他残りの売掛金よりも大きい債権を指す。金額が大きいため、その銘柄だけ個別に与信リスクを判断できる債権を言う。たとえば本稿の例では、年間の平均売掛 15 百万 US ドル以上の債権 No. 1 と 2 を指す。コンデュイットの中でも個別に信用リスクを判断できる大口債権とそれ以外の小口債権を表 1 に掲げる。ここで、債権 No. 1 と 2 は、一件毎の審査で

銀行は信用リスクでとることが出来るが、他の中小債権に関しては一括して Bulk Assignment 債権流動化手法¹⁴⁾を採用する。

表 1

売買対象の 債権 No.	債権者所在国 (売主) 一社のみ=C	債務者所在国 (買主) 個別審査 に網掛	債権金額 (譲渡金 額) 単位：億円	債務(買い手)企業 概要 物品概要
1 個別審査	シンガポール	タイ 日系	23	大手自動車部品メーカー 向け プラスチック
2 個別審査	シンガポール	マレーシア 日系 個別審査	16	大手現地家電メーカー 向け ビニール包装素材
3	シンガポール	ベトナム 外国企業	13	大手現地金型メーカー 向け 塩ビ製品
4	シンガポール	マレーシア 外国企業	7	大手現地包装用品メー カー向け プラスチック
5	シンガポール	ベトナム 外国企業	6	住宅設備メーカー向け プラスチック
6	シンガポール	タイ 外国企業	5	シートメーカー向け 塩ビ
合計金額			70	

筆者作成 実質的に日系企業債務者合計が外国企業債務者合計を上回るように設定

すなわち、表 1 において、日系企業(債務者) 40 億円 > 外国企業(同) 30 億円

3. 準拠法、真正譲渡等

ここで、B と C はグループ企業間取引であるため、船荷証券ではなくグループ企業間海上運送状を使用する。販売統括会社 C がアジア各国の輸入企業に販売する売掛をシンガポール在の特別目的会社 D に売却する。また、C の所在はシンガポールであり、C とアジア各国間の輸入国企業との間で係争が生じた場の所管法 (Governing Law) はシンガポール法を適用する。その他、C と D の実務上の運営ルールとして、シンガポールの法令以外では米国統一商事法典 UCC (Uniform Commercial Code) を参照する旨を C から D への債権譲渡契約書に明記する。UCC は 1999 年に大改定となった意義が大きい。まず、第 1 項において当事者間の譲渡契約の有効性は当事者間で合意した地の準拠法に従うと記されており、また、第 9 条において第三者に対する効力として譲渡人の所在地法が有効となった。1999 年以前は、債権譲渡行為にかかる準拠法の規定が不明確であり (藤澤、2006)¹⁵⁾、混乱するおそれがあったが解決された。第三者対抗要件の具備も UCC に準拠して行い、債権譲渡を行った際には、債務者 (売掛金であれば買主) に対して債権を譲渡した旨の書面通知を行う。本稿のスキームは、シンガポール金融・通貨当局^{13 再掲)}に照らし合わせると、2018 年まではシンガポール国内法に準拠しており、特に米国 UCC を除外する規定もシンガポールには見当たらない。ASPV への債権の真正譲渡性、ならびに会計上のオフバランス取引が成立している点は、D の会計監査人から意見書として聴求する。銀行のローン (ABL) も、当初の売主企業が拋出したセーム・ポート・マネーによる信用補完が全体の 5% に過ぎない、回収サービサーは海外の独立系専門業者を使用している等の理由により、当初の売主企業による関与や信用補完が限定的な範囲であるため、総合的に考えて ASPV は当初の売主とは独立していると考えられる。これゆえ、銀行の ASPV へのローンも C に遡及することのないノンリコース・ローンと看做せるスキームと思われ、この意見書も D の会計監査人から徴求する。

4. 将来債権の譲渡スキーム

本項目は前項 3. と関連する項目である。Bulk Assignment の流動化スキームを採用す

る場合、ASPV へ融資をする銀行にとって与信判断上の特徴は、審査の対象が複数に分散されていることである。通常の企業向け貸出と異なり、輸出者（本稿の場合には、シンガポール在 C）やその親会社 A の信用力のみで与信判断をしていない点にある。コンデュイット内の大口債務者については銀行が個別審査を行うので支払人の信用リスクに多くを依存する。しかしながら、その他残りの中小債権は個別に審査を行うのではなく合算された集合債権として捉え、同等同質の過去の集合債権統計データからデフォルト率を推測して、回収不能金額を推定する。収益率や収益額の期待値と比較して総合的に融資の可否を判断する。個々の中小債権リスクは単体では考慮しない手法である。また、債権者自身による D に対する信用補完がある場合には、集合債権の信用リスク自体は個々の中小債権リスクの単純な総和よりも信用補完の分だけ小さくなる。本稿のスキームでは、特に日本の親会社顧客 A も中小企業であることから、貸出可能な額の最大化が図られている。債権額を現に発生している債権に特定するのではなく、過去の月商等の実績を勘案して一定期間に発生するであろうと思われる債権金額をまとめて集合債権の中を含める発想である。ここでは、将来発生する債権の譲渡契約は、シンガポールの販売統括会社 C を売り主とする残存 6 ヶ月以内の短期売掛金（最も短いもので 14 日程度）を対象とする。過去 1 年間の売掛の平均金額を算出し、その 90% の金額を融資の担保として設定する。債権流動化は、銀行が工場財団などに根担保を設定して必要な借入ニーズが発生する都度に貸出を行うリボルビング・ファシリティ（極度貸し方式）とは異なり、設定年限が 1 年であれば 1 年間は確定金額を継続して融資残高とする証書貸付方式で実行する。

5. 銀行による 100% 融資スキーム

本件では、C のメインバンクである邦銀のシンガポール支店が、C の過去 1 年間の平均売掛金額の 100% を D に融資する。債権が不払い、または債権残高が過去 1 年間の平均売掛残高の 90% を下回った場合には、C 社から不足する差額の現金、またはシンガポール国債を時価にて平均売掛残高の 90% に達するまで差し入れてもらう。ただし、実際の債権額

が 90%を下回ることも一時的には発生しうるため、本スキームは、銀行が保守的に保全されているわけではない。1年以内に製品販売の取引量が落ち込むと、逆に担保の約 110%と約 1割相当を過剰に融資している状況も想定されるこの将来債権流動化のスキームが顧客にとって有利になっている点は、顧客の利便性を考慮し月商が減ってくるような不況の時期であっても、中小企業である顧客にとってすぐにはキャッシュ不足にはならないように設計されている。過去に本邦で設定された多くの将来債権流動化スキームでは、担保掛目の維持比率は平均売掛残高の 90%ではなくて一般的に 100%であるため、本スキームは中小企業の利便性を追求して構築された新スキームであると言える。

6. 独立行政法人日本貿易保険（NEXI）による信用補完

NEXI は、2004 年までは外国法人である特別目的会社向けに貿易保険を付保することはなかったが、2004 年 7 月に初めて保険の引受け対象に加えられた。¹⁶⁾ NEXI の引受条件に、「輸出者が 100%出資の特別目的会社をプロジェクト実施国に設立する必要がある」と規定されており、これゆえ、本スキームはシンガポールに特別目的会社を設立している。個別審査を通過するためのもう一つのハードルは、集合債権に対して保険審査が通るのか否かということである。2004 年 7 月当時は、輸入者は 1 社のバイヤーでしかも NEXI が定める一定の信用格付を保有していなければ案件は通らなかった。当時、輸入者は外国のバイヤーでもよいということであったが、不特定多数の外国バイヤーの場合は否であった。考えられる理由として、NEXI は日本国の保険制度故に日本の貿易振興に明らかに役立つ案件に特定したかったのであろう。そこで今般のスキームで考案したのが、特定少数の日系バイヤー（但し、金額は過半）と特定多数の外国バイヤーの組み合わせ（コンデュイット）である。「日系バイヤーの購入量が外国バイヤーの購入量を上回り過半数を占める」スキームにより日系プロジェクトとしての特色を保ちながら、中小企業支援の目的も加えることで、現在では NEXI の審査対象となっている。内容は、NEXI の一般保険内容と同じで信用保険（倒産する信用リスクをカバー）が債権額の 90%付保、非常危険（政変や天変地異な

どのカントリー・リスクをカバー)も90%が付保されたスキームである。結果として100%の貸出残高に対して、10%はNEXI保険の掛け目不足となる。

さらに2011年4月以降、NEXIは海外事業資金貸付保険等が付保された銀行の貸付債権を第三者に転売することを認めた意義は大きい。¹⁷⁾たとえば、大口のプロジェクトファイナンス1件につき信託スキームを使って流動化したメガバンクの案件や、貿易保険が既に付保された複数の既存小口輸出代金債権を第三者に売却する商工組合中央金庫のスキーム¹⁸⁾では、債権譲渡を受けた譲受人にも引き続きNEXIの貿易保険適用が有効であり付保が継続されている。これらの案件は、本稿で取り上げたコンデューイト案件の先掛けとなっている。

7. 販売統括会社によるセーム・ボート・マネー

本稿のケースでは、融資を行う銀行は特別目的会社に年間平均売掛金額の100%ファイナンスを売掛金担保で実行している。繰り返しになるが、ファイナンス実行時にCが資金不足に陥るリスクを回避している。貿易の対象となっている商品は、主に工業用プラスチック原料である。信用補完策としては上述の貿易保険に加えて、シンガポールの販売統括会社CからDへ拠出する5%相当の劣後ローン、または現金のキャッシュ・リザーブ。劣後ローンの返済順位は、銀行がDに提供しているローン(=優先ローン)よりも弁済順位が後位である。Cは銀行等に出資を仰ぐことはせずに自ら資金を拠出することから、この5%相当をSame Boat Moneyと呼ぶ。船Dが沈む時はCも損害を被り「痛み分け」になるという意味である。シニアの銀行融資に対する5%の安全弁(バッファー)として機能する。

V. 新スキームの総信用リスク量を銀行の立場で検証

最後に、銀行の立場に立って銀行は最終的にどれだけのリスクを引き受けることになるのかを検証する。ここでは、銀行にとって悪いシナリオを以下3つ用意する。取引先の利便を図るあまり銀行にとって総リスク量が増えるのであれば、最終的にスキームは破綻す

ることに繋がるからである。

(Case 1) 販売統括会社が保有する売掛金の減少が継続した状況の場合

販売統括会社 C の売掛金が 100% から 90% へ減った場合、結果として銀行は最大で回収すべき実額面の約 110% ファイナンスを実施していることになる。この 90% の状況が継続するケースを考察する。当初の債権残高 100% に対して NEXI による 90% の信用・非常保険が付与されているという前提のため、未保全の部分は最大で約 10% (=100% - 90%) となる。これに、1 年間の平均デフォルト発生率を掛け合わせる。表 2 は、大手格付会社の日本格付研究所 (JCR) による過去 1~3 年間の証券化商品格付別累積デフォルト率を示したものである。

表 2

JCR 社による格付毎の累積デフォルト率 (証券化商品)

単位 : %

格付	1 年	2 年	3 年
AAA	0	0	0
AA	0	0	0
A	0.03	0.14	0.22
BBB	0.62	1.49	2.34
BB	3.38	5.94	9.46
B	20.59	38.24	52.96
CCC 以下	66.67	66.67	66.67

出所 : JCR 社格付推移マトリクス (2013 年 3 月 15 日)

また別途に、信用格付モデル提供会社クレジット・プライシング・コーポレーションが2008年に行った売上10億円以上の中小企業の平均格付は、bb+以下（同社基準のCreditSurfer Online情報による）となっている。ここでは、JCRによる証券化商品の格付BB（1年間で平均3.38%がデフォルト）と格付B（1年間で平均20.59%がデフォルト）の単純平均をASPVの1年以内のデフォルト率と仮定すると、約12%となる。結果、70億円×12%=8.4億円がASPV全体にとってデフォルト期待値となる。但し、NEXIによる信用保険が9割の7.56億円まで付保されている上に、Cによるセーム・ボート・マネーが5%相当の3.1億円あるため、銀行の損失期待値は8.4億円×10%-3.1億円=-2.26億円となり損はしていないという計算になる。ここで、NEXIに納める年間保険料率を0.5%と看做しているため、SPV全体では保険料0.35億円（=70億円×0.5%）が損失となっている。また、債務者リスクを日系企業リスクと看做している。このためさらに、（Case 2）と（Case 3）のケースを想定する。

（Case 2）最大金額の個別債権（No. 1）のみがデフォルトする場合（債務者は日系企業）

No. 1 債権の債務者を格付B相当の企業と仮定してみると23億×20.59%=約4.7億円の損失期待値となる。実際にNo. 1がデフォルトした場合には、まず日本貿易保険が4.7億円×90%=4.23億円を保全。残余のアンカバー部分は0.47億円となる。セーム・ボート・マネーは、70億円×5%-調達コスト0.4=3.1億円¹⁹⁾。結果として、0.47億円<3.1億円となるので、セーム・ボート・マネーを0.47億円使用するものの、銀行に損失は及ばない。

（Case 3） ASPV全体のデフォルトリスクを、タイ国（NEXIのカテゴリ-D）のデフォルト率と看做した場合

このCase 3は、最悪のリスクを想定したものである。NEXIによる貿易保険料率の算定

は、主に国カテゴリーと平均与信年限が基礎となっており、さらに4つのリスク要素の加味したマトリクスが構成されている。2013年9月において、親会社の所在国日本、ならびにCの所在国シンガポールの国カテゴリーは、NEXIが独自に定めるA~Hまでの8段階の区分のうち信用リスクの最も小さい（最上級の）Aランクである。一方、本ケースでは債務者（販売先）所在国はタイ、マレーシアなど数ヶ国に及ぶ。ここでは債権ポートフォリオ全体の信用リスクを悪い方に見積もり、債務者所在国タイ（NEXIのカテゴリーD）におけるデフォルト率と同等と看做す。タイの債務者（期間1年）のデフォルト率（B程度）を25%と置く。結果、70億円×25%=17.5億円が銀行にとってデフォルト期待値となる。

（Case 1）と同様の手順で計算を進めると、銀行の損失期待値は17.5億円×10%=1.75億円<3.1億円であるため、銀行に損失は及ばない。ここでは、NEXIに納める保険料率を年率2.5%と看做すと、保険の年額は70億円×2.5%=1.75億円となり、ASPVが負担している。尚、（Case 1）～（Case 3）何れのシナリオにおいても、デフォルト発生日以降の回収サービスによる債権回収額や、正常債権が生み出す営業利益などのプラスの金額は考慮に入れていない。

結論として、NEXIの貿易保険と販売統括会社によるセーム・ボート・マネーの両方が準備できるのであれば、外国の債務者リスクを考慮しても、銀行の融資金に実質的な損失負担が及ぶ可能性はないという結論となった。

今回取り上げたスキームでは多くの前提条件を挙げている。これらの条件が全てクリアされた段階で初めて新スキームの実行が可能となる。見積もった債権のデフォルト率もさらなる検証が必要である。これゆえ、スキームの安定性を期すにはまだ時期早尚と言える。特に、本流動化スキーム構築上の要となるのは、NEXIの個別審査による貿易保険付与の可否であることから、今後数年が経過して同スキームの案件実績が積み上がった段階にて、再度本スキームの定性的、ならびに定量的な効果の確認を行うことと致したい。

注

- 1) 「契約上のデフォルト」は、契約書条項違反に起因するデフォルト。
我妻、有泉、川井『民法2』による分類では、民法上の履行遅滞に該当するものと思われる。
- 2) 担保実行による債権保全の実効性が低いと思われる担保を呼ぶ総称。
法律用語ではない。換金性、担保評価の難しさ等が要因となる。
山根眞文、「国際貸付契約書に見る担保手法についての一考察」『法学研究』84巻12号、2011年12月。
- 3) 中国貿易実務辞典他、中国国内信用状に関する参考文献多数あり。
- 4) 張悦「中国民事執行制度の意義と課題（2・完）」『立命館法学』343号、2012年3月には、中国における債権の執行には債務者の生活に必要な金銭は除く、とある。また、中国民事訴訟法94条4項（新103条2項）には、「ある債権者のために既に差し押さえた財産を、他の債権者が差し押さえる行為の禁止」規定があり、二重差押えが出来ず、先取りが行われやすい環境にある。
- 5) 清水聡『アジア諸国における社債発行促進の必要性と課題—韓国、マレーシア、タイの事例—』、環太平洋ビジネス情報 RIM 2007 Vol.7 No.24、2007年。
同『マレーシアの債券市場と拡大するイスラム債発行』、環太平洋ビジネス情報 RIM 2008 Vol.8 No.29、2008年。
- 6) マレーシアで会社清算規則には、Companies Winding-up Rules 1972があり、会社清算人に関する規定が存在する。hawaraは、マレーシア国内では資金送金仲介業務を表す用語でもある。
- 7) SWIFT社や米国A社の顧客向け説明資料（2012年）などによる。

- 8) 銀行の海外業務に関する統計の計数は、経済産業省『海外現地法人
四半期報告（2011年）』から引用。
- 9) 2013年4月9日 ECB Reuter 記事。
- 10) Diamond W.D. and P.H.Dybvig (1985), “Optimal Release of
Information by Firms” *Journal of Business*, 40(4), pp.1071-94
- 11) 2011年2月24日 Jetro 海外ビジネス情報、サウジアラビア、
世界のビジネスニュース（通商広報）
- 12) デロイト&トシュ—LLP、『Singapore Budget Commentary』、
2013年3月5日。
- 13) MAS『Budget 2013 Tax Measures for Business』
- 14) 集合債権の倒産確率を、その債権の特性に合致した類似の、または
過去の集合債権のデータから推計して求める手法。
- 15) 藤澤尚江「債権流動化と米国統一商事法典における国債私法規則」
『国際商事法務』、Vol.34 No.11、2006年、pp.1441-48.
- 16) 日本貿易保険『輸入国に設立されたSPCを通じた輸出取引に係る
引受について』、トピックス報道、2004年7月20日。および、
2003年度NEXI年次報告書。幅広くASEANに進出した日系企業が
発行する債券に対しても貿易保険の適用が可能になったもの。
- 17) NEXI ホームページ、トピックス、2011年4月1日付。
- 18) 報道としては、NEXI ホームページ、トピックス、2010年4月1日付。
- 19) 70億円の5%に相当する3.5億円の資金調達コストを勘案する。
証券化商品BとBBの中間のデフォルト率（1年）以上の期待リタ
ーンを狙うことから、調達レートも同等の12%と高く見積もる。
12%と仮定すると、年間0.4億円の資金調達コストとなる。