



平成 15 年 11 月

貸付債権の譲渡価格算定ツール (JSLA 方式) 公表について

ローン・セカンダリー委員会では、貸付債権の譲渡取引において標準形となりうる譲渡価格算定方法を検討することを目的に、譲渡価格算定方法の標準化を検討するワーキンググループ (WG) を設置し、本年 7 月より検討を進めてきました。

今般、本邦において標準形の候補となりうる複数の算定方法を選び出した上で、それらの方法を使用した譲渡価格算定ツール (JSLA 方式) を策定致しましたので、ここに公表いたします。

1. JSLA 方式策定の目的

- ・ 現在、貸付債権の譲渡価格の算出については標準的な方法が市場に存在していません。貸付債権譲渡取引の当事者である各金融機関は独自に設定した算定方法を使用して譲渡価格を計算しています。最終的な譲渡条件の決定は譲渡人と譲受人の間で実際に受け渡しが行われる金額をもとに行われますが、かかる受渡金額の合意形成の過程では、譲受人である投資家の譲渡スプレッド*を使用して交渉が行われることが多くなっています。
- ・ しかしながら各社の譲渡価格算定方法が異なるため、譲渡人と譲受人が譲渡スプレッドについて合意したとしても、譲渡価格算定方法についても同時に合意しない限り、合意したスプレッドから算出した譲渡価格が譲渡人と譲受人で相違することが多く、譲渡価格の合意に更に労力を要しているのが実状です。
- ・ 貸付債権市場の整備が望まれる中、投資家を中心に算定方法の標準化に対するニーズも高まっています。より一般性の高い算定方法を選定し、その算定方法を使用した譲渡価格算定ツールの提示を行うことは、スムーズな譲渡取引を実現させ、セカンダリー市場の活性化に資するものと考えます。

*譲渡スプレッドは譲渡利回り (譲受人が譲渡取引によって最終的に得られる元利金合計額を利回りに直したもの) から譲渡時の市場金利を差し引いたもの。以下の理由により、実務上は譲渡スプレッドをもとに価格交渉を行うことが多い。

- ・ 譲受人が市場金利を払ってインターバンク市場から調達した金員をもって譲渡代金を支払う場合、かかる市場金利が実際に譲渡を行う直前まで確定しないため、譲渡利回りも同じく実際に譲渡を行う直前まで確定しないこと。
- ・ 対象となる貸付債権に期中の金利更改がある場合、将来の市場金利動向によって最終的に得られる元利金合計額が変わり、かかる元利金合計額が確定しない限り譲渡利回りも確定しないこと。
- ・ 決して JSLA 方式が対象としていない算定方法の使用を排除するものではありませんが、JSLA 方式が幅広く使用されることにより、実際の譲渡取引において譲渡価格の合意がスムーズに行われることが期待されます。
- ・ JSLA 方式の公表により、市場に譲渡人と譲受人の間で共通に使用できる譲渡価格算定ツールが提供されることになり、条件提示・価格交渉段階で「JSLA 方式で bp」といった交渉を行うことが可能になります。
- ・ また、セカンダリー市場の活性化により、貸付債権の売買が増加することを展望した場合、売買を仲介する各社がマーケットメイクのために譲渡利回りまたは譲渡スプレッドベースで offer - bid を提示する際の基準と成り得るという意味でも、JSLA 方式を公表しておくことは有益と考えます。

JSLA

- ・ もっとも、現時点で取引当事者が異なる算定方法を用いている理由として、各当事者が各々独自のリスク管理、パフォーマンス管理のモデルを用いていることがあり、複数のJSLA方式の収斂のプロセス、JSLA方針の普及に向けて、解決すべき問題が存在することは認識されなければなりません。

2. 譲渡価格算定ツール（JSLA方式）策定のプロセス

- ・ JSLA方式の策定にあたり、以下の観点を重視しました。
 - 譲渡価格を算定する計算方法が複雑でないこと。
 - ～ 計算ロジックの説明が困難であると使用されない可能性が高いと考えられる。
 - 譲渡価格の算定に使用する計数(市場金利等)がマーケットで公示性があること。
 - ～ 使用する計数に関する交渉事項等の増加は極力回避すべきと考える。
 - 実際に投資家が運用パフォーマンスの評価基準として採用している算定方法と大きく乖離しないこと。
 - ～ 計算ロジックは極力理解しやすいことが重要であるが、一方で、算定結果が、現在投資家が使用している評価基準と大きく乖離する場合は、使用されない可能性が高いと考えられる。
- ・ また、現在市場で使用されている方法から乖離したものをツール化した場合、実際に使用される可能性は低いと思われるため、WGメンバーが実際に使用している方法から、上記の観点を考慮し、より納得性があると考えられる方法を選定した上でJSLA方式の策定を行いました。

3. JSLA方式の策定結果

- ・ 当初、WGではJSLA方式のベースとなる譲渡価格算定方法を1つに絞ることを想定していましたが、実務上、原債権のキャッシュフローの性質毎に異なる算定方法を使用するケースが多いことが判明したことから、以下の通り一般性が高いと思われる4つの算定方法を選定致しました。
(各算定方法にかかるJSLA方式の使用方法等については、各ファイルの説明シートを参照願います。)

| パターン | 将来のキャッシュフローの現在価値 | 使用するファイル | 使用するシート | 対応可能な原債権のタイプ |
|---------|------------------|----------------|------------------------|---------------|
| JSLA方式1 | 算出する | 「JSLA(現在価値方式)」 | 「譲渡価格(固定金利)」及び「ゼロクーポン」 | 金利固定型* |
| JSLA方式2 | 算出する | 「JSLA(現在価値方式)」 | 「譲渡価格(変動金利)」及び「ゼロクーポン」 | 金利変動型 |
| JSLA方式3 | 算出しない | 「JSLA(簡便方式)」 | 「簡便方式1」 | 金利固定型*又は金利変動型 |
| JSLA方式4 | 算出しない | 「JSLA(簡便方式)」 | 「簡便方式2」 | 金利固定型* |

*ここでいう「金利固定型」は、譲渡が行われた日から原債権の満期日までの間に金利が変更されないことを意味するため、もともと金利変動型の原債権であっても、譲渡日から満期までの金利が確定している場合は金利固定型として扱う。



- ・ 現在価値の算出については、算出方式を形成する割引レートの求め方について金融機関によって異なること及び計算方法が複雑になるという難点があるものの、理論的に納得性があり、JSLA 方式として現在価値を求める方法を外すことは出来ないとの結論となりました。割引レートの決定において、特にオッドタームとなる場合には、インターポレートの方法等について統一化は困難であることから、都度の取引において取引当事者はその内容について十分に確認することが求められます。
- ・ しかし、現在価値を求めない簡便な方法も、計算方法が簡便で分かり易いという大きなメリットがあります。特に短期の譲渡取引等、譲渡価格が現在価値を求めた結果と大きく相違しない場合には、分かり易い方法を使用することも有用であるため、簡便な方法も示しておく必要があるとの結論に至りました。
- ・ なお、現在価値を求める方法では、利息後取の貸付債権の譲渡において、譲渡後に支払いのある利息の経過分を割引くか否かについての議論がありましたが、この点については、譲渡取引の際の交渉事項との結論に至りましたので、JSLA 方式ではどちらのケースでも使用できるようにしています。
- ・ 今回公表した JSLA 方式の中での更なる絞込み・改善・追加については、セカンダリー市場での使用状況に応じて検討されることになろうと思われれます。

4. その他

- ・ 今回は、算定方法の相違により譲渡価格の合意に労力を要するという問題を解決する方法として JSLA 方式というツールを策定しましたが、譲渡人と譲受人間で合意が得られるのであれば、当初より譲渡価格で合意を図っていくという方法も有用と考えます。
- ・ 今回公表した JSLA 方式を使用していく中で、改善点他ご意見等がありましたら JSLA のwebメールにて送付いただきますようお願い致します。

以上

(ローン・セカンダリー委員会、貸付債権の譲渡価格算定方法標準化WG)

| | |
|--------|--------------------------------------------------|
| WGリーダー | UFJ銀行 |
| WGメンバー | BNPパリバ銀行、信金中央金庫、住友信託銀行、東京三菱銀行、みずほコーポレート銀行、三井住友銀行 |

(ローン・セカンダリー委員会)

| | |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 委員長 | UFJ銀行 |
| 副委員長 | 信金中央金庫、住友信託銀行 |
| 委員 | BNPパリバ銀行、あおぞら銀行、クレディスイス・ファースト・ポストン証券、新生銀行、住友生命保険、東京三菱銀行、日興シティグループ証券、農林中央金庫、広島銀行、みずほコーポレート銀行、三井住友銀行、三菱証券 |