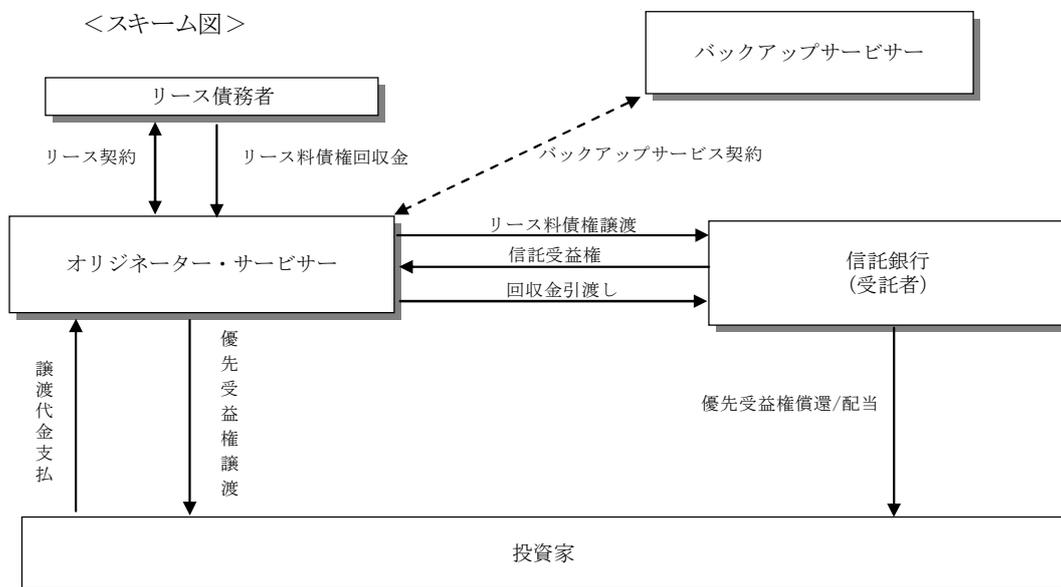


リース料債権

1. 一般的なスキームの概要（信託方式の場合）

- (1) オリジネーターであるリース会社が、多数の原債務者に対して保有するリース料債権を信託銀行（受託者）に譲渡し資金調達を行う¹。
- (2) オリジネーターは、自ら保有するリース料債権を受託者に信託譲渡し、優先受益権及び劣後受益権を発行する。
- (3) オリジネーターは劣後受益権を自ら保有し、優先受益権を投資家に譲渡することにより、資金調達を行う。
- (4) リース料債権の譲渡に際し、オリジネーターは動産・債権譲渡特例法第4条第1項に定める登記により第三者対抗要件を具備する。債務者対抗要件の具備は、「サービス不履行事由」の発生まで留保される。
- (5) オリジネーターは信託事務委任契約に基づき、当初サービスとしてリース料債権の回収を代行し、その回収金を毎月受託者に引き渡す。回収期間中、これら回収金により優先受益権の元本償還と配当の支払を行う。
- (6) オリジネーターがサービシング業務を正常に行えない場合に備え、当初よりバックアップサービスが待機している²。



最近では、流動化対象資産の信託設定と同時に、優先受益権の一部または全部を、信託財産を引き当てとした借入れによって償還する「信託 ABL スキーム」、特に、ABL (Asset Backed Loan) と劣後

¹ リース会社が保有する法人向け割賦販売代金債権を単独で、もしくはリース料債権と一括して証券化する場合も、リース料債権と同様の格付手法を適用する。

² バックアップサービサー当初不設置案件も有り。

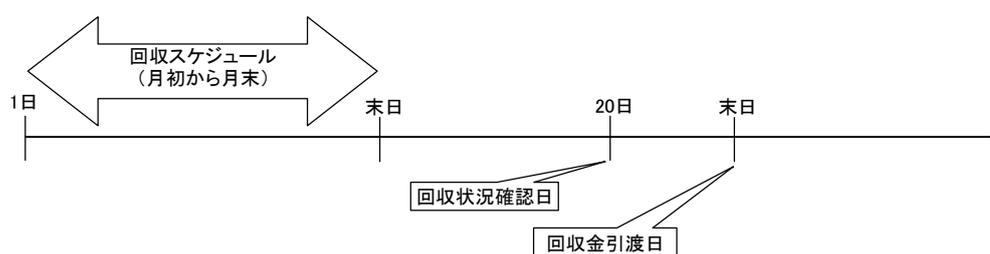
受益権のみから構成されるいわゆる「一人受益者スキーム」を採用する案件が増えている。これらのスキームに対する格付の観点については、JCR ウェブサイト上の参考レポート「新信託法と流動化商品の格付」を参照。

2. 一般的なウォーターフォール

(1) 債務者からの回収

オリジネーターは、各月の1日から末日に回収された信託債権を、翌月の月末に受託者に開設された回収金引渡口座に入金する。

回収スケジュール



(2) 通常時

受託者は、オリジネーターから受領した回収金のうち、利息相当額から公租公課、信託報酬等の諸費用を支払う。残存金額から優先受益権配当を支払い、残りを全額劣後配当する。回収金のうち、元本相当額から優先受益権の予定元本償還額を償還し、残存金額で劣後元本の償還を行う。ただし、劣後受益権元本には最低維持額が設定されており、一定水準以上の劣後金額が保たれる。劣後償還に利用されなかった元本回収金の残額は留保され、翌月以降の元本償還原資とすることができる。

(3) 加速償還時

受託者は、オリジネーターから受領した回収金のうち、利息相当額から公租公課、信託報酬等の諸費用を支払い、残存金額から優先受益権配当を支払う。回収金のうち、元本相当額及び優先受益権配当支払後の利息相当額から優先受益権の元本が償還される。優先受益権が全額償還されるまで劣後配当および劣後元本償還は停止される。

3. リース料債権証券化のリスクとその評価

(1) 原債権からの回収が遅延するリスク

証券化商品において、期日どおりの元本償還及び利息（配当）の支払いは原債務者からの回収状況に依拠している。そのため、原債務者の延滞状況やサービスの回収事務の遂行状況によっては資金が一時的に不足し、元本償還及び利払いが期日どおりに行われない可能性がある。

このリスクに関しては、現金準備金による流動性補完措置及び優先劣後構造による信用補完措置により対応する。

(2) 原債務者の債務不履行リスク

証券化商品の原債務者の債務不履行が一定以上の割合で発生した場合は、証券化商品の元本が損失を被る可能性がある。

このリスクに関しては、格付に応じた優先劣後構造等により信用補完を行っている（4. 必要劣後金額の算定を参照）。

(3) オリジネーターの破産等に伴うリスク

オリジネーターの破産手続、民事再生手続又は会社更生手続において、裁判所あるいは管財人から、証券化による譲渡債権が破産財団、再生債務者の財産又は更生会社の財産に属するものであって、破産手続、民事再生手続又は会社更生手続に服する債権又は担保権であると判断されるリスク（いわゆる、真正売買性の問題）がある。

以下に格付上重要視する主なポイントを以下に示す。

- ① オリジネーターの譲渡意思の有無及び内部手続きにおいて譲渡意思が承認されていること。
- ② オリジネーターが劣後受益者、サービサーとしての権限及び義務を有することを除き支配権を持たないこと。
- ③ 一定の事由³が生じた場合以外で、オリジネーターが譲渡債権を買戻す義務及び買戻し請求権を有しないこと。
- ④ オリジネーターから受託者への信託譲渡に関して、第三者対抗要件が具備されており、オリジネーターの信用悪化など、サービサー交代事由が生じた場合には債務者対抗要件が具備されることになっていること。
- ⑤ オリジネーターが債務者の弁済資力につき担保責任を負っていないこと。
- ⑥ オリジネーターと受託者等との間の売買価格は合理的かつ公正な価格を基準として決定されていること。

(4) サービサーとしてのオリジネーターの破綻等に伴うリスク

証券化を実施した場合、従来オリジネーターが実施してきた回収方法が継続され、債権譲渡をうけた受託者等と事務委任契約を結んだオリジネーターが回収業務を行うことが多い。この際、オリジネーターについて破産手続、民事再生手続又は会社更生手続等の倒産手続が開始された場合には回収業務が混乱し、一時的に回収業務が行われない可能性がある。

このリスクに関しては、流動性補完措置が施されており、また、受託者等が認めた場合はオリジネーターに対する回収事務委託契約を解除しバックアップサービサーが回収業務を代行することができる仕組みとすることにより対応している。

(5) 債務者対抗要件を具備しないことに伴うリスク

リース料債権の証券化では、債権譲渡特例法による債権譲渡登記で第三者対抗要件を具備し債務

³ クリーンアップコール、表明保証違反、適格条件違反、その他契約上の違反等。

者対抗要件は当初具備留保することが多い。万が一オリジネーターが破綻した場合、債務者対抗要件を取得していないことから、受託者等による債務者からの回収金が減少する可能性がある。

このリスクに対しては、オリジネーターの信用悪化など、サービサー交代事由が生じた場合、速やかに債権譲渡特例法または民法に規定される方法により債務者に対する対抗要件を具備することを定めることで対応している。

4. 必要劣後金額の算定

(1) 原債務者の信用悪化リスク

リース料債権の証券化では、オリジネーターの保有する全リース料債権のうち、証券化に適さない債権を除いた母体債権プールから証券化対象の債権（譲渡債権）プールを切り出す。譲渡債権プールは一般的に 300 社以上の原債務者により構成され、1 債務者グループの最大集中率は 1%程度に抑えられる。このようなよく分散された債権プールのケースでは、原債権のデフォルトにより発生すると想定される損失額は、大数の法則を用いた小口多数アプローチにより計算する。

母体債権のヒストリカルデータより、貸倒率、延滞率の推移を確認し、分析を行うにあたって採用すべきベースケースを求める。各パラメータとも、ヒストリカルデータの平均値を基本として、過去からのトレンドや異常値、デューディリジェンスミーティングにより確認された事項、リースマーケットに関するマクロデータ等を総合的に勘案し、必要に応じ証券化対象債権プールのパフォーマンスにより近い水準に修正する⁴。また、サービサー交代後、中途解約に伴う回収金が残リース料を下回ると想定される場合には、母体債権のヒストリカルデータやデューディリジェンスミーティングに基づき、中途解約損失のベースケースを設定する⁵。

次にストレステストにより、期中予想されるキャッシュフローに対し一定のストレスをかけた貸倒・延滞・中途解約を発生させた上で、目標格付を取得するのに必要な劣後金額を求める。ストレス倍率は原債務者属性・目標格付に応じて以下の倍率を基本とするが、母体債権と譲渡債権の属性（原債務者の資本金、地域、業種、物件種類等）の構成比の比較をはじめとした属性データ・ヒストリカルデータの確認により、譲渡債権が母体債権より信用力の面で劣ると判断される場合などには、追加的にストレスをかける場合がある。

AAA	5 倍～
AA	4 倍～
A	3 倍～

⁴ 譲渡債権の切り出しの際は適格条件でフィルターをかけるため、証券化で抽出される債権は母体債権より良好なものとなり、証券化プールの貸倒率は母体債権のヒストリカルデータより低くなると想定される。他方、母体債権に比べて譲渡債権プールの債務者数は少なく（分散度が低い）、1 債務者当りの金額集中度が高まり、1 債務者の貸倒によるインパクトが高くなる。

⁵ 中途解約損失は、今後発生しうるワーストシナリオとしてオリジネーターが清算型のデフォルトに陥り、リースに関連する業務をすべて第三者へ承継した場合を想定し、かつ当該承継会社が原債務者に対して、オリジネーターと同様のオペレーションにより中途解約に応じることができないことを仮定した場合に発生しうる損失をさす。中途解約回収率は、この中途解約損失による希薄化リスクを計算するために必要となるデータ項目である。中途解約損失を想定すべき場合で、中途解約回収率に関するデータがないケースでは、貸倒率に通常より強いストレス倍率を付加し、分析することにより、中途解約損失を想定した希薄化リスクの代替としている。

ストレステストは、通常、証券化開始後任意の時点でサービサーとしてのオリジネーターに信用事由が発生し、加速償還が開始されるワーストケースを想定し、弁済の可能性を検証する。また、高水準の中途解約が継続し、中途解約回収金による劣後受益権の過剰な払出しが発生することのないよう、期中の劣後受益権元本最低維持額を設定することも仕組み上の工夫として採用されることが多い。

リース料債権の場合、譲渡債権の切り出し時には1債務者あたりの上限金額割合を設定し、小口分散が図られているが、原債権の償還が進むに従って原債務者数が減少し、上位を占める債務者の信用力の影響が高まることがある。こうした分散度合いや属性の変化も検証することが必要となる。

【ヒストリカルデータについて】

母体債権プールの貸倒・延滞・中途解約に関するヒストリカルデータと、母体債権プール・証券化対象債権プール双方の金額別構成比・期間別構成比・債務者の資本金規模別構成比などに関する属性データを受領することとする。ヒストリカルデータは5年間分が望ましいが、5年間分のヒストリカルデータが存在しない場合には存在する最長期間分のヒストリカルデータを受領し、デューデリジェンスミーティング、オリジネーターからのその他提出資料などで補足するものとする。

JCRでは、小口多数分析に利用するリスクパラメータは原則としてヒストリカルデータから取得するものと考えており、このようなケースでは、まずヒストリカルデータを利用するために、オリジネーターへのヒアリングを通して、定義の修正や実態に即したデータの加工を行う。しかし、それでも依然乖離があると判断される場合には、同じオリジネーターによって過去実施された証券化商品におけるヒストリカルデータを利用することも検討する。これらのデータが分析を行うのに十分であると判断される場合には、当該データを参照して、パフォーマンスが分析の前提となるベースケースを導き出すことがある。

(2) コミシングリングリスク

原則として、証券化開始後任意の時点でサービサーとしてのオリジネーターが倒産した場合、回収不能となると想定される最も大きい金額をコミシングリングリスク対応の必要劣後金額とする。回収金が混蔵する期間については、2ヶ月とするケースが多いが、格付対象となる証券化商品の回収金送金スケジュールに応じて算出される。

(3) 現金準備金（流動性補完）

現金準備金は主に、サービサーとしてのオリジネーターが倒産等の理由により回収業務を通常どおり行えない状況に陥った時、回収業務をバックアップサービサーに引き継いで、信託やSPCに再び回収金が入金されるまでの期間に必要な資金である。必要額の目安は次のとおり。

① 流動性補完必要額（リース料債権では3カ月分以上を積立て）

- ・ 証券化商品の利息・配当
- ・ 信託報酬またはSPCの維持費用・租税公課

- ・ バックアップサービス手数料（償還方法変更後の手数料水準）
- ② サービス交代時必要額（一括支払）
 - ・ サービス交代通知作成・発送費用
 - ・ 登記事項証明書取得・発送費用
 - ・ サービス交代時におけるシステム対応費用、コールセンター設置費用等
- ③ その他必要額
 - ・ 自動車税／重量税／自賠責保険料／任意保険料等（自動車リース／割賦の場合）
 - ・ 当初バックアップサービスを設置しない場合、バックアップサービス設置時に必要なコミットメントフィー（現金準備で対応する場合）

5. その他の論点

(1) コミングリング劣後当初留保

① コミングリング対応格付トリガーとトリガー発動時の対応

オリジネーターが下表の要件を満たす場合においては、格付トリガーの設定によって、当初必要とされるコミングリング対応劣後をその抵触時まで留保する条項を許容している。

表 コミングリング対応格付トリガー

対象オリジネーター	原則として証券化商品組成の段階で JCR から A レンジ以上の長期発行体格付を取得しているノンバンクとする。なお、この当初基準においては、②トリガー基準と同様の定性的な要因が考慮される可能性を排しないものとしている。
格付トリガー	(1) オリジネーターの長期発行体格付が BBB フラット格で方向性がネガティブとなった場合
	(2) オリジネーターの長期発行体格付が BBB マイナス格もしくはそれ以下となった場合
	(3) オリジネーターの長期発行体格付が取り下げられた場合
トリガー発動時の対応	当初の契約書で約定された、コミングリングロスに対応する金額の追加的な拠出を 30 日以内で行う、または JCR が認容する水準の前払いを回収金の受領スケジュールに対応して行う。

トリガー水準は原則 BBB 格以上とするものの、ノッチについては、下記のような個別の要因に従って総合的に判断し、差異が設けられる可能性を否定しない。

- ・ オリジネーターの資金調達における証券化依存度
証券化依存度が高い場合には、トリガー抵触時のオリジネーターの資金調達余力との兼ね合いから、高いレベルのトリガーが適用される可能性がある。
- ・ その他、事業基盤や株主等グループ会社からの支援を含めた定性的評価

これは、ノンバンクをオリジネーターとする証券化案件に関して、当該オリジネーターがサービスを務める際に発生しうるコミングリングリスク対応劣後部分を一定条件の下で留保するという仕組みである。オリジネーターが一定の信用力を有していると判断できれば、格下げの可能性はあっても突然の破綻に至る蓋然性自体が低いとの判断に基づく。

(関連格付方法「証券化商品に係わるコミングリング・リスク」)

② コミングリング対応格付トリガー導入案件における必要劣後比率計算

小口多数アプローチは、分析対象となるリース料債権プールを構成する原債務者の属性の差異が無視しうるほどに小さいことを前提条件としている。その一方、実際のリース料債権プールは金額比で上位を占める原債務者の集中度合いが大きいため(案件によって異なるが、原債権プール金額の1%が上限である場合が多い)、小口多数アプローチの前提条件とは厳密に合致しない。コミングリング対応格付トリガーを設定しているケースでは、そうでないケースに比して劣後金額が小さくなるため、これら上位を占める原債務者にデフォルトが集中するという極端なケースをも想定し、上位集中度などを勘案の上、必要に応じ上位債務者集中デフォルトに対応する劣後部分を別途設定する。

(2) バックアップサービサー当初不設置

バックアップサービサーを当初から設置することを原則的な取り扱いとしているが、オリジネーター兼サービサーの格付がA マイナス格以上であれば例外的に、受託者に新たなバックアップサービサーを選定する能力があること、オリジネーターの格付がBBレンジに下落した段階で新たなバックアップサービサーを選定することを条件に当初バックアップサービサーを選定しないことを認めている。

当初バックアップサービサー不設置案件では、バックアップサービサー設定のためのコミットメントフィーの分だけ現金準備金(流動性補完部分)を増額すること、もしくは相当額の追加金銭信託義務、劣後金額の積み増し等による対応が必要である。

(関連格付方法「証券化におけるバックアップサービサー」)

(3) コンフォートレターおよびリーガルオピニオン

コンフォートレターおよびリーガルオピニオンについては、同じオリジネーターで過去半年以内に証券化実施実績があり、その際に受領している場合などを除き、原則として証券化実施の都度、原本または写しを受領することを格付の要件としている。

なお、証券化対象債権の適格性については債権譲渡契約書や信託契約書におけるオリジネーターの表明保証(Representations and Warranties)によっても確認する。

6. モニタリングとレビュー

(1) モニタリング

格付を付与した案件については、償還されるまでの間、月次パフォーマンスレポート等により常時モニタリングを行う。

① 裏付資産の状況の把握

月次もしくは四半期毎にオリジネーターからの回収結果報告書（サービシングレポート）や事務管理受託者からのレポート等の提出を受け、各案件の実績貸倒率などにより裏付資産の状況を把握する。高率の貸倒率が継続した場合その他必要と判断した場合には、オリジネーターへのヒアリングを踏まえて臨時レビューを行うことがある。

② 関係当事者の格付

案件をとりまく関係当事者の格付変更の結果、それらの信用力に懸念すべき点が生じていないかを確認する。また、バックアップサービサー設置トリガー、スワップカウンターパーティー変更トリガー、回収金口座変更トリガーなど、各種トリガーへの抵触が発生していないことを確認する。

③ 関係当事者の決算内容の把握

原則として1年に1回、オリジネーター（JCRの格付先でない場合）とSPC（SPCを利用したスキームの場合）の年次の決算書の提出を受け、案件をとりまく関係当事者の信用力に懸念すべき点がないことおよび各種トリガーへの抵触が発生していないことを確認する。

(2) レビュー

期間1年以上の長期案件については、格付委員会を開催し定期的にレビューを行い、格付の据え置き、格付の変更、もしくはクレジットモニター開始を決定する。また、いずれの案件も必要と判断すれば臨時にレビューを行い、格付の据え置き、格付の変更、もしくはクレジットモニター開始を決定する。

レビューに際しては、オリジネーターやアレンジャーからレビューに必要な資料の提出を受ける。また、レビューの実施に必要な各種情報を収集する。また、必要がある場合には最初の格付のときだけでなく、定期的にオリジネーターを訪問し、レビュー・ミーティング（インタビュー）を行う。

以 上

◆留意事項

本文書に記載された情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCRは、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCRは、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCRは、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、当該情報はJCRの意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。本文書の一部または全部を問わず、JCRに無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.

信用格付業者 金融庁長官（格付）第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル