

## TOPICS

# 事業会社における資産証券化手法と格付け(3)

## リース料債権証券化

JCRでは「事業会社における資産証券化手法」として、手形債権や売掛金を対象にした証券化手法を紹介してきたが、今回は、証券化対象資産としては最もポピュラーなリース料債権について取り上げることとしたい。

93年の「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」の施行以来、リース会社の資金調達手法としてリース料債権の証券化が実施されて10年超が経過している。JCRではリース料債権の証券化に関して00年12月に「特定債権法を利用したリース債権証券化の格付け」というレポートを公表している。(弊社ホームページ(<http://www.jcr.co.jp/abs>)に掲載)基本的な仕組みや格付けの観点については当該レポートをご参照いただきたい。

リース契約はリース料全額を損金として処理可能であり、ユーザーはリース会社にリース料を支払うだけで、納税、保険などの煩雑な関連事務はリース会社が行うので、事務の省力化が図れる。また、自己資金が固定されず、効率的な資金運用が可能となる。

リース契約にはこのような会計(税務)上、事務手続き上、および資金運用上のメリットがあり、広く産業界で利用されている。こうしたリース契約の普及とともに大手金融機関や商社などによりリース会社が設立され上場企業に発展してきており、近時こうした大手リース会社へ吸収・集約化される傾向はあるが、地域金融機関や一般事業会社においても関連会社として設立されている。

こうしたリース事業においては、安定した資金調達力の強化が重要な経営課題であり、大手リース会社には、リース料債権証券化による資金調達が財務戦略の柱として定着している。

規模の比較的小さいリース会社においても証券化の取り組みが普及しつつある。例えば地銀系リース会社においても図表-1の通り公表ベースでみても社数・金額ともに伸びている。既に大手と同様に定期的に証券化を実施している会社も存在する。

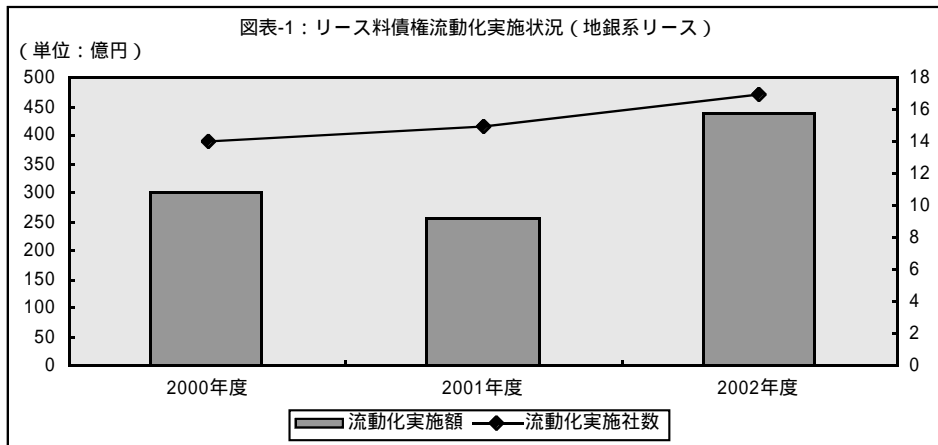
これまで紹介してきたように、資産証券化のメリットとしては、オフバランス効果と調達コストの削減効果が挙げられる。リース料債権を対象にした証券化の場合はリース資産そのものの証券化ではないのでオフバランス効果は得られない。コスト削減効果を引き上げるためには発行金額を増加したり継続的に発行することが一つの方策である。こうした観点から、証券化の対象とする債権の条件を広げる取り組みや共同で発行するスキームなどが工夫されている。

規模の比較的小さいリース会社においてこうした観点の取り組みはより有効であり、本稿において、事例を交えながら解説することとしたい。

### 1. 証券化の対象となるリース料債権 (適格債権)

証券化の対象となるリース料債権の適格条件については、正常債権であることや担保など供されていないことは当然だが、

- (1) 中途解約できないリース契約であること
- (2) 契約時の残価の設定が購入価格の10%以内であること
- (3) 1債務者あたりのリース料債権残高は譲渡債権残高総額の1%以内であること
- (4) オリジネーターが保守義務を負っていないこと(メンテナンス付きでないこと)



（出所）公表データを基にJCRにて作成

といったさまざまな条件が付される。そのため、保有しているリース料債権総額に対して実際に証券化の対象となり得る総額は何割か減少する。

リース料債権を対象とした場合、その法的観点から証券化の対象とされるのは、フルペイアウトのファイナンスリース契約に基づくリース料債権とされている。それ故、上記(1)(2)のような条件が設定されている。この点について、その法的観点を含めて解説するとともに(2)「残価10%以内」という条件の要否について取り上げたい。

リース料債権の法的位置付けは、物件の使用収益の対価としてリース料を支払う賃貸借的側面と、物件の毀損・補修などに関係なく、投下資金の全額を回収することを目的とした金融的側面の二面性があり、その法的性質をめぐってはさまざまな解釈がある。しかし、95年の最高裁判決において「フルペイアウトのファイナンスリースは、ユーザーに対して金融上の便宜を付与するもので、かかる契約に基づくリース物件の使用と各月のリース料の支払いとは対価関係に立つものではない」とされ、こうした実質金融説を根拠としてフルペイアウトのファイナンスリース契約に基づくリース料債権が証券化対象として広く浸透してきている。

つまり、ファイナンスリース契約の場合は貸主（オリジネーター）がユーザーの指定したサプライヤーからリース物件を購

入し貸与すること

リース期間中ユーザーからのリース契約の解約が禁止されていること

リース期間中、ユーザーより物件の購入代金およびリース期間中要した諸費用などおおむね投下資金の全額を回収すること（フルペイアウト）

貸主は瑕疵担保責任・危険負担を負わないこと

ユーザーがリース物件の保守、修繕義務を負うこと

などが要件とされており、金融的性格を有していることから、リース物件の使用にかかわらずリース料の回収が見込める。

一方、賃貸借取引であるオペレーティングリース契約の場合は、リース料債権が「借賃の債権」とみなされ、破産宣告時において破産法第63条1項によって当期および次期（一般的には2ヵ月間）に関するものを除いて破産債権者に対抗できない（民事再生法51条、会社更生法63条にも準用）。また、賃貸借期間の途中でいずれかの当事者が破産手続きを開始した場合、残りの期間について賃貸人の目的物を使用させる義務と賃借人の賃料支払義務が残っており、双方未履行の双務契約にあたるとして破産法第59条1項により管財人から契約を解約される可能性がある（民事再生法49条、会社更生法61条も同旨）。これらを理由にオペレーティングリース契約に基づくリース料債権は証券化の対象とはなりにくい。

多くの案件では、主に会計・税務上の観点から、残価割合10%超の場合は「ノン・フルペイアウト」のオペレーティングリース取引とみなされるおそれがあるとして、対象債権の適格条件に前述(2)「契約時の残価の設定が購入価格の10%以内であること」の規定が付されている。

しかし リース料算定方法の適切性 残価設定の合理性 の要件が整えば、残価10%超であったとしても、必ずしもオペレーティングリースとして破産法63条が適用されるとは限らない、むしろ限定的であるとの解釈がある。すなわち、証券化の対象となっているリース料債権が残価割合10%超であってもおおむね投下資金の全額を回収することが合理的に予定されており、フルペイアウトのリース取引であると同様、物件の使用とリース料支払いの対価性を有しないと判断、説明できるのであれば、「借賃の債権」と見なされる可能性は低いと考えられるからである。

JCRにおいても、オリジネーターへのデューデリジェンスや当該案件の弁護士意見に基づき、この解釈を容認している。近時の公表案件では、03年12月の「第1回三井住友銀オートリース リース料債権信託優先受益権」案件において残価15%までを適格債権として許容している。

オートリースを対象とした場合のように、自動車などの中古市場が確立したものであれば、残価割合10%超のリース取引においてもリース物件を売却することによりおおむね投下資金の全額を回収することが合理的に予定されていると説明可能であろう。また、過去のリース物件売却実績からリース期間終了時の物件売却による資金回収を予測することは可能であり、おおむね投下資金の全額を回収することを合理的に推察することも可能である。

なお、オートリースについては、メンテナンス付きオートリース料債権を裏付けにした証券化案件がAAAの高格付けを取得した事例が公表されている。これは、適格条件例(4)の

ように一般に証券化の対象から除外されているメンテナンス付き債権を対象としたものだが、メンテナンス特約部分を除いたフルペイアウトのファイナンスリース契約部分を証券化するという構成にしたものである。通常のファイナンスリース案件と比して破産法59条や63条の適用を受けるリスクが高いと思われることやメンテナンス義務を負うオリジネーターなどのリスクの影響を受けやすいと考えられることから、従来高格付けの取得は困難とみられていたものである。

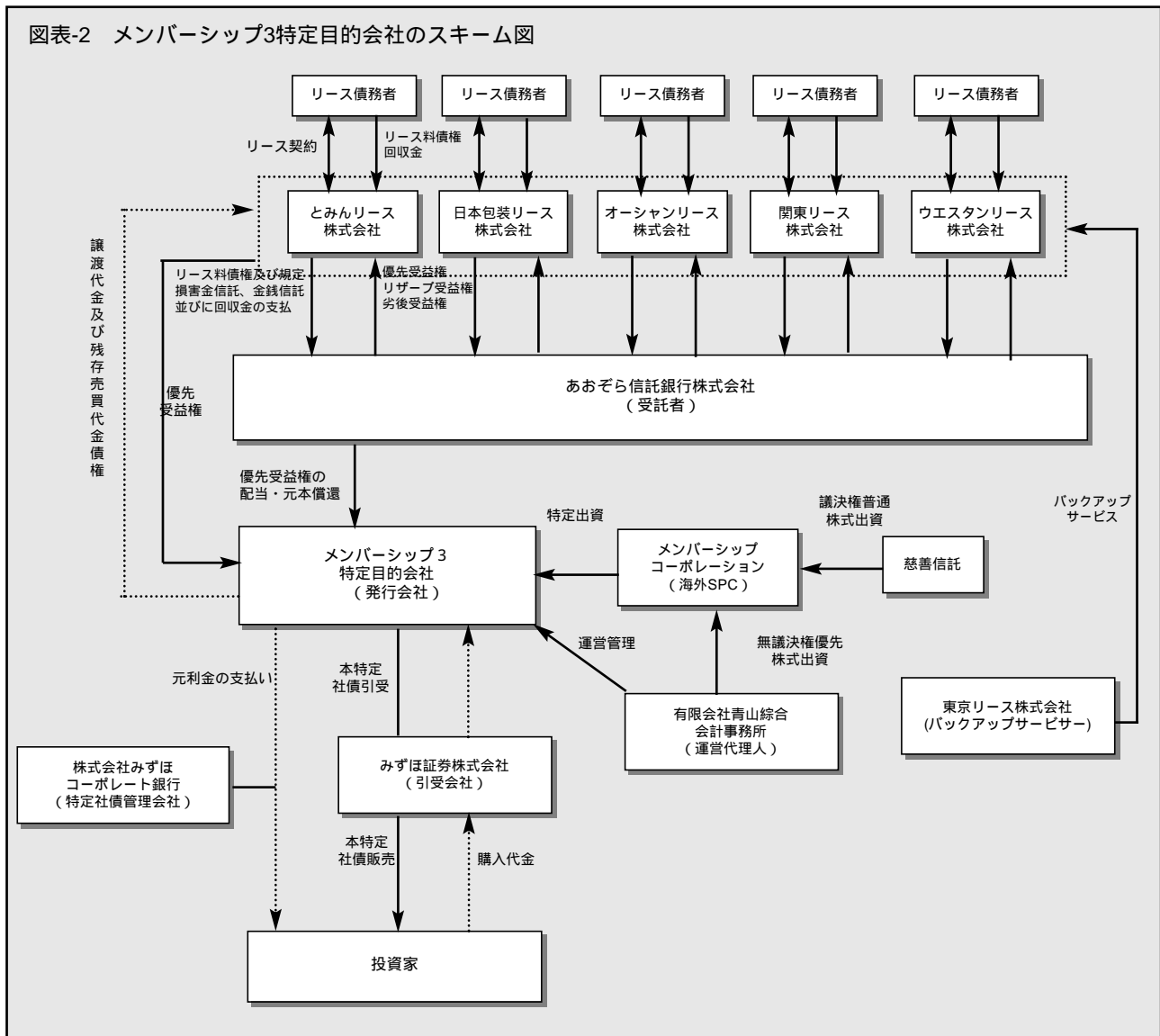
このように、これまで一般的に証券化の対象にしづらいとされてきたような債権について対象に含めるような取り組みがなされている。対象債権の条件が適正に緩和されることは、マーケットの拡大にとってプラスであり、JCRにおいてもさまざまな相談に対して前向きに取り組んでいる。ただ、対象になりにくかった背景には相応のリスクがあったからであり、そのリスクが目標格付けに相応する水準に縮減するような仕組み上の工夫および法的手当てが十分なされているかが重要であろう。

## 2. マルチセラー型のリース料債権の証券化スキーム

リース料債権の証券化スキームは、信託方式、社債方式またはノンリコースローンが一般的である。また、継続発行をしやすくする工夫としてマスタートラスト方式のスキームも見受けられる。

また、複数のリース会社のリース料債権プールをまとめるスキームも工夫されている。当社の格付け公表案件で複数のリース会社をオリジネーターとした「メンバーシップ3特定目的会社」もこの実例である。(03年12月公表) 複数のオリジネーターが譲渡債権をSPCに譲渡し劣後部分を共有する形で信用補完を行った場合、他のオリジネーターの資産のリスクを負うことになる。独立したオリジネーターにとっては、この点が抵抗となる。本件の特徴は各オリジネーターがリース料債権を信託する段階で優先受益権を「A」格相当以上の支払

図表-2 メンバーシップ3特定目的会社のスキーム図



いの確実性を有するような劣後比率をそれぞれ設定し、各オリジネーターは優先受益権を発行体に譲渡し、さらに発行体段階で劣後部分を設定することにより他のオリジネーターのリスクは限定的となっている点である。その上である程度まとまった84.4億円の「AAA」の特定社債を発行している。本スキームは単独で証券化に取り組むには保有するリース料債権残高が少ないオリジネーターが共同して証券化を行う際に有効と言える。

### 3. 1 債務者当たりの債権集中が相対的に高い場合の考え方

地銀系リース会社やグループ内リースを中心とした事業会社系リース会社は必ずしもリース料債権残高が多くないため発行額も10～

30億円程度の案件が多く、また親銀行や親会社関連の取引が中心であることから親銀行・親会社グループの債権や特定メイン先の債権の割合が比較的高いことが特徴として挙げられる。

まず、こうした親銀行・親会社グループの債権を適格条件から除外することは多い。オリジネーターのリスクと極めて相関性が高いからである。親銀行・親会社の債権を除外しない場合もあるが、1債務者当たりの債権額は目標格付けAAAならば、先述の1-(3)の適格条件例のように少なくとも1%以内に設定されており、そのリスクは限定的である。JCRでは統計的分析を行うにあたって留意しているのは分析のベースとなる母体プールにおいて親銀行・親会社のウエイトが高い場合である。格

付けの対象となる譲渡債権プールとの相似性の観点からヒストリカルデータを分析する際には、まず母体プールに占める親銀行・親会社向け債権の割合を除外するなどの修正を行っている。この修正を行わないと貸倒率、延滞率などが低く見積もられてしまうことになり、証券化対象プールのリスクを正確に把握することができないからである。

一方で、1債務者当たりの上限の設定によって、1契約金額とのバランスから足切りにより譲渡債権金額が積み上がらないことを受けて、上限を引き上げたいとの要望を受けることがある。

これに対応するために、総債務者数や分散度合いによるが、上限金額の条件に抵触してしまう債権でも、上限金額を超える金額を全額劣後加算することを前提に許容することはある。当該条件を満たす部分（例えば1債務者上限額1%以内の部分）のみを適格債権とみなすことで、必要とされる信用補完水準を分析するのである。

具体的には以下のように、計算上、適格債権全体において1債務者上限額の1%以内を満たす部分を適格債権相当部分とする。当該適格債権相当部分において、母体プールのヒストリカルデータをベースとして必要劣後比率を算出し劣後部分を求める。最終的には適格債権相当部分に対する劣後部分と債務者集中1%超部分の合計額が証券化債権総額に対する劣後部分を構成する（図表-3）。

以上により、リース料債権残高の少ないリース会社が証券化を実施するにあたり対象金額を多少なりとも増やすことは可能である。表面的に劣後水準が過度に高くなる場合は真正譲渡性に好ましくないと考えられるが、証券化対象額確保の代替的手段としてある程度有効であろう。

リース料債権証券化は証券化対象債権の幅が広げる取り組みがなされ、中小規模のリース会社が取り組みやすいようなスキームも考案されてきている。また、リース料債権の証券化商品は最もポピュラーな商品として投資家の投資ニーズも高いと言われており、今後も着実な市場拡大が期待できるであろう。

ストラクチャード・ファイナンス部

図表-3

