

調査研究「リースの軌跡と将来展望」 インタビュー記録

本多 史裕 氏 58歳（1963年生）

元 株式会社日本格付研究所 チーフアナリスト

【経歴】

- 1987年 株式会社三井銀行 入行
- 1996年 株式会社日本格付研究所 入社
金融格付部チーフアナリスト等を歴任
- 2021年 一般財団法人日本海事協会
調査開発センター 勤務



*インタビュー実施日（2022年3月23日）の年齢を表します。インタビューは、新型コロナウイルス感染予防対策を講じた上で実施しました。

—— 株式会社日本格付研究所（以下「JCR」といいます。）において、リース会社のアナリストになった経緯を伺います。

本多 銀行に勤めていましたが、1996年、JCRに転職しました。入社早々から、資産担保型証券の格付をするチームに加わりました。その年は、特定債権等に係る事業の規制に関する法律に基づき、資産担保型証券（補注：リース会社がリース債権等を特別目的会社に譲渡し、その資産からのキャッシュフローを裏付けに社債・CPを発行する仕組み）の発行が解禁された時期で、これが縁となって、リース会社を担当するアナリストになりました。

—— 初めてリース会社を分析した際に、どのような印象を持たれましたか。他業種との相違も含めて伺います。

本多 銀行では、製造業や卸売業を担当していたので、こうした業種の財務諸表は見慣れていましたが、リース会社の財務諸表を見ると、レバレッジが高く、最初は戸惑いました。しかしながら、リース会社の格付をする中で、キャッシュフローに着目すると損益計算書に現れない側面に気が付きました。リース会社は、リース料収入が毎月入るため、キャッシュが潤沢にあり、一方で、新規リース契約のボリュームをコントロールすれば、キャッシュアウトも管理できる強みがあり、安心感を持って分析できるようになりました。

リース会社の財務部門や企画部門のご担当者から、頻繁にご連絡をいただいたことも強く記憶に残っています。決算説明だけでなく、新たな事業展開など丁寧にご説明いただきました。他業態だと、相対で面談するのは年に1~2回しかないという会社がほとんどでした。リース会社は人間関係を重視していると感じました。

—— リース会社を分析する際のポイントについて伺います。

本多 経営面では、営業基盤の特徴と強さ、財務面では、資産内容と資本のバランス、資金調達の基盤の強さに着目します。金融機関の分析でも使われ、今は古典的な言葉かもしれませんが、CAMELS(Capital 資本、Asset quality 資産、Management 経営、Earnings 収益、Liquidity 流動性、Sensitivity 金利や為替への感応度)がポイントです。

これにリース会社の特徴であるキャッシュフローの見通しやすさ、リース取扱高のコントロールからも生まれる、財務の柔軟性を加味して分析します。これらを用いたリース会社の分析は、国内外の他の格付会社でも大きく変わらないと思います。日本のリース会社については、海外の同業に比べても、全般に資産の健全性は高いと思います。

—— ここ数年は、新型コロナウイルスの感染拡大など想定していない事態が経済に影響を与えています。格付をする際に、不確実な事象は加味されるのでしょうか。

本多 JCR の中では、「想定外を想定せよ」と言われる立場であったり、逆に、言っていた立場もありましたが、まさに「言うは易く行うは難し」の典型です。格付の Horizon (時間軸) は、通常であれば、3 年先~5 年先としていますが、仮に 10 年後にしか起こらないようなことがあっても、今の時点で、そのことが発生する確度が高ければ格付の要素として織り込む、あるいは注意して分析するということになります。

—— 格付を利用している投資家から、リース会社はどのように見られているのでしょうか。

本多 コロナ禍でも、リース会社の業績は堅調であり、以前からリース会社はリース終了物件の 3R、再生可能エネルギー分野への取り組みなど、社会・経済に貢献する事業活動を展開しており、アナリストから見ると、有形資産・無形資産あわせて、企業価値は高いはずだと考えています。

しかしながら、社会全体や投資家がリース会社の企業価値を理解しているかということ、理解度が高いとは言えないと感じます。例えば、リース会社の PBR (Price Book-value Ratio : 株価純資産倍率)を見ると、他業界と比べて低く、投資家から企業価値が十分に評価されているとは言えません。

今後、ESG、SDGs がさらに世の中に浸透し、投資家や金融機関を中心に、これらの要素を投資判断や与信判断に取り入れる動きが加速化していきます。リース会社が市場から資金調達をするためには、自らの企業価値を高めるとともに、企業価値を世の中の人に理解してもらえるような努力を更に続けていくことが期待されます。

脱炭素化に関連する事業は莫大な金額の投資が必要となりますが、リース会社がこうした事業へ参画するにあたって、増資も資金調達の選択肢となり得ます。現状の PBR を見ると、増資をしても有利な条件で資金が集まらないことを示唆しています。株式市場からの評価を変える意気込みが必要です。そのためには、リース会社の強み、例えば環境分野や資産管理での取り組み、自由度の高さを更にアピールすることが必要と感じます。

—— 日本においてリース会社が発展したポイントを伺います。

本多 先ずは「道なき道を切り拓いた先人たちの努力」が大きいと思います。その上で、

各時代時代で共通するのは、銀行や保険会社と異なり、身軽なバランスシート、緩やかな規制の下、新しい産業や事業の支援に、頭を絞った提案型の営業や現場からの知恵を出し続けてきたこと、こうした考える営業スタイルが鍛えられてきたことが、リース会社が発展したポイントだと思います。

また、日本におけるリースの創成期から最初の数十年間は、コンピューターの導入と浸透の動きに乗り、リース業界として大きく成長したと思います。保守的な銀行とは異なるサービス、例えば、新しい産業、事業への取組み、物件の管理や廃棄にかかわるサービス提供のような利便性を提供したことも大きく、中小企業の経営者にとっては、自分の商売に専念できるようなサービスの一つとしてリースが受け入れられたと思います。

銀行が出資母体となっているリース会社が多いものの、ここ20年くらいは、銀行業の延長、あるいは、単なるファイナンスではなく、不動産、船舶、航空機、エンジン、発電所の開発・運営など、銀行ではできない分野に活動領域を広げて、成長してきたと思います。

—— **2008年にリース会計・税制が変更され、リース需要が悪化することが想定された中、アナリストとしてリース会社の将来性を見極めて、リース会社の格付を維持されたと伺っていますが、それも含めてリース業界の転機となることがあったか伺います。**

本多 一点目は、バブル経済の崩壊です。1991年以降のバブル経済の崩壊とその後の日本経済や金融が低迷した時代に、リース会社の多くは営業貸付金が不良債権化しました。一方で、1990年代のリース取扱高は7~8兆円前後で推移しており、リースで収益をあげながら、不良債権処理を進めた時代でした。

二点目は、2008年のリース会計・税制変更です。大企業やそのグループ会社は、リース会計・税制の変更によって、リースの利便性が損なわれ、リース離れをしたかもしれませんが、その他の要因、例えば、大企業の金余り、国内設備投資の停滞感、海外展開、さらにはリーマンショック（2008年）も重なり、リースの需要が低下したと考えられます。一方で、中小企業向けのリース取引や小口リース取引が注目されました。

三点目は、1999年に金融業者の貸付業務のための社債の発行等に関する法律が制定されたことです。それまでは、出資法により、貸金業を兼業するリース会社の資金調達に規制があったため、銀行借入しかできませんでしたが、直接調達が可能となり、これによって、リース会社の資金調達コストが低下しました。

また、社債等の発行に際しては、資本金の額や経営情報の開示義務などの規定がありますが、他方で、IR活動の活発化、2000年前後の複数のリース会社の上場にもつながります。

一点目と二点目については、リース業界にマイナスの影響を与えましたが、創意工夫により乗り越えてきたと思います。三点目は、資金調達方法が多様化したことにより、リース会社が資金調達で工夫ができるようになりました。また、ALMの高度化に努めていくことを後押ししたと思います。

—— **現在のリース業界に対するご意見、将来の展望について伺います。**

本多 「もの」と「金融」のクロスする分野での一層の優位性の構築、発揮が求められていくと思います。

例えば、オペレーティング・リース取引の拡大、資産管理（アセットマネジメント）業務の進化や付加価値化、再生可能エネルギーや脱炭素化などエネルギー構成のシフトの流れの中で事業機会を捕捉していくことにより、リース会社が事業を拡大していく余地は大きいと考えています。

これらに加えて、DX といわれるデジタル化、センサーや AI の利用、ビッグデータの利用があらゆる局面で進む中、これらを活用した新たな事業、また、業務効率の高度化が求められてくるのだと思います。リース会社としては、現場に近いところにいる強みを活かして、メーカーや商社等との協業とそれらを通じて専門性をさらに深めていくのだろうと思います。

他方で、中小企業経営者の高齢化、後継者不在問題への対応、技術やモノづくりの技能の伝承が危ぶまれています。こうした課題に対処するには、企業再編や廃業の支援、イノベーションを促進して事業を興していく動きが必要と言われていますが、リース会社が金融・法務・会計の知識を活かして支援する、また、中小企業の SDGs の取組みを支援するという役割も期待できると思います。

リース業界の歴史の中で、リース会社の人材層も厚くなり、様々な事業展開ができるようになったと感じます。「ヒューマン・キャピタル」が手厚いということになります。この人的な財産を如何に活用していくかということも大切なことです。

最後に、リース会社には柔軟性があることが特色ではありますが、不確実な時代に突入した中で、企業としての「志」、「存在意義」を認識することも必要なことだと考えています。

—— **現在、日本海事協会において、環境関連や調査関係の業務に携わっていると伺っていますが、リース業界に関連することを伺います。**

本多 日本海事協会(ClassNK)の歴史は、日本の海事全般の発達を図る目的で 1899 年に設立された帝国海事協会に始まります。今日、国内に 20 拠点、海外に 108 拠点を置き、海の安全と環境保全をミッションとする非営利組織です。世界の商船の船級（補注：級を取得、維持しないと航行ができない、保険を付保できない）の約 20%が ClassNK による登録です。リース業界とは、リース会社が所有される船舶に対する船級で、昔から接点があります。

ClassNK は、最近では、風力発電所のサイト認証、温室効果ガスの排出量計測、運送業界における働き方認証、イノベーションへの取り組みを表彰する制度創設など、多様な分野に活動を広げています。海運業界でも脱炭素化と DX の動きが活発化しており、船舶から排出される温室効果ガスを削減する取組みである「ポセイドン原則」にかかるデータ収集等のお手伝いをしています。浮体式洋上風力発電所は、実は、船級の取得が必要になります。

また、航空会社は、航空機から排出される CO₂ を当局に報告することが求められていますが、航空会社が計測したデータを第三者検証機関として検証する事業も行っています。今後、リース業界が SDGs や ESG に関連する取組みの強化や風力発電事業をお進めになる中で、ClassNK がお役に立てる機会は増えるのではないかと考えています。

—— **本日は、ありがとうございました。**