第 12 回
充実した1年3カ月

土岐 好隆
三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社
不動産グループ シニア・アドバイザー
（ARES マスター　M0600064）

住友海上にお世話になったのは1年3カ月と短い期間であったが、三十代前半の脂の乗った時期に、金融危機の暗い雰囲気に包まれる中、多種多様の業務をこなすことができ、大変充実したものとなった。それも、過酷な残業も休日出勤もせず、あれほど多くの業務をこなせたことは、今思うと脳がフル回転していた羨ましい一瞬でもあった。

住友グループといえば、バリバリ営業の厳しいイメージがあったが、実際は正反対。社員に優しく、良い意味でのんびりした社風であった。不動産証券化でのグループ協同プロジェクトがあり、グループ生保、商社の方々ともお付き合いしたが、同様の社風であった。バリバリ系は、一部の金融機関のイメージが強すぎたからだろうか。

労働環境であるが、20時にはオフィス全体が消灯（その後すぐに点灯しますが）。ずっと不夜城状態だった身からすると、20時以降残業している人がほとんどいないオフィスには違和感があった。当然休日出勤もなく、子供をお風呂に入れるなど、初めて父親らしい役割を果たせた。

上司もとにかく優しく、怒号が飛び交う光景は見たことがなかった。何事にも慎重ではあったが、チャレンジには寛容で、前向きな失敗を咎められることはなかった。

処遇面でも年収は倍、退職金も1年強の在籍で8年半在籍した前社の倍であった。どうしてそんな良い会社を辞めるのと皆さん疑問を持たれるだろう。実際本人も全く不満はなかったのだが。

辞めた理由は、第一に、何よりも元気になってしまったこと。そうなると生まれついてのマゾなのか、投資、保証という自らがリスクを引き受ける「受け身」より、アレンジャーとして、関係者の利害調整をし、顧客のニーズを叶える業務に身を捧げたいとの思いが復活してしまった（リスクを一切負わず、案件成就後に顧客か

ら感謝される快感をもう一度味わいたいとの気持ちが強く）。第二に、本邦でようやく不動産証券化の機運が高まり、米国や北の大地の案件でのほろ苦い経験のリベンジを果たしたかったこと。そして第三に、本邦トップの金融機関（東京三菱銀行に転職）で、日本のために、これまで培った知見、経験を思う存分発揮したいとの気持ちが抑えきれなかったためだ。

最後に住友海上時代の、特に印象に残る取組みを3つご紹介したい。

最初はクレジットデリバティブ。当時本邦では、これを取り扱う金融機関は稀であった。当然、実績もなく、体制も全く整備されていない状況であった。一般的に保証してもらう方からの依頼が債務保証の前提となるが、デリバティブの対象企業はよもや保証されているとはつゆ知らず、やむを得ず仲介する金融機関を依頼者とする形で無理やり社内整理し、実行に漕ぎつけた。

当時、日本国でも0.3%以上のリスクプレミアムが乗るような、金融機関が機能していない状況で、これまで融資したくてもできなかった会社を対象に、融資スプレッドの数倍の保証料が得られることから融資部長の太鼓判も頂き、一気に1,000億円以上の残高を積み上げた。また、有難いことに、融資審査一筋何十年のドンに、会社の信用力の見方のいろはを叩き込んで頂いたのも大きな財産となった。

一方で、退職後、体制が整い、クレジットデリバティブとしての取扱いに変更がなされると、一定期間ごとに時価評価を行う必要が生じ、多大なる事務手間並びに時価変動のリスク負荷（市場で取引される対象企業の価格が取引時よりもタイトになれば利益、ワイドになれば損失を計上）を発生させたことについては、ただただお詫びしかない。

第二は診療報酬債権を担保としたCP発行。皆さんも各医療機関にお世話になると3割は自己負担、残りは各医療機関が国民保険と社会保険の支払機関に治療内容を、毎月申請して、1～1カ月半後に同支払機関より支払われることなっている（事業会社の売掛債権と類似）。その短期債権を各医療機関がSPCに売却して、同SPCが期間1カ月物と1カ月半の損保保証のCPを発行する仕組みとなる。

この支払機関は国や各都道府県が管理しているため（支払い主のクレジットはピカピカ）、果たして損保が保証する必要があるのかというのが第一印象であったが、実際には、各医療機関が診療報酬の加点を、医療機関に極力有利になるようアグレッシブに請求（水増しではなく、あくまでチャレンジ）するため、審査の結果債権額が最大10%程度削減される医療機関もあるほど、減額されて当たり前というのが一般的であった。

各医療機関がどれだけチャレンジするかは統計的には処理できず、劣後部分でリスクは吸収するものの、CP償還時にタイムリーな支払いを確保するには損保保証が欠かせないものとなっていた。通常時でも医療機関向け融資には慎重な金融機関が多い中、金融危機の最中であったため、同プログラムへの参加医療機関は数十機関にも上った。毎月CPの発行がなされ、その資金が各医療機関に振り込まれるたびに、チャレンジングな請求には不安を覚えつつも、不安定な世の中で、医療機関に低利な運営資金を巡らせることにより、医療の受け皿を守ることへの使命感に燃えていた。

最後に大手海運会社の船舶ファイナンスへの債務保証。パナマ籍SPCで船舶を購入、別の船

員を雇入れるSPCと傭船契約を締結、同傭船料で、船舶の代金を支払うとのスキームとある。税制メリット享受、事業リスク低減等のための仕組みであるが、船舶ファイナンス自体が未成熟、かつグローバルな金融市場の混乱（特に日本）の中、ノンリコースベースのプロジェクトファイナンスでの調達はできず、海運会社がSPCの借入を保証する着地となった。更に当該貸付を邦銀ができなかったため、海外金融機関にお鉢が回り、同金融機関は海運会社信用力では貸付できないことから、損保の出番となる。損保としてはコーポレート保証なので、会社のクレジットだけみればよいものの、仕組み好きとしては、英語の膨大な契約もついつい読み漁ってしまった。走りではあったが、本格的な船舶ファイナンスに直に触れることができ、大きな財産となった。

お待たせしました。次回よりようやく本邦不動産証券化編が始まります。1,000件以上携わった多種多様な案件のエッセンスを遺憾なく披露します。

乞うご期待！

どき　よしたか

1990 年 4 月大和証券株式会社入社、同年証券化専門部署として新設された証券開発部に配属。1998 年 4 月住友海上火災保険株式会社入社、1999 年 9 月株式会社東京三菱銀行入行、2002 年 10 月三菱証券株式会社（現三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券）入社、現在に至る。
これまで立場変われども、本邦証券化黎明期から、共にその道一筋に歩く最古参、証券化取扱い実績は 1500 件を越え本邦トップ。セミナー講師や協会の委員なども多数つとめる。東京大学経済学部卒。