

第 8 回

スタート!本格的な証券化



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)

本稿も毎月お披露目となり、作家さながらの締め切り間近。ただ、作家はアイデアを絞り出す、こちらは錆びた頭をひたすら叩いて捻り出す。前回は不動産が登場せずのOBショットだったので、今回は証券化と真ん中で勝負する。ただし不動産は？

本邦の本格的な証券化は金銭債権から始まる。なぜ不動産が遅れたかは諸説あるが、バブル崩壊で不動産会社に旺盛な資金ニーズがなかったこと、不動産自体もアセットとして評価できる状況ではなかったこと、縦割り行政から金融の枠組みでの商品化を避けたこと、またテクニカルではあるが、法的安定性に欠ける匿名組合が認知されず、不動産信託も許容されなかったため、発行体が保有する不動産からの収益と減価償却等の費用の不一致(課税所得が発生)が解消できなかったこと等が原因であった。

一方、金銭債権の証券化においても、債権譲

渡の第三者対抗要件を備えるために、債務者への通知承諾を要するという決して超えられない壁があり、結局、国内第一号は米国シティバンクのカードローン債権担保証券の国内発行(サムライ債)となった。

当時、トリプルAでない銀行ではないといわれた日本と違い、シングルAの同銀行にとって証券化は有力な低利調達手法であり、1987年の開始以降、継続的かつ大量に発行していたため、彼らにとって証券化はお茶の子さいさい。証券化対象債権の棄損率が有意に統計処理されるよう、同行の保有債権と相似となるように年齢等の属性の分散が図られたポートフォリオを瞬時に切り出すシステムがあり、債権譲渡日に証券化対象債権を選別し、デラウェア州法に則り設定した信託に譲渡される。当該信託より投資家に販売される受益権、同銀行が継続保有する同順位及び劣後の受益権の3種類が発行され、同順位の持ち分で期限前返済等によるキャッシュ

フローの変動を吸収、劣後持ち分でデフォルト等の信用リスクを補完する見事な構造であった。以前本稿で登場したような優秀な高額報酬の弁護士により契約関連、目論見書、開示書類等には寸分の遺漏もなく、信託を管理する銀行はコスト本位で選定、契約等で揉めることもない。ここで敢えて信託銀行と記載していないのは、米国内では信託は誰でも設定でき、その管理も銀行免許さえあれば誰でもできるためである。しかしながら、当該業務を受託する銀行は、コスト競争に勝利した数行に絞られていた。彼らは、低コストでも採算に合うように大規模なシステム投資を繰り返し、規模のメリットを追求、また業務の効率化と高格付けを維持するために、資金・財産等の管理業務に特化して勝利者となった。残念ながら日本では、信託に限らず、業務を行える会社を監督規制し、競争を阻害してしまったためにプレーヤーが絞られ、相対的に合理化が遅れて一部業務では報酬が高止まりし、(こちらの方が深刻だが)一部では逆に寡占状態でのシェア競争で値引き合戦が激化し、低収益の業務が跋扈する状態に陥っている。業務の効率化と労働生産性の向上が図られていない中で、いくら合併により規模のメリットを追求しても限界があることは否めない。

米国サイドは一月もかからず発行準備が整う一方で、日本サイドは一筋縄ではいかず。発行面では、前々回記載の開示省令適用第一号であったが、幸いにも米国での開示にほぼ準じたフォームであったため、難なく対応できた。問題は販売。既に多くの機関投資家が米国で発行されたカードローン担保証券に投資していたので、問題なく受け入れて貰えるかと高を括っていたが、やはり日本人の初物恐怖症の壁は高かった。同じリスクの商品で、敢えて相違を挙げれば円スワッ

プを発行体か投資家のいずれが対応するかの点だけであったが、いざ投資となると米国経済悪化懸念とかそもそも米国人はカードのデフォルトが多いとかいろいろと投資しない理由が編み出され、需要はなかなか伸びなかった。投資家の窓口(アグレッシブな海外投資セクションと安定的な国内セクション)によって判断が異なるのは残念であったが、販売のプロたる証券会社がそこを理解できず、需要を読み切れなかったのが更に問題であったのだ。

結果的に、海外でも仕組み債券は同じトリプルAでもコーポレートに比べると多少プレミアムがつくが、今回は上記需給から2ノッチ程度低いシングルAレベルのスプレッドに帰結した。割高なコストだと調達しないという同銀行を説き伏せるために、しわ寄せは引受販売手数料の圧迫になり、以降、業者にとって証券化は、労多くして益少なしの商品に成り下がってしまったのだ。また、携わる関係者の負荷も半端ではないため、コスバが悪い分野(労働生産性の低い業務)になっている。その後も証券化ファイナンスは、銀行借入との比較にも晒され、引受販売手数料は下がることはあっても上昇することはなかった。

気持ちを入れ換え、第二弾、大手信販会社による自動車ローン債権担保ユーロ円債の発行に嚆を渡す。その仕組みは、本邦の東京支店で自動車ローン債権を買い受け、それを担保にケイマン本店で円建てユーロ債を発行するもので、債権譲渡のファイリング制度は整ったが、金銭債権を担保とした証券が有価証券と認められる直前であったため、この形態となった。同時に、初の国内法準拠の債権譲渡の契約、悪名高き表明保証や補償条項の日本語版がデビューする。

このタイミングでもう少し分かりやすくする選択も今にして思えばあったかもしれないが、米国本場仕込みで、各条項の意味だけでなく、なぜ必要かまで理解している英文契約オタクには、当時そのような気持ちは微塵も起こらなかった。

案件執行もさることながら、悩まされたのが時差と書類のやり取りである。時差はロンドン9時間、ケイマン14時間。不夜城では(当然電子メールもなく)うなり声をあげるハードワークのファックス機がとめどなく書類を吐き出す。発行

周りの書類はなぜか感光紙対応だったため、猛スピードでくるくる回る書類もあふれ出し、あたふたとかき集め、丸まりを伸ばしてはコピーする力業の連続、新聞切り抜きで培った神業は全く発揮できなかった。

各書類は修正点だけが送付されるので、業務進行とファックス量は反比例し、条件決定で終了のホイッスル。故障せずに最後まで運んでくれて有難う!と当時ファックスを労う余裕があったかどうか。

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。