

## 第9回 悲願

# 初の国内完結の証券化



### 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)

静まりかえった早朝、バイクのエンジン音がだんだん大きくなる。「カット」とバイクが止まり、「ガッサ」と押し込む音。静かに寢床を抜け出し、ドアを開けて郵便受けに猛ダッシュする。無理やり取り出した朝刊の紙面から、本邦初の自動車ローン証券化の大見出しが目飛び込み、記事中に「大和証券」の文字を確認すると、熱い雫が頬をつたった。ようやく辿り着いた本邦完結の証券化をトップで成し得た喜び以上に、これで早朝バイクの音にビクビクする毎日から解放される安堵感が大きかった。

圧倒的な知見・経験から、本プロジェクトはぶっちぎりでゴールテープを切れるはずだった。しかし原野を開拓する一番手特有の産みの苦しみと、自動車ローンやリース債権等の資産担保証券を証券取引法上の有価証券と認定する「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」(特債法)の施行の遅れから、二番手の大手リース会社のプロジェクトに猛追され、最後は薄氷の勝利と

なった。新聞に「リ」という文字が見えると震え上がる日々とも、これでさよならできる。昔、国会で「一番である意味があるやなしや」の論争があったが、ハードワークで薄給の職人には「本邦初」が唯一の称号で、それを認定する審判がない中、日経の一面で取り上げられることがその証明であった。

今や常識となっているが、本案件で倒産隔離、破産申立権の放棄等の本邦法律下での有効性を、どのような文言、書面、意見書等でカバーできるかを網羅的に整理し、エッセンスを目論見書に入れ込んだ。もっとも、特に強力な会社更生手続下での真正売買性、詐害行為の論点は完全には整理し切れなかったが(近未来の金融危機時に問題が顕在化し、10年後の不動産証券化においても議論が再燃することになるとは当時は想像もしていなかった)。

スキーム上の最難関はSPCに課税所得を発生させないことであった。SPCとはいえ、課税上

の優遇はないただの株式会社であったため、税務損益の完全一致が至上命題となるが、自動車ローン特有の買替等による期限前返済のペナルティ等で、想定キャッシュフローは相当ぶれる。そのぶれる収益を消し込むのが、オリジネーターが保有する劣後部分の利息相当となるが、想定最大収益を劣後金利とすると出資法上の上限金利を遥かに超えてしまう。また、ユーロ債発行で利用した、ぶれる収益を収益連動利息とするやり方では、本邦税法では規則性がない利息は配当と認定され、先に法人税が課されることになってしまう。八方塞がりの中、悩み抜いた末に天からアイデアが舞い降りた。そもその原点である、物の売買と割賦支払いに立ち返り、劣後の利息

を自動車ローン債権売却代金の繰延べの対価と定義付けた。若干無理のある建付けであったが、法律(特に出資法上の上限金利規制を逸脱する取組みではない)、税務(劣後保有するオリジネーターが証券化実施後もほぼ同額の課税があり、節税の意図がない)ともにクリアされた。話は、またしても横道に逸れるが、本案件成就の少し前の超多忙中の結婚式当日。披露宴、二次会と乾杯を挑まれば、必ず返杯。そして意識朦朧、夢の中へ。どのような夢を見たかは定かでないが、目覚めの第一声が「SPC」だったとか。同様に超多忙中に、第一子を授かったが、このような状況を見兼ねて、妻子は半年も実家から帰らず。たまたま夜泣きの話なんかしようものなら、即座

オリエントコーポレーションは自動車ローン債権を担保にした資産担保証券

## 国内初の資産担保証券

オリコ、7月に300億円発行  
債権流動化、本格化へ

(ABS)を、国内で初めて七月に三百億円公募発行する。規制緩和で四月に国内発行が認められたのに伴うもので、オリコは担保資産の高い信用力を背景に低コストの資金調達できる。個人が利用したクレジットなどの債権を裏付けとした有価証券が取引される本格的な資産流動化が日本でも始まる。

オリコは個人らが自動車を購入する際のローンを扱っており、自動車ローン債権の残高は約一兆三千億円ある。このうち優良な自動車ローン債権を担保に三百億円の資産担保証券を発行する。現在、ローン債権を買い取って証券を出す特別目的会社の設立準備を進めており、大蔵省、通産省の認可を得たうえで発行に踏み出す。

オリコの社債格付けは平均的な水準を下回るダブルBプラスだが、資産担保証券は優良な担保を付けているため格付け会社から最上級のトリプルA格を得られる見込み。投資家に商品の信用力の高さをアピールし、低利の資金調達をする。投資家もトリプルA格の社債よりは、やや高い利回りでの資金運用ができる。

具体的には三百億円を三、四本の証券に分けて、大手投資家向けに販売する。平均年限は三～四年程度になりそう。オリコでは「長期プライムレイト(最優遇貸出金利)を〇・二～〇・三%下回る利回りで資金調達したい」といふ。

にキレられる。脱線は若き日の仕事中毒への反省ではなく、このアイデアは朝シャワーを浴びている時に閃いたもので、学生時代から、「フラットに情報を流し込み、一晩熟成するとひらめきは目覚めた後にやってくる(筆者言)」を実践し、相当効果があったので、是非皆さん、壁にぶつかった時にはお試してください。

実務的には、会計士に代表を務めてもらうSPC管理のシステムも構築し、以降継承されることになる本邦証券化の枠組みが完成した。

コスパが悪い夜なべ業務の元凶とはなったが、発行会社、証券会社、各プロフェッショナル、格付機関等携わるメンバーは皆、中島みゆきの歌が流れる「プロジェクトX」しながら懸命に取り組んでいた。誰一人ヘッジしたり、自身の利益だけを追求したりすることもなく、全員の知恵を振り絞ってゴールに向けて幾多のハードルを飛び越えていった。マニュアルも航海図もない中、恥じることもなく問題点を出し合い、潰し込んだ。そのXの最大の救いが「日本初」だったのだ。日経一面での掲載、その後の条件決定に至り案

件が公表されると、関係者はお互いを称え合い、歓喜の渦に包まれた。自己満足かもしれないが、全てが初挑戦であったため、喜びもひとしおであった(若さ故の感動だっただけかもしれないが)。

海外とは異なり、ビジネス特許もない中、苦労して積み上げた証券化のノウハウは瞬間に伝播した。上記の自動車ローン債権証券化の案件も第三号からは銀行系証券が参入し、回を重ねるごとに銀行系証券のシェアが上昇していった。結局、名は取れたが実は得られなかったのだ。証券化ビジネスでは、スポンサーとの緊密さから銀行には敵わないと悟った。

金融資産の証券化は、その後金融不安が大きくなる中で、発行体、そして対象債権も一気に拡大した。調達優先で不安定なスキームも増えていき、マーケットへの危惧が膨らむ中、人生の岐路となる最も悲しい運命の日を迎えることとなる。

#### 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。