

第 10 回

悲哀 証券化人生の岐路



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)

全身脱力感に苛まれ、ふとまどろむと、何かうなされるように目覚める — そして涙が止めどなく流れた。心配して自宅を訪れた部下も眼中になく、何度もそれを繰り返した。

むせび泣く、涙が枯れるまで、嗚咽 — 泣き方にもいろいろ表現はあるが、この時すべてを体現していたのでないか。昔から泣き上戸で、幼稚園の時には「泣いた赤鬼」、小学校の時は「ごんぎつね」の朗読で、人目をはばからず涙を流した。学生時代には、太宰やドストエフスキーに感涙し、社会人になっても映画「ゴースト」で号泣して、「一緒に映画に行くのは恥ずかしいから、いや」と家内に言われる始末であったが、それまでの 30 年ほどの人生で、こんなに泣いたことはなかった（恥ずかしながら、大学不合格の時よりも）。

遡ること 1 週間前の 1997 年 11 月 14 日、北海道拓殖銀行のアパートローン債権担保ユーロ円

債が発行された。翌週 17 日・月曜朝一のニュースで、同銀行の破綻が発表された。時代は金融危機真っ只中、証券化による本調達ができないと資金繰りが危ういこともうすうす知らされていたので、無事調達でき、ひと山超えたと認識していた矢先のことだった。極めて残念ではあったが、証券化アレンジャーとしての真骨頂である SPC の倒産隔離が機能し、連鎖倒産しないことの初の実証機会となった。

当初より万全を期していた。法律面ではこれまで研ぎ澄ました枠組みを採用、債権譲渡も登記に留まらず、担保となっている物件の抵当権移転のためにアパートローンの債務者全員から書面の承諾を得た（行員の方々に菓子折りを持って一軒ずつ回ってもらったが、道民の方は、北海道のためと快くご対応頂いたと聞いていた。また、結果的に、対象物件の処分価値まで評価の対象となる国内初の本格的な不動産の証券化案件となった）。

物理的な債権回収も、対象債権の口座データ等を切り分け、第三者であるサービサーに移管し、銀行が破綻しても業務が滞ることがないよう対応した。このような完璧な対応もあり、17日の午後一には早くも米系格付機関より、本債券に同行破綻の影響は一切なく、トリプルAは変更なしとのリリースがなされた(証券化商品では異例の速さであった)。同行の方々には誠に申し訳ないが、これが証券化商品の組成者、職人としての至福の瞬間だった。

金融危機の中、日本国内での金融機関の資金調達は日に日に厳しくなっていた。完全には証券化商品が根付いていない本邦では、オリジネーターの信用力に投資家の需要が左右されるため、当初から米系格付機関から最上位の格付けを取得したユーロ債発行での調達を目論んだ。当時、本邦金融機関が相次いで格下げされる中、最上位格付けを取得している円債へのニーズは思いの外強く、誰もが知る最上位の格付けを有する欧州の金融機関が50億～100億円レベルで購入した。グローバルに業務展開する欧州の優良金融機関の多くは、運用資産の通貨分散を図り、かつ自身の信用力維持のために、高格付けのデットへの投資を運用方針としていた。全てが上手く行ったと思っていた — 数日後、預金保険機構による債券買取が決定するまでは。

残念なことに、当時信用劣化による資金調達の困難性から証券化が一気に花開き、かつ資金需要の緊急性から、安易な証券化が横行していた。証券会社も質より量で、目先の収益に走ってしまった。つまり、オリジネーターが商品の保証類似行為をしたり、第三者対抗要件の未完備等、法的に不完全なスキームがスタンダードとなっていた。当局も多数案件の不備は理解していたため、法廷論争に陥る前に、残念ながら

スキームの詳細を検証することもなく画一的な処理を行い、唯一完璧なスキームも巻き添えを食らってしまったのだ。預金者を守るだけでなく、金融市場の混乱を避けるために証券化商品を買取ったのは、政府の英断ではあったが。

これに対して、欧州投資家は「最高の投資機会を奪われた。なぜ買い取られる？スキームに欠陥があったのか」と烈火の如くお怒りになり、当然のその矛先は当局ではなく販売証券会社に向けられ、ロンドンの販売サイドは商品組成をした東京の責に、そして東京ではプロジェクトリーダーだった小職の責任へと帰結した。

サラリーマンとしてプロジェクトの失敗をどやされることは止むなし、と諦められたが、似非証券化職人の未熟な商品組成によって、大学時代から追い求めた証券化に対する理想が脆くも崩れ去ったことが、この止めどなく流れる涙の原因であった。この悔しさは、この先証券化に向き合うスタンスを大きく変えた。一方で、心優しい道民への恩返しは、25年以上もの時を経て、北の大地初の私募リート立ち上げをサポートすることによって達成されたのだが！

この債券の商品性にも少し触れたい。アパートローンは長プラ、新長プラ等の金利をベースとした変動ローンであるが、当該ローンをスワップなしで(キャッシュフロー分析による劣後補完により)、円LIBORの変動利付債として組成した。米国修行時に手掛けたアパートローン債権のコンセプトは十二分に活用したが、そもそも米銀と異なり、過去データの整備もなされていないため、アパートローンが開始された1970年代からのデータ(ジュラルミンケースが山と積まれる多さ)を10台にも満たない旧式コンピューターを24時間酷使して分析した(コン

ピューター同様、我らも 24 時間稼働していたが)。同様に円 LIBOR についても創設からの変動、長期金利との関連性を分析した。米国では、金利の変動と期限前返済に強い関連性があり、分析は比較的容易であったが、本邦では金利よりも借り換えキャンペーンへの連関が強く、分析には相当苦勞したが、何とかトリプル A 取得に漕ぎつけた。

この後、張り詰めていた糸が切れたのか、肝炎になり、1 カ月床に臥した。復歸はしたものの、当時はまだ若かったのか、証券化に対する情熱は一旦消滅した。

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。