第 17 回
元祖回転型ビジネス

土岐 好隆
合同会社レブサム 代表社員
（ARES マスター　M0600064）

皆様、1回お休みして失礼しました。筆者が想定している以上にご愛読いただいているようで、「もう終わりですか、残念です」と多くの方からお声をいただきましたが、前回は 2000 年代に突入したばかり、まだまだ続きます。前々回にも少し記載しましたが、最近目が視えなくなったのは緑内障が急に進行していたようで、11 月初頭に緊急手術を受けました。現在眼球にストローを通し、しっかり空気は通るようになりましたが、空気が通りすぎる結果、眼球が紙風船のような状態で、忘年会真っただ中にもかかわらず、アルコールは一切飲めずの状態です。これまで働いて働いて働いて参りましたが、これからはアルコールなしで働いて働いて働いて参ります。

今回は大手不動産会社（以降「A 社」）とともに歩んだ元祖不動産の回転型ビジネスについて記載する。銀行入行間もなくまだ緊張感も抜けない中、A 社の担当から、「不動産の証券化によって数百億円の調達を真剣に検討している、君が来るのを待っていた。」という話をもらった。これまで大手企業にとって証券化は調達コストが高くそもそも聞く耳も持ってもらえなかったのだが、さすが天下のメガバンク、顧客への食い込みが違うものだなとも思い、外部コンサルも使い数週間じっくり練り上げて勇んで提案に向かった。面談の相手方は A 社の調達サイドの面々であったが、説明を進めるとなんとなく雲行きの怪しさを感じた。そして提案が終わった後、第一声「お金は貸していただけますよね。不動産証券化はコストも割高で、まったく検討していません。」と冷や水を浴びせられ、暗い雰囲気で帰路についた。すると担当も焦ったのか、「今度は大丈夫だ。」と A 社の事業部の面々を紹介された。こちらの方はまさしく待ち人来る、という状況ですぐにでも不動産証券化に着手したいとのニーズがあった。A 社のビジネスモデルは同社のお膝元以外の開発については自社のバランスシートを使わず SPC で開発し、完成後 REIT に売却するというモデルだった。同ビジネスモデルは現在多くの企業が目指す不動産の回転型ビジネスそのものであった。

A 社が最初に実現したのは分譲マンションの開発案件であった。当時 GK-TK スキームはまだなく、倒産隔離をするためにケイマン SPC（チャリタブルトラスト（慈善信託））の出資によって SPC を設立した。A 社はとても慎重な会社でありかつ本件が最初の SPC 案件であったことから、資料の精度は最大限の注意を払う必要があった。最初はチャリタブルトラストの概要を記載してほしいとの要請であった

が、知らず知らずのうちにチャリタブルトラストに関連する英語の契約書や資料の全訳にエスカレートした。着手するタイミングが良かったのか？ たまたま正月三が日であったため、今だと考えられないが、正月早々銀行に出社し、当作業を仕上げた。本作業を通じ、当時チャリタブルトラストは特定の慈善団体に寄附することを前提にした仕組みだというふうに説明がなされていたが、実際には具体的な寄付先の団体名の記載はなく、金が余った際に例えば慈善団体に帰属させるような緩い仕組みであることが初めて分かった。最初のSPCでの開発案件を成功裏に終え、その後秋葉原駅前ビルの開発を手始めに、オフィス・賃貸マンション・サービスアパートメント・商業と数多くの物件をSPCで開発しREITに売却するというビジネスモデルは見事に成功を収め、小職はお抱えエクゼキューターとしてリーマンショックまで、丸の内と大手町を走り回っていた（余談であるが、本件のA社の担当者は現在この不動産会社のベリートップです。）。

最後にA社の象徴的な開発プロジェクトを紹介したい。九段下の某銀行本店跡地の開発案件である。当時不良債権処理としての入札案件であったが、恐らく他に札が入らず、A社と日系不動産会社のB社、外資系金融機関のC社での3社のコンソーシアムで落札した。A社のポリシーとして、可能な限り多くのノンリコースローンを利用したいことと、A社以外の2社はエクイティ出資額を抑えたいという事情があり、ファイナンスを3段階に分けた。第1フェーズは某銀行が撤退するまでの1年間超を銀行がテナントとして賃料を支払うことを前提としたノンリコースローンを可能な限り調達し（全体の50%、シングルA格付取得）、足らず部分を少額のエクイティ、およびコーポレートリスク見合いのB号ローンで埋めた。当該B号ローンは万一物件を売却せざるを得なくなった際、物件売却額でローンを償還できなかった差額を追加出資する条件のローンであった。当該ローンについては当初損失額が確定しておらず、3社が同様のリスクを連帯して同額を負うため、国際会計基準上も当該SPCは3社いずれの連結にもならないという画期的なスキームであった。第2フェーズは開発段階であり、許認可を取得するまでは全額コーポレートのB号ローン、許認可取得後はA号ローンを復活させる仕組みであった。第3フェーズでは結果として不動産の評価が大きく上がったため、B号ローンは非常に少額で済んだ。最終的に当該物件はREITに売却され、3社はエクイティ出資額の何十倍の開発利益を享受した。スキーム自体は非常に綺麗であったが、アドバイザーとして1点大きな宿題を与えられた。B号ローンはコーポレートリスクに依拠しているものの、レンダーとしては3社の中で最もクレジットの良い会社のスプレッドしか要求しないため、最もクレジットの良い会社からすると他2社に対して経済的便益を与えているとの主張があり、その便益を他2社からしっかり獲得するのは同スキームを開発したアレンジャーの責務ではないか、との申し出である。当時絶対的な基準がない中、クレジットデリバティブと格付機関の倒産確率、銀行の行内格付等を参考にしてロジックを作り、なんとか他2社を説得したが、「アレンジャーは辛い商売だな。」とその時はしみじみ思うのだった。

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、2025年7月合同会社レブサム設立、代表社員。
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。