

第 27 回

大きなものから小さなものまで



土岐 好隆

株式会社レプサム 代表取締役会長
(ARES マスター M0600064)

ここ何回か冒頭が不健康な話のため、初対面の方からも「お体は大丈夫ですか」とご心配いただくことが多い。申し訳ないが、今回も不健康話から始まる。おそらくインフルエンザであろうか、40度弱の熱が出たり下がったりを繰り返し、年齢のせいか治りも遅く、丸々1週間寝込んだ。回復すると長い睡眠タイムに入るのも恒例で、三連休の秋空はテレビの画面でしか見られなかった。

夢と言えばSPCやスキームしか見たことのなかった超ショートスリーパーの私も、これだけ寝ると、さすがにいろいろな夢を見た。新たな人格として様々な局面にぶち当たり、それを打開していくストーリー性のあるものが多かった。新たな発想につながる頭の整理かと期待したが、最近ハマっている異世界もののアニメそのもので、画面が夢に変わっただけかもしれない。締切りを過ぎた本稿も夢の主人公が仕上げてくれればと願いつつ筆を執る。

前回触れた通り、UFJつばさ証券との統合に伴い、私は20名以上のメンバーを抱える課の課長となった。夢にまでストラクチャーが出てくるSPCマニアの証券オタクにとって、マネジメ

ントは想定外だった。お客様のニーズをスキームで具現化することを一生の仕事にしたいと考え、打診を固辞した。しかし上司から、「先方には三菱への警戒感がある。三菱色がなく、事実上、課長として三菱側をまとめてきたお前しか適任はいない」と説得された。そこで、「そもそも契約には、マネジメントを想定しないという条項がありましたよね」と返すと、上司はにやりと笑い、「ごめんね。証券へ転籍した際の新しい契約では、その条項はなくなっているよ」と言った。多忙な中、「従前通り」と説明され、ろくに確認せず判を押していたのだ。完全に一本取られたと悟り、最終的には喜んで引き受けた。

今では契約書の文字を読むことさえつらいほど衰えた視力と体力を思えば、職人一筋を貫く未来は想像しがたく、課長を引き受けたのはまさに幸運だったと心から感謝している。

* * * *

合併年度も最終月の3月を迎え、案件は2005年3月ほどではないものの多忙な最終局面に入っていた。3月半ば、大手デベロッパーの開発実務責任者と銀行担当者が突然来訪され、統合した金融機関の大手町の拠点ビルをSPCで購入したいので支援してほしいと依頼されたのである。

総額は1,500億円超、実行日はわずか16営業日後の3月末だという。

同席した担当者は、当然その場で断るものと思っていたようだ。しかし私は、担当者にSPCの設立が間に合う見込みを確認したうえで、関係者が増えれば到底間に合わないと判断し、エクイティ投資家は大手デベロッパーのみ、1,000億円超のローンは銀行単独とした。また、3月末時点では完全なノンリコース化が難しいため、一定のリコース条項を設け、同月末以降に完全なノンリコースへ移行することを条件に、その場で引き受けた。面談後、担当者から「本気ですか」と問われたが、万一間に合わなくても購入自体は行われる。ならば、数%でも可能性がある限り全力を尽くそうと、上司に相談する余裕もないまま銀行担当者と突き進んだ。

幸い、実行は3月末に間に合った。ただし、統合した銀行のビルであるため、会計上の5%ルール適用が前提だった。監査法人からは、実行後6か月以内に5%を超えるローンをセルダウンすれば、オフバランス化に問題はないとの見解を得ていた。そのため、本来なら一息つける4月以降も、セルダウンに力を注いだ。

セルダウン先は主に地銀とした。地銀の東京支店は弊社が拠点を置く神田周辺に多く、今もこの辺りを歩くと当時を思い出す。当時、多くの地銀はノンリコースローンの経験こそなかったが、検討体制を整え始めている段階であった。東京の超優良物件で、超大手デベロッパーをスポンサーとする証券化案件を自行の第1号とする意義は大きかった。想定した地銀の大半が応じ、セルダウンは約3か月でほぼ完了した。

本件を契機に、丸の内・大手町の巨大ビル群では、同社初の開発型証券化と同様、リスクを一定程度抑えつつ、稼働時と開発時でファイナ

ンス手法を使い分けて取得・開発が進められた。現在の連鎖開発の成功に、スキームの提供を通じて一端を担えたことを、心から誇りに思う。

* * * *

一方、統合により銀行の相談窓口が倍増し、得意分野も広がったことで、従来はあまり扱わなかった物件や地域、規模に関する相談が急増した。

例えば、バイク販売店では、1店舗当たり1億円未満の複数店舗を一括して流動化した。各店舗は売却を前提としておらず、顧客向けの設備に加え、技術者が24時間滞在できる居住スペースも備えていたため、杓子定規な証券化は難しかった。顧客の利便性を高める用途自体に問題はなかったが、当初想定した建物との相違点を改修・改善し、流動化にこぎつけた。

もう1つは、関西にある典型的な町工場の証券化である。資産規模は正確ではないが約7億円と記憶しており、SPCを用いた本格的な証券化としては、当時最小規模だったと認識している。当時は、オリジネーターがエクイティの5%を拠出し、賃料で返済するコーポレートローンを担当拠点が十分に支援できれば、シニアローンは証券側で必ず調達するという慣行がまかり通っており、本件もその条件を満たしていた。ただ、証券化の目的が明確でなかったため社長に尋ねたところ、有利子負債を削減し、将来の銀行借入余力を確保するために必要とのことだった。社長は証券化の役割と仕組みをよく理解していた。全体の資金調達コストも同社の調達コストを下回り、事業が盤石であることも確認できたため、他の金融機関からノンリコースローンの提供を受け、案件は非常にうまくいった。

地方でも、コストに厳格でSPCのような形か

ら入ることを是としない方々が少なくない中部地域からの相談が一気に広がった。また大阪では、これまで携わってきた案件は地域を代表するような大型プロジェクトが中心で、大阪の方からすると「それは大阪やない」と言われる物件であったことを思い知らされる。そしてコテコテの大阪物件の証券化で、ファイナンスの枠組

みよりも物件自体をいかに証券化の対象に対応させるかに心血を注ぐことになる。

今回はコテコテの大阪話と、2006年以降担当した公募REITの古き良き時代の話を読ませていただく。次回こそ、秋の青空のようにすっきりした体と頭で、締切りに余裕をもって臨みたい。



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月合同会社レプサム設立、代表社員。現在、株式会社レプサム 代表取締役会長。

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。