第 28 回
遵法性には要注意！



土岐 好隆
株式会社レブサム 代表取締役会長
（ARES マスター　M0600064）

皆さん、大変ご心配をおかけいたしました。ようやく体調も落ち着き、今回はまともな状態で筆を執る。本稿で少々盛り過ぎたせいか重病説まで流れたが、まだまだ連載は続くので、お付き合いいただきたい。

最近は「お体は大丈夫ですか」との前置き付きのご相談が相当増えた。金融環境の激変でファンド組成に四苦八苦されているようで、困った時の土岐頼みではないが、様々な局面でファンド組成に携わった経験に期待されているのだろう。

確かに足元は、2005年以降、金利や賃料が急上昇し、不動産価格も一段高となってファンド組成に苦慮した当時と相似している。建築コストが下落基調で開発型ファンドが一気に増えた点は異なるが、その開発型がリーマン・ショックで討ち死にするとは、当時は想定していなかった。ただ現在は投資家層が断然違う一方、情報の非対称性も低下し、この人は投資しそうだという情報はすぐ広がる。今は投資してくれそうな方々へのお願い詣でが繰り広げられ、3月末に向けてこの状況は変わらないのではないか。最終的にはソリューションよりもAIにはできないリレーションが重要で、こうした事態に負けないよう、普段から頭を下げ、低姿勢で臨みたい。

＊　＊　＊　＊

前回予告したコテコテの大阪話である。まさしくコテコテの大阪の不動産会社が、自社保有物件の流動化をもくろんだ。同社初の流動化で、ファンド形態でエクイティ投資家も集める不退転の取組みであった。エクイティはMUFGファンドが相応の部分を出資して予定金額が集まり、ローンも当時はレンダーが総じて積極姿勢で問題はなかった。

ここで泣かされたのが物件周りの事情である。大阪では、建築確認は7階建てなのに倍の14階程度が建ち、不動産会社が処分されたという突拍子もない事例もあったが、本件はさすがにそこまでではない。全国区でよく見られる遵法性違反は、雨に濡れないよう商業施設の入口から駐車場まで屋根付きの通路を設けたり、賃貸マンションのゴミ置き場に屋根を設置したりといった、心のこもった対応によるものだ。ところが大阪では、どの次元までなら許されるのかというギリギリの勝負が繰り広げられる（大阪の方々には多少過激な表現となっているが、斟酌いただきたい）。少しでも貸し床を増やすため、取り外しの効くメザニン床に荷物を置くくらい

はかわいいもので、知らないうちに地下駐車場が店舗に、ベランダがテラス席に変容している事例はザラである。テナントもお客様向けのスペースを広げるためバックヤードに物を山積みし、非常口等が開かない状態も頻繁に見られた。

当時は不動産価格に過熱感もあり、当局が特に信託銀行の受託物件の遵法性を厳しくチェックするよう求めていた中、本件は先に述べた事例がてんこ盛りの物件群であった。人命に関わる消防法上の問題は流動化以前に治癒が必要なため、若手も動員して非常口の荷物を移動し、建築確認申請と異なる仕様は、テナント退去時に申請どおりに戻すことを誓約事項として何とか対応した。当時証券には物件のバリュエーションや精査のため鑑定士もメンバーに加わっていたが、どこまで治癒すれば信託銀行が受託可能かという点で大活躍し、以降、物件周りでは攻めより守りの役割が中心となっていく。

整理は流動化直前まで続いたが何とかクリアし、流動化後も治癒の対応状況を一定期間ごとに厳格にモニタリング・報告した。この経験はマニュアルやチェックリストに残り、翌年の当局検査では、それまで何かとお小言続きであったのが、他の証券会社には全くない管理体制として「素晴らしいですね」とお褒めいただき、苦労が報われたのであった。

翻って現在、流動化時の遵法性は、エンジニアリング・レポートの星取表を作るがごとく、すべてをしっかり対応しなければならない相当厳格なレベルに至っている。しかも信託銀行だけでなくノンリコースレンダー等も一様に厳しくチェックし、二重三重となっている。あえて緩くする必要は全くないが、人命に関わる消防法上のものや法律違反は流動化前に早急な対応が必要である一方、それ以外は、なぜ必要なのかをもう少し深く考えたうえで対応すべきではないかと一言申し上げたい。他方、流動化というフィルターを通った物件が厳しいチェックで改善されていることは、日本の不動産全般にとって非常に良いことだ。ただ、フィルター外の物件はどうかと言えば、若干疑問で、時折痛ましい火災・事故も発生している。国全般として、多少厳しい対応も必要ではないか。

＊　＊　＊　＊

話は変わるが、2005年、2006年は、2000年初頭に手掛けた事業会社の流動化がちょうど出口を迎えるタイミングでもあった。当初の流動化時は金商法が施行されておらず、AM会社の設置は必須ではなかった。一方、出口の段階では金商法が施行されていたため、リファイナンス等ではなくSPCを畳むだけでも、信託受益権の処分にかかる助言としてAMの設置が必要ではないかという議論があった。結果的には保守的な選択をし、グループのAM会社と共同でSPCを畳むことになった。

当初は自然体で臨むつもりであったが、各銀行の営業店で、SPCを畳む時にも一定の収益が得られるのではないかという議論が巻き起こった。ある事例で事業会社との交渉により一定の収益を収受すると、その情報は一瞬のうちに全国展開され、SPCの出口対応という特需が多数発生した。大阪のある事業会社の財務部長からは「入口でもフィー、出口でもフィー。まったく土岐さんにフィーを払うために証券化したみたいなもんですね」と嫌味を言われたが、返す言葉が一つも思い浮かばなかった。

また事業会社の一部からは、5年の流動化の終了時にリファイナンスを望む声も聞かれた。ただ、その前提として、物件の遵法性がその時点の基準をしっかり満たすことが求められた。

2000年初頭の流動化は自社仕様かつ第三者に売却しない前提で、使い勝手優先のため、厳格に言えば遵法性に問題のある部分が相当あった。リファイナンスのためにそれを大きく変更するのは相当の重荷であり、その観点から諦めるケースも当時は多かったと記憶している。

2005年、2006年は不動産・金融マーケットとも順調で未来は明るく見えたが、2007年頃になると少しずつそのひずみが露呈し、リーマン・ショックへと移行していく。今の状況を多少リーマン・ショック以前と重ねておられる方々もいると聞く。

次回は是非、この辺りを詳しくお話しさせていただきたい。

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 月合同会社レブサム設立、代表社員。現在、株式会社レブサム　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。