

第 14 回

不動産証券化の発展は、
偉大な会計士の先生方のお陰です！

土岐 好隆

合同会社レブサム 代表社員
(ARES マスター M0600064)

年甲斐もなく病も忘れて、起業後猛ダッシュしたせいか、4月以降の連日連夜の慰労会の疲れか、はたまた酷暑のせいか、7月中旬から病がぶりかえし免疫が大暴れ、階段の昇降もできない状態に。やむを得ず担当医とも相談し、入院当時に使っていた最強のステロイド接種に切り替え、痛みを感じない完全なドーピング状態に（痛みを忘れてるうちに弱った筋肉を運動で取り戻す療法）。昔トップアスリートが筋肉増強剤を利用して凄い体を作った原理を身をもって体験中である（副作用は半端ではないが）。残念ながら頭は全く強化されないので、今回も頭を捻りながら思い出話に花を咲かせようと思う。

前回の続きからになるが、当時はデット調達不動産証券化のベースだった。今回は、ある事業会社で事業が想定通りにいかず減損となるため、その補填として、本社移転の意思が全くないにもかかわらず、益出しのためにSPCに

売却する「田町駅前A社本社流動化プロジェクト」と、大手保険会社による大手町のビルワンフロアのSPCによるアクイジションファイナンスを紹介する。

当時の流動化では5%ルールや明確な連結基準がなかったので、監査法人のスタンスが流動化のスキームに最大の影響を与えていた。残念ながら当時は明確な監査法人としてのポリシーはなく、他の事務所のスタンスは気にするものの最終的にはパートナーの意向次第、事務所の中ですら意思統一が取れておらず、全く融通が利かなかった。大きな方向性としては、SPCを利用した流動化は特別な取引として欧米の基準に準じて取り扱おうという監査法人と、伝統的な不動産売買取引に準じて処理しようとする監査法人に大別された。

前段のA社の案件では最も厳しい監査法人がついており、物件を保有する会社が流動化後1円たりとも出資するとオフバランスは認めない

というスタンスであった。やむを得ず、SPCにはA社の兄弟会社であるB社に単独出資してもらい、優先交渉権等はないものの、暗黙の了解で将来的にはA社が買戻しをするといったスキームでの取組みとなった。同案件の最大の特徴はデットを格付取得した社債発行にて調達したことであり、A社には東京三菱銀行、B社には第一勧業銀行がスプリットしてFAを担っていた。兄弟会社とはいうものの、売りと買いで利益相反する立場であったことから、それぞれのFAが互いの有利性を認識してもらうため見栄を張り合った結果、ミーティングは常に緊張感が漂うものであった。詳細はお伝えできないが、B社には東京三菱に対する特別な感情があったようで、なかなか胸襟を開いてくれなかったが、小職が転職組で東京三菱の色が非常に薄かったこともあり、B社のキーパーソンとかなり深い会話ができ、最終的には兄弟会社として波風立てずにうまく着地してほしいとの申入れを受けるに至った。前回も登場いただいた当時の第一勧業銀行の担当者(現某REITの副社長)とは、案件成就のために速やかに格付を取得し調達することが重要だとのポイントで完全に意気投合ができたほか、信託銀行という「共通敵」も2人の仲を深めるきっかけとなった。本件の信託の担当者は非常に頑なな方であり、信託＝物件所有者であるプライドを強く持ち(当時一般的であった)、いつも六法全書片手に「信託法何条では～」というのが口癖。実際に信託銀行は形式的な所有者でしかないので、フィーがもらえないのであれば信託解除を行い受益者に物件を渡してしまうというようなタイプの人であった。ご高説は文句を言わず拝聴しつつも、A社B社経由の担当者に事情を説明し、信託銀行を仕切ってもらい、ゴールにたどり着いた。

一方で本社ビルの証券化(米国では最も困難とされていた分野)を成功させるための建付けにはしっかりと対応した。例えばA社使用床を一般貸しするための改装コストや、リテナントにかかるコストは保守的にキャッシュリザーブを行った。とはいえこのようなテクニカル面の手堅さよりも、根底にはA社は移転することはないということと、田町駅の隣という好立地の方が国内の大手機関投資家に刺さった案件であった。

もう一つの大手生保案件について、当時は日本の不動産マーケットの先行きが見えにくい時代であったため、大手生保といえどもコーポレートの資金をもって不動産を購入できるようなタイミングではなかった。一方で大手生保内の不動産セクションとしては、対象物件が大手町の超優良物件であったため購入したいとの強いニーズがあり、SPCを通してのアクイジションという形で物件を購入するに至った案件である。こちらは監査法人が最も緩い方で、本スキームの最大の特徴は、生保がSPCに30%出資、加えて万一ローンが物件を売却しても償還できない場合には追加出資義務を負うというような条件のものであった。当時の不動産売買並びに補償の慣行として、追加出資義務自体は会計上明記する義務がなく、当然として出資も30%以内なので連結にはならないという整理であった。結果的に銀行サイドからすると、非連結のためコーポレートエクスポージャーは使っていないものの、審査としてはコーポレートクレジットリスクを見ることができるという奇跡のような良い着地となった案件だった。

大手の不動産会社の監査法人は緩い系が多数を占めていたので、このスキームは勝ちパターンとしてこれまで停滞していた不動産アクイ

ジションファイナンスを復活に導いた。このタイミングで購入された物件群が数年後各社の J-REIT の初期ポートフォリオの中心を構成するものとなった。同時に不動産売買がなされることで、マーケットの流動性があることを金融サ

イドにも確信を持たせるに至った。その結果大手不動産会社のコーポレートにも潤沢な資金が回るようになり、デベロッパーのお膝元の開発が大きく進展することとなった。

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 月合同会社レプサム設立、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。