

第 16 回

そして C 号ローンは登場した



土岐 好隆

合同会社レブサム 代表社員
(ARES マスター M0600064)

自由気ままな“一人企業”(実態はスマホもろくに操作できない小職にとってはスケジュール調整も四苦八苦、企業として全く機能していない状態)もいよいよ 11 月に卒業することになり、現在は念願のオフィス開業に向け内覧の真っ只中である。半年前には各 AM 会社に「インフレに打ち勝つ内部成長に腕前を發揮してほしい」と強いエールを送っていた私だが、足元の賃料はグダ上がりで、立場が変わると「フリーレントはどのくらいいけますか」と全く逆のデフレ発言を連発している。一昔前とオフィスの様相も変わったようで、通常のオフィスに加えセットアップやシェアオフィスも評価の対象となる。当初は対象物件のアドレスや交通の利便性を重視していたが、物件を数多く見るうちに、“仲間が働きやすいか”“若い人を雇えるか”といったポイントへと変わってきた。加えて単純な賃料だけでなく、今後の拡張も見据えた上でインフレベースの採算性を強く意識するようになっていった。以前は

評論家ぶってオフィスマーケットを語ってしまっていたが、自分がテナントの立場になり、借りる側の視点がいかに重要かということを改めて思い知らされた。

“ルールなき”本邦不動産証券化市場は、2001 年度に入り大きく変わった。ルールがない中でプレイヤーが半ばルール設定をしていたのだから、そんな状況が長く続かないのは当然のことであった。マーケットを揺るがした大きな変更はいわゆる「5%ルール」の制定であった。前回記載した通り、エクイティはスポンサーが単独で出しデットをいかに安く引くかということが中心であったマーケットにおいて、5%を超えた分のエクイティを第三者から調達するとなるとコストアップに直結し、誰もがマーケットはシュリンクするものと信じていた。しかし当該状況において C 号ローン(コーポレート・アモチローン)が救世主となった(残念ながら現在はほとんど見なくなったが)。スポンサーが対象物件をリースバツ

クする前提で市場賃料とベース金利の差をリース期間にわたって元本償還する(実質的にコーポレートリスクに依拠する)ものがエクイティの代替となった。後々C号ローンは“マーケットを歪めた悪の権化”のように言われることもあったが、6年連続でお上からお呼びがかかった小職の感覚としては、当該ローンが当局に問題視されたことは特になかった。証券化本場の米国においては、不動産から生じるキャッシュフローをマーケットリスクやコーポレートリスクに集約した形でクラス分けするのは日常的に行われていることであり、本ローンは、不動産を売却せざるを得ない状況においてはシニアローンに劣後するものの、ローン期間中にコーポレートリスクが発生しなければ全額償還されるため、通常のコーポレートに若干プレミアムを乗せたプライシングにクラス分けされたのは当然であった。

もうひとつの大きなルール変更は、市場プレイヤーの規律性の確立と、不動産リスクに基づく不動産ファイナンスの確立であった。前者について、従前は銀行主導の流動化が主流であったが、利益相反の観点からあくまでもレンダーではなくアレンジャーとして厳しく立ち振る舞うことが求められた。後者については、ノンリコースローンをコーポレートベースで買い戻すことを前提とするようなリスク評価体制を排除することなど、銀行に対してマーケット遵守の観点からも指導が入った。両規律性を満たすため従前のようにメインバンクが単独ローンとなるようなスキームは極力避け、アレンジャーとしてローンはビッドを

行った。加えてノンリコース性を厳格に担保するために、シニアローンは原則格付けを取得した。ローン・ビッドについては結果的に多様な金融機関との関係構築やスプレッドの低下に繋が(金融機関毎の特徴や強みがよく理解できたことも大きかった)、ローンを格付けすることによりレンダーではなく債券投資家にもアプローチすることが可能となった。以上が相まって証券化にかかるデットコストは従前よりも一層低下し、それまでは益出し等の特殊ケースにのみ用いられたノンリコースローンも、コーポレートの資金調達に見劣りしないファイナンスとなり、一気に不動産証券化プレイヤーが拡大した。

一つ好事例を紹介したい。某大手船会社の子会社が保有する湾岸のビル1棟の証券化である。本ファイナンスは本邦で初となる期間10年のファイナンスで、シニアは社債、続いてシングルAクラスのローン、無格付のC号ローンの3層構造であった。シニア社債とC号ローンのスプレッドは10bps台、シングルAクラスのローンは30bps台でAll-inコストが10bps台であった。社債と当該企業のコーポレートリスクに基づくファイナンスが当時としては過去最低スプレッドでの調達を可能にし、All-inコストとしても当該企業のコーポレート調達とほぼ変わらない水準を達成できた。当時「なぜコストの高いオフバランス・ファイナンスをやるのか」という議論もあったが、最終的には調達の多様化という意義付けがなされたのであった。

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。