

第 20 回

好っきゃねん、大阪



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)

寝起き直後の激しくしゃみで、目がぱっちり。免疫不全による入院以来、約4年ぶりの花粉症、ようやく少し免疫が改善したかと喜びも束の間、薬を飲むと翌朝には症状はなし。花粉症を待ち焦がれるおかしな思いを胸に秘め、今回も筆を取る。

前回もったいぶった終わり方をしたので、今回はすぐに本論に移る。まずコスト低減については、からくりは二つ。本件も典型的なオリジネーター（以下「K社」）のリースバック案件で、エクイティ出資はK社のみであったため、SPCのデットコストが実質的にK社の調達コストとなる。そのなかで、一つ目は公募社債の発行であった。当時トリプルAの円建て社債が希少であったなか、日銀担保適格ともなるため、目論見通り大手機関投資家を中心に圧倒的な需要を集め、スプレッドが10bp強という当時の過去最低水準（現在でも10bpそこそこのノンリコースは皆無と思われるが）となった。また、その他のダブルAからトリプルBのクラスも通常の発行よりも10bp以上タイトな条件を勝ち得た。7年近く前に自分が携わった法令（証券化商品の開示省令）に従い、相当負荷が大きい開示資料の作成はあったものの、そんなのは苦にもならない最高のデット調達となった。

もう一つは、格付機関の評価額を譲渡価格の

120%以上に伸ばせたことにあった。SPCへの譲渡価格は、市場賃料（K社の支払賃料）をベースにした鑑定価格である一方で、格付機関は鑑定とは関係なく、床当たりの収益率から支払い可能な賃料を算定し、それをベースに評価額を決定する。当時、平日夕刻には人が溢れんばかりの賑わいを見せ、さらに足下の高級住宅街に住む富裕層の外商売上げが加算された、本邦トップクラスの床当たりの売上げが最大限評価された。結果的に通常30%強の最高格付けクラスが、譲渡価格対比40%以上となり、300億円以上の資金をスプレッド10bp強で調達できた。そして、メザニンローンも含めた700億円規模の大型調達を、現在では考えられないオールインコストで20bpを割る水準で獲得でき、コーポレートと比して遜色ない調達というミッションをクリアした。

余談になるが、当時電子決済が未整備の中、本件は手形決済となり、SPCが東京、決済会場が大阪であったため、750億円もの小切手を運ぶ必要が生じた。当然のごとく、プロジェクトリーダーたる土岐がその任務を負うのであるが。銀行本店から大きな袋を二つ持ち、そのまま新幹線ホームへ。そして神妙な面持ちで座席に陣取る。袋は抱き抱えるには余りにも重く、不審者とも見間違えられかねないので、

足下に置き、両足でブロックした。トイレにも行けないので、朝から水分は控えた。仕事は当然、本を読むことさえできず、ひたすら足下に集中した。新大阪に到着すると速攻タクシーに乗り込み、淀屋橋に直行。銀行の担当に袋を手渡した瞬間、思わず腰が抜けた。警備会社に任せる等、今思うともう少し安全に配慮すべきだったと反省しているが、一生見ることがない大金とのスリル満点の3時間は、今も鮮明に記憶に残る。

次に物周りのトピックに移る。不動産証券化人生、最大規模の物件でもあり、論点はいろいろとあったが、ここでは分離と管理の2点に絞って披露する。

本物件は、中に駅のホームが入り込み、一階と地下一階に改札口がある、駅直結のK社グループ最大の百貨店を核とした商業テナントを有する巨艦ターミナルビルであった。

鉄道事業法・抵当法の要件を満たすため、そのビルから駅舎部分を区分建物として分離する必要があった。先端は建築基準法の対象となるホーム上の屋根の端で問題の余地もなかったが、駅と商業施設をどこで分離するか(分離できるか)が焦点となった。結論としては、人流を重視し、かつ駅の乗降客が利用する施設、店舗を含めた、物理的に分離可能な境界候補を絞り込み、最終候補の天井に、歩行を妨げない程度の透明な防煙壁を設置し、区分所有登記を行った。

一方で、本来分離していない建物を無理やり区分したので、特に通路の利用や、それに応じた費用負担など管理上の取決めが必要となった。信託サイドからは、当初所有者として厳格な対応を求められたが、解決すべき課題が山積する中、そもそも第三者

に売却することは想定しておらず、万一売却となれば、その時点で詳細かつ厳格な取決めを行うという現実路線で押し切った。そして、費用負担等の必要最低限の項目は管理規約で定める一方で、その他太宗は信託とK社間の覚書で柔軟な取決めに着地させた。

こちら余談となるが、初の真夜中のデパート実査(営業終了から日付が変わる時間帯に10km以上歩く強行軍)。映画のようにマネキンが動き出したり、漆黒のバックヤードに取り残されることはなかったが、昼間の賑わいに比した静寂が、目を瞑ると今も思い浮かぶ。

初の信託との共同案件で、資金周りと不動産周りで役割分担して業務を執行するはずであったが、知らないうちにプロジェクトリーダーのような位置づけとなり、言いにくいことを顧客に伝え、怒られ、また顧客の苦情も一手に引き受けるという有難い(?)ポジションに落ち着いていた。なぜかその後の共同案件でも、怒られ役から離脱できないのだが。

怒られながらも、本証券化には当時10年強の知見・経験をフルにつぎ込み、ほぼ想定した通りの絵姿でミッションが遂行できた。そして、このファイナンスの成功がその後巨大なビル開発に繋がったのであれば、嬉しい限りである。また、本件まで、近いがゆえに何となくギクシャクしていた信託との関係が一気に好転し、その後、盤石な金融グループ間の共同モデルに繋がった。さらに、日夜侃々諤々議論を尽くしたメンバーとは業務を超えた信頼関係ができ、それは現在も続いている。そして何よりも、1年の三分の一以上を大阪で過ごし、熱い方々と触れ合い、特別濃い街も歩き回らる中で、大阪がどんどん好きになっていった。

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。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。