

第21回

カムバック、証券



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)

独立して半年以上が過ぎ、初めての3月末(当社は8月決算なので期末ではないが)を越えた。これまでの3月は、目標達成に向けて案件進捗に日々一喜一憂し、案件執行のため、病人のように覇気も元気もない風体で、重苦しい雰囲気にもまれていた。だが今や、失うものもない中小企業。「明るく元気で」をモットーに、雑談と笑いを絶やさずに頑張っている。满身創痕で3ヶ月前にジョインした社長も、今や元気溘刺、今日は娘さんの入学式でお休み。AM会社のサポートが当社の社是だが、その前に家族にサポートいただける良好な関係の構築を今年度の目標に掲げ、そろそろ執筆に臨むこととする。

前回の続きで、関西の案件をもう一つご披露したい。それは、日本初の大型ショッピングモールの開発型証券化である。奈良県橿原市の広大な借地上に、大手商社系の商業開発会社(以下D社)が総額300億円程度の大型モールをSPC仕立てて開発するものであった。D社の親会社が米国会計基準を採用するだけあって監査法人のスタンスは厳しく、保有資産の流動化ではないにもかかわらず、エクイティの追加出資を一切求めないこと、さらに同順位の劣後投資家が存在

することが、SPC非連結の絶対条件であった。

現在であれば、一定の開発リスクをコーポレートでカバーせず、過小なエクイティの負担のみでノンリコースローンを調達することはできないが、当時はさほど問題とはならず仕組みを作ることができた。というのも、当時このような大型開発案件は稀有であり、案件を獲得するために、建設会社の条件が開発サイドに非常に寄り添ったものであったのだ。今では信じ難いだろうが、建設代金はSPCの他の支払いに劣後し、商事留置権は当然のように放棄され、さらに建設代金の支払いは完工後3ヶ月から半年後という、驚くべき条件であった。その結果、通常の既存案件よりもリスクへのバッファーが厚い仕組みを構築でき、資金の90%を低利のデットで調達することができた。

この地域の方には申し訳ないが、当時このような辺鄙な土地に大型ショッピングモールを建てても本当にお客様が来るのか、というのが率直な印象であった。しかし、当時のD社担当者の熱弁は今でも忘れられない。「これまでの買い物は、限られた時間で効率的に済ませる“作業”であった。だからこそ、スーパーマーケットは

効率性を重視した店舗レイアウトや展示、品揃えを追求してきた。しかし、バブル世代が消費の中心にシフトする中、これからは家族揃って買い物自体を楽しむスタイルへと変わる。旅行気分で長時間滞在し、時には必要ない物まで購入する。商圈は一気に拡大し、顧客のニーズを捉えた店舗づくり、テナントミックス、品揃えを整えれば、失敗することはない」というものであった。実際、わが家もその典型となり、ほとんど使用しない物品や衣服が溢れることになるのだが。

本案件も信託銀行との共同案件であり、物件周りは信託が担当していた。全体として順調に進んでいると聞いていたが、最終局面で、底地権者となる奈良の木材組合への説明会に参加するよう要請された。

大阪市内で客周りに連れまわされて電車に間に合わず、梅田のデパ地下でワンコイン弁当を購入し、そのままタクシーに乗り込んだ。世の中あくせく働く人があまりいない中、弁当を食べながら仕事をする“勇姿”に、「お兄ちゃんみたいなお客さん初めてや。応援してるから頑張ってください」とエールを送られた。デフレの象徴であった「55割」(5,000円を超えた分は5割引)が適用された運賃を支払い、満面の笑みでタクシーを降りた。

今も鮮明に記憶に残るが、真冬で粉雪が静かに舞う中、小学校にあるような大型ストーブの炎が揺れる公民館の会議室に、パイプ椅子と机が並べられ、その中心に座らされた。会議は順調に進んでいたが、信託から借地をD社、さらにD社からSPCに転貸するにあたり承諾が必要だというリクエストを出した瞬間、ストーブ上のヤカンの蓋が飛ぶが如く、木材組合の組合長が「そんなことは聞いていない」と鬼の形相で怒

りだした。私は初対面であったが、金融サイドのお歴々は全員涙目でこちらを見つめるので、私が説明せざるを得ない状況に追い込まれた。

法律上必要な手続きであること、法務・税務のリスクはないこと、実務上の負荷もほとんどないことなど、誠心誠意説明したつもりであったが、「今回はD社に土地をお貸しするだけで、その先は組合は一切関係ないと聞いていた。今さら言われても組合員に説明できない」と平行線をたどった。組合長の主張には理があると感じ、ひたすら謝罪を重ねたが、お怒りは収まらず、わざわざ奈良まで叱られにきただけのような状況となった。

その後会議は解散となり、私は組合長の車で近くの駅まで送っていただいた。その道中、「あなたは説明をさせられただけで、悪くないよ。実質的な損失もないので承諾はするつもりです。大人げなく声を荒げて申し訳なかったね」と労っていただき、何とか誠意だけでミッションはクリアした。

2002年秋、想定外の組織改編があった。証券化は証券会社ではなく銀行でやるべき業務だという強いポリシーを持って転職したのであったが、銀行の組織がそのまま証券会社へ移管されることが決まったのだ。銀行に残して欲しいと懇願したが、雇用形態上それは叶わず、失意の「証券カムバック」となった。

もっとも、幸いにも当時、銀行・信託・証券で共同して不動産の証券化を推進する体制が構築された。おかげで銀行での業務と変わらない体制(証券化の資金周りの案件執行は証券が対応)で実行でき、また情報量も以前と変わらなかった。さらに信託(銀行共同での案件発掘と案件執行の物件周りを担当)とタッグを組んで共同することになり、特に物件周りについては

大きく知見を伸ばすことができた。

また、当時関西担当ではあったが、2、3年前に相談を受けた銀行担当者がさらに偉くなり(支店長、部長等の案件を差配できるポジション)、直接相談を受けることが一気に増えた。さらに以前から共同することが多かった信託からの直接相談も増えて、対応する案件は倍増した。

銀行時代は帰宅時のタクシー利用は禁止で、労働時間の制約も多かったが、証券は合理的で、とにかく業務に最大の時間を費やすためのコス

トは厭わずというスタンスであった。その結果、倍増した案件をこなすために労働時間も一気に跳ね上がった。一方で、銀行時代に必要であった他部署との調整や上位者への説明はほぼなくなり、純粹に仕事だけに時間を割けるようになった。

そして、多忙な証券化人生の中でも、突出して苛烈な「不夜城」の時代へと突入していくことになる。

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。