

## 第 22 回

# 誰のための流動化？



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)

神田を住処として、初のゴールデンウィーク。ここかしこで、太鼓や笛、神輿を担ぐ威勢のよい掛け声が聞こえる。10分も歩くと大手町の高層ビル群にたどり着く都会のど真ん中で、この祭りの喧騒に歴史の重みを感じる。また一時担ぎ手不足に懸念が叫ばれていたが、神輿を囲む大勢の笑顔あふれる子供たちに未来の明るさを、今や根絶したと思われていた色とりどりに髪を染めた若いヤンキー風情に少々不安を、早々に担ぎ疲れてビール片手に道端に座り込む少しお腹の出たお父さんに共感を覚えつつ、そそくさとビル巡りに勤しんでいた。

4月以降我が社もメンバーが増え、嵩んだ仕事をゴールデンウィークに一気に片付けようと、やるべきことリストを作って臨んだが、リストを消し込む快感に負け、ついつい簡単に片付くことから取り組んでしまい、結局優先順位が高く、じっくり腰を据えてやるべき仕事そのままリストに残り、持ち越しになった。余裕を持って進めるつもりでいたのだが、ゴールデンウィーク最終日ようやく本稿の筆を執る。

証券への異動は、オフィス移転から始まった。そもそも大変忙しかったことに加え、最後まで銀行残留に一縷の望みを持っていたことから、引っ越し前日のギリギリ1～2時間前に机の上、引出しの中身をそのまま段ボールに詰め込み、段ボールに「上」、「中」としたための簡単な引っ越しとなった。引っ越し後も、上と書かれた段ボール以外は全く手をつけずに、机の上に放り出してすぐに業務開始となった。その放置された段ボールの中に、半年後の検査で指摘を受ける思わぬものが紛れ込んでいたとは、当時は想像だにできなかった。

これまではいわゆる本社勤務であったため、今回が初のテナントとしての入居となった。改めて、早朝から深夜まで明かりが煌々と灯るフロアは、他になかった。休日や夜間に頻繁に出入りするのも我々だけだった。さすがに賃貸オフィスだけあり、時間外の入退館が少々厳しいことには面食らったが(警備員の方々の仕事を一気に増やしたことにはお詫びしかないが)、一方で、毎日綺麗に清掃がなされる快適なオフィス環境で、知らないうちに喘息のような咳も治

まった。今思えば、当時の働き方はまだ序の口で、週に1日は休め、電車で帰宅できた日の方が多少多く、家のベッドでも数時間は寝られていた。ただし、自由な時間は徐々に減少する。まずお昼休みがなくなり、宅配弁当を食べながらの仕事に。夜も家でのご飯は当然できず、コンビニ弁当となった。ちなみに当ビルの地下1階のコンビニは当時床面積当たりの売上げが日本一だったようで、それに対する貢献は非常に大きかったと思われる。

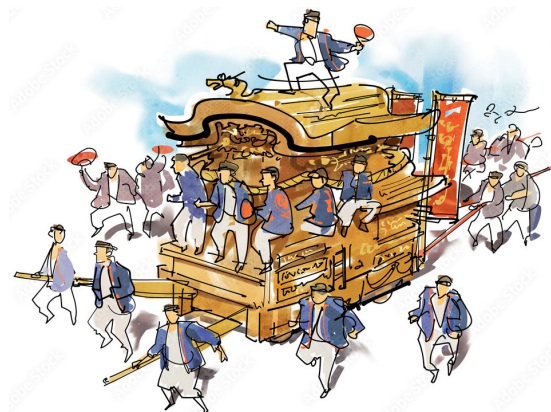
証券への異動後、その役割を理解してもらうためや守備範囲を広げるために、積極的に銀行の支店へ顔を出した。当時支店は厳格な収益目標が課されており、その達成に向けての競争は非常に厳しかった。その目標も部門ごとにあり、証券との協働収益は投資銀行収益としてカウントされた。その中で、不動産証券化を一件でもやると同目標は大幅に達成されることも多く、証券との協働は各支店長の注目的でもあった。特に3月が近づくとテンションがマックスになり各支店の証券詣でが頻繁となり、かなりプレッシャーをかけられた。4月には満面の笑みの御礼詣でがあり、本当にお客様のためだったのかと少々疑問を覚えることもあったが。

次に支店案件の二つの事例をご紹介したい。一つ目は、神保町支店取引先の社宅・寮等の運営会社であるK社の事例である。K社は当時ビジネス領域の拡大に向け、ホテル開発を一気に進める段階であった。我々の金融グループはメインではなかったが、心のメインバンクとまで言って頂けるほど、多くの案件を依頼され、ノンリコースローンを大量に提供した。メインでもない中、コーポレートローンには一定の限度があったが、別の財布の論理で、ノンリコース

ローンであれば、ほぼ上限なく提供できるということで、結果的にホテル開発を加速させることができたのであった。

新規出店にあたり、SPCで土地を購入してホテルを開発する枠組みで、流動化案件ではなく、連結基準も厳格ではなかった中、K社が単独で30%程度のエクイティを拠出し、残りをノンリコースローンで調達した。一方で許認可等の開発リスクを回避するために、土地売買契約や建築請負契約は当初K社が締結し、資金決済はせずに、許認可取得後速やかに同契約をSPCに承継させ、SPCがホテルを原始取得する体裁を整えた。少々乱暴ではあったが、同スキームにより、5%ルールを回避し、開発利益の外部流出を最小限にとどめ、低利なファイナンスを実行できたのだ。人気沸騰で最近ではなかなか宿泊できないが、美味しい夜鳴きそばの提供に一役貢献できたことは嬉しい限りである。

もう一つは、百貨店M社の超一等地のビルの証券化事例で、こちらはメインバンクで銀行の審査ラインの注目も高く、結論としては別の財布理論が受け入れられなかった。厳格な監査法人もクリアし、シニアとメザニンローンで95%



を調達し、M社が5%の出資をする典型的なスキームで、プレイヤーの確定およびSPCのセットアップも完了していた。そのような中、銀行から「SPCへの売却は真の売却ではない(当時「悪い流動化」と言われたことは鮮明に記憶している)。銀行が決めた第三者に売却すべき」と待ったがかかった。地方の工場の底地のような売れないものを無理やりSPCに移転したものではなく、日本で最も流動性のある不動産が対象である正当性を訴え、必要であれば優先交渉権を付与しない形でもよいとの妥協案も探したが、審

査ラインは全体感が見えなくなる別の財布を決して受け入れることはなかった。当時銀行の審査ラインに盾突く社員は皆無であったようだが、失うものもないので、審査の上位の方々とも相当やりあった。残念ながら、堂々巡りで、埒が明かず、流動化は阻止された。最後にせめて買い手は銀行が決めるのではなく、競争入札にすべきではないかと疑問を呈し、銀行のシナリオの一部は崩せたが。ちなみに当時のM社ご担当とは現在も深いお付き合いがあり、当時の話を始めるとお互いお酒が止まらなくなる。

#### 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。