

9) 米国において入手可能な不動産投資関連情報

スタンダード&プアーズ

ストラクチャードファイナンス部長

山本武成

(1) はじめに

CMSAの日本支部理事長を務めている関係で「米国において入手可能な不動産投資関連情報」というテーマで、投資家が投資対象の不動産およびCMB S以外の情報として、不動産のマーケット全体をどうやって把握できるのか、不動産マーケットの動向を把握するのに参考になるような情報や統計情報がどのように米国でアベイラブルなのかに関して報告する。

(2) 米国において入手可能な不動産投資関連情報

(図表 1) 業界団体

<ul style="list-style-type: none">• Commercial Mortgage Securities Association (www.cmbs.org)• Urban Land Institute (www.uli.org) <i>The mission of the Urban Land Institute is to provide leadership in the responsible use of land and in creating and sustaining thriving communities worldwide. Dollars & Cents include comprehensive tenant data, detailed sales, income, and expense information on nearly 200 types of retailers drawn from more than 20,000 stores throughout the nation. Operating data from almost 1,000 centers cover income and expenses for convenience, neighborhood, super community/community, regional, and super regional centers and for open air and enclosed centers.</i>• Mortgage Bankers Association (www.mbaa.org) <i>The Mortgage Bankers Association (MBA) is the national association representing the real estate finance industry</i>• NAREIT (www.reit.com) <i>NAREIT®, the National Association of Real Estate Investment Trusts®, is the worldwide representative voice for REITs and publicly traded real estate companies with an interest in U.S. real estate and capital markets. NAREIT's members are REITs and other businesses throughout the world that own, operate and finance income-producing real estate, as well as those firms and individuals who advise, study and service those businesses.</i>• NCREIF (www.ncreif.com) <i>The National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF) is an association of institutional real estate professionals who share a common interest in their industry.</i>• National Association of Realtors (http://www.realtor.org/research/research/reportscommercial) <i>Working on behalf of America's property owners, the NATIONAL ASSOCIATION OF REALTORS® provides a facility for professional development, research and exchange of information among its members and to the public and government for the purpose of preserving the free enterprise system, and the right to own, use, and transfer real property.</i>
--

最初に図表1の業界団体だが、業界団体としてはCMSAというCMB Sの業界団体があり、CMB Sに関する最新情報を投資家なり、関係当事者に提供する役割を担っている。また、CMSAは市場教育も行っており、CMB S市場がどういうものであるのか、CMB Sの中身はどのようなものなのかを市場に教育していくといった役割も担っている。

Urban Land Instituteは、ULIと呼ばれているオーガニゼーションだが、ここは不動産業界の業界団体であるとともに、少し学術的な側面もある団体で、色々な出版物を出していて、例えば「Dollars & Cents」といった赤くハイライトしたものがあるが、「Dollars & Cents」においては、非常に大きなデータベースの中から小売店舗がどういう売上効率、コスト比率なのかといったところを分析して、マーケットに出している。日本においては残念ながらそういう情報がないので、商業施設に投資する人は個別に商業コンサルティングの会社を雇って、リサーチをしてもらっているが、個別のコンサルティング会社がULIと同じぐらいの規模でマーケットリサーチができる訳ではなく、かなり限られた情報をもとに判断せざるを得なくなってくると思う。

Mortgage Bankers Associationは、リアルエスレートファイナンスのインダストリーの業界団体。

NAREITというのがあり、これもREITの業界団体として有名だと思うが、業界団体であるのみならず、CMBSにおけるCMSAのような形で、業界から色々な情報を発信しているし、トレーニング、セミナーなどもホストする役割を担っている。

NCREIFだが、これも同じような不動産会社のアソシエーション。ここはインデックスを出していることで非常に著名な団体。

National Associations of Realtorsも同じような不動産会社の業界団体で、ここのリサーチをした上で、それを一般に見られるような形で提供している。

(図表2) CMBSデータ/プライシング・ツール提供会社

- **INTEX (www.intex.com)**

Intex Solutions, Inc. is the world's leading provider of structured fixed-income cashflow models and related analytical software.

- **Trepp (www.trepp.com)**

Trepp is the leading provider of CMBS and commercial mortgage information, analytics and technology to the global securities and investment management industries.

- **Realpoint (www.realpoint.com)**

Realpoint provides in-depth analytical bond reports, deal summary reports, watchlists, original research reports, and the ability to drill-down and stratify your portfolio any way you want.

- **Bloomberg**

図表 2 に示したのは、CMB S データやプライシング・ツールを提供している会社だが、INTEX であるとか Trepp、Realpoint、Bloomberg などは CMB S のデータを投資家が見られるような形で提供している。付加価値の高い機能もつけてあり、例えば、キャッシュフローモデリングの機能をつけた形で投資家がキャッシュフローのシミュレーションもできるような形にして、CMB S のデータを提供している。なお、裏側の事情として、CMS A の標準化されたレポートパッケージがつけられているからこそ、これらの会社がこういったデータをフィードして、投資家に見やすい形にしてデータやサービスを提供することが出来るのである。こういったデータ提供については、まだ日本では実際には行われていないと思う。

(図表 3) 商業用不動産関連情報提供会社

<ul style="list-style-type: none"> REIS (www.reis.com) <i>More than 10,000 Commercial Real Estate professionals at more than 500 institutions -- banks, lenders, investment banks, insurance companies, brokerage firms, investors, and developers -- enjoy unrivaled Reis coverage of 80 U.S. metropolitan areas and more than 2,300 submarkets for the office, apartment, retail, and industrial sectors.</i> Torto Wheaton Research (www.twr.com) <i>Torto Wheaton Research (TWR), an independent research firm owned by CB Richard Ellis, the world's largest real estate services company, provides best-of-class research, data, analytical tools and advisory services to its clients. TWR Outlooks provide forecast and analysis at the submarket level for both space and capital market fundamentals such as rents, absorption, occupancy, NOI, and cap rates.</i> Property&Portfolio Research (www.ppr.info) <i>Property & Portfolio Research, Inc. (PPR) is an independent real estate research and portfolio strategy firm that provides leading institutional real estate market participants with objective research on real estate cycles and their implications for investment strategy.</i> Grubb & Ellis (www.grubb-ellis.com) <i>Grubb & Ellis offers property owners, corporate occupants and investors comprehensive integrated real estate solutions, including transaction, management, consulting and investment advisory services supported by proprietary market research and extensive local market expertise.</i> Smith Travel Research (www.smithtravelresearch.com) <i>Smith Travel Research (STR) is the lodging industry's leading information and data provider. STR has the most comprehensive database of hotel performance information ever compiled.</i> Real Capital Analytics (www.rcanalytics.com) <i>In 2000, Real Capital Analytics started tracking commercial property transactions in the United States. RCA focuses primarily on the main income-producing property types: office, industrial, retail, apartment and hotel, plus sales of commercially developable land sites. RCA captures sales of properties and portfolios of \$2.5 million or greater in the US and \$10 million and greater outside of the US.</i>

図表 3 は、商業用不動産関連の情報提供会社。REIS が代表的な会社としてあり、オフィス、レジデンシャル、リテール、倉庫などの稼働率、賃料水準のデータを提供している会社である。

TWR、PPR も同じようなデータを提供している会社で、このどれかと契約することで、こういったデータに投資家がアクセスすることができる。

Grubb & Ellis、Smith Travel Research、Real Capital Analytics も同じような団体で、Smith Travel はホテルに特化したところ。Real Capital Analytics は、物件の売却価格に関して豊富なデータベースを持っている。

こういった商業用不動産関連の情報提供会社は、日本では、オフィス系で三幸エステート、C B リチャードエリス、三鬼商事の3社があるが、それ以外の住宅系、倉庫系、商業系に関しては、著しくデータの数が少ないという現状である。

(図表 4) 行政関連

- **Census**

人口と経済に関するデータ。地域毎の人口動向、人口構成の他にも、地域や業種別の小売りの売り上げ情報なども入手可能。

- **Bureau of Labor Statistics**

地域や業種による雇用状況、賃金水準が入手可能。

- **Federal Reserve**

商業用不動産を担保とするローン市場の規模は、Federal Reserveのレポートで取ることができる。

[\(http://www.federalreserve.gov/releases/z1/\)](http://www.federalreserve.gov/releases/z1/)

図表 4 は、行政関連だが、Census、Bureau of Labor Statistics、Federal Reserveからも、スライドに示したデータがとれる。日本でも似たようなデータは存在するが、そのデータがどのような切り口でとれるかによって、不動産投資をする人にとってより有用な場合がある。例えばCensusの中には地域ごとの人口動向があるが、地域や業種別の小売の売り上げ情報などのデータも入っている。Bureau of Labor Statisticsの中では、地域や業種による雇用状況や賃金水準が入手可能なので、そういうマーケットに対して、今から幾らぐらいの水準のアパートを提供するとしたら、成功する可能性があるのかないのかとか、そういう分析が可能になっている。Federal Reserveについても、こういったレポートを無料で出している。

図表 5 は、インデックスだが、米国の市場においてはCMB XといったCMB Sのインデックスもあるが、それ以外にいくつかの代表的なインデックスがある。

NCREIFに関しては鑑定価格ベースのインデックスになっていて、GRA/S & Pに関しては取引価格ベース、実際に売買されている価格がどのように変動しているのかというインデックスになっている。RCAも取引価格ベース。REXXが賃料ベース。その他、色々なインデックスがあるが、こういうインデックスがあるということで、マーケットが過去からどういうふうのパフォーマンスしてきたのかを連続性がある形で把握することができて、例えば投資家が誰かアセットマネジャーにお金を任せて運用させたとして、その人がいい運用をしてくれたの

かどうかは、インデックスと対比して初めてわかることもある。インデックスを取引可能なものにするだけで、ショートしてヘッジすることができるといった側面もあると思う。日本ではこのインデックスに関しては、まだ少し発展途上の過程にあるという印象を持っている。

(図表5) インデックス

- **NCREIF**: 鑑定価格ベース (約5200件、30兆円のポートフォリオ)
- **GRA/S&P**: 取引価格ベース (単位面積あたりの売買価格平均値)
- **RCA**: 取引価格ベース (ケースシラー/S&P住宅価格指数と類似)
- **REXX Index**: 賃料ベース (都市圏のオフィス)
- **HLI**: ADR/RevPARベース (300万室のホテルデータ)
- **IPD**: 鑑定価格ベース (ヨーロッパなど)
- **MSS/FTSE Index**: 投資可能な上場インデックス
- **CMBX**: CMB Sを参照するCDS

図表6は、その他のデータソースだが、例えば格付会社。S & PでもCMB Sに格付をしているわけだが、CMB Sの格付推移状況を開示しているだけでなく、例えば裏づけとなっているノンリコースローンのデフォルトや遅延状況を、地域別、アセットタイプ別などに、四半期ごとにレポートにまとめて投資家に提供している。これにより、ノンリコースローンが世の中でどういうふうに動いているかが理解できる。その他、CMAは業界紙だが、業界紙がCMB Sの市場のデータベースを提供していたり、投資銀行にもリサーチグループがあって、そういったところが様々な情報ソースをもとに、投資家向けのリサーチペーパーを発行している。この辺が代表的な米国の情報のデータソースだと思う。

(図表6) その他のデータソース

- **Rating Agencies**
例えば、S&PはCMB Sに格付けし、CMB Sの格付け推移状況を開示するだけでなく、裏付けとなるノンリコースローンのデフォルトや遅延状況を地域別、アセットタイプ別などで分析したレポートを提供。
- **CMA (www.cmalert.com)**
CMB Sの業界紙「Commercial Mortgage Alert」を発行するとともにCMB S市場のデータベースを提供
- **Research Groups at Investment Banks**
さまざまな情報ソースを元に、投資家向けリサーチペーパーを発行

(3) 質疑応答

●清水委員 日本で格付をする時に、最も欠如していると考えられる情報は何か。色々な情報が米国にあるということだが、日本で今、一番困っていることは何か。

●山本部長（スタンダード&プアーズ） 一番感じているのは、業界を横串した情報のアベイラビリティに難しい点があること。日本のオフィス市場においては、それなりにデータのベンダーも幾らかはあると思うが、例えば、住宅、商業施設、ホテルに投資をしようとした時に、業界全体でどういうコスト構造を持っているかがわからない。業界全体の売り上げやコスト構造の過去からの変化を連続して見られるデータがない。

今回のIRPに関しても案件のスペシフィックに、例えばこのホテルで幾ら儲かっているかに関しては、十分なデータを出すことが可能だと思う。出すことに対して賛成するかどうかは別にして、情報はあるので、それはアベイラブルだが、（投資対象ではない）ほかのホテルでも同じように、どのぐらいのADRでどのぐらいのRevPARでどれぐらいのコスト率になっているのかを業界全体としてとれるかということ、それは第三者のデータベンダーであるとか、そういった情報ソースがないとわからない。わからない中でホテルへの投資の話在海外の投資家に持っていった時に、このホテルが業界の標準的なパフォーマンスを超えているのかどうかは、推測で説明せざるを得ない。推測で説明されてしまうと、なかなか納得しにくいところがあると思う。我々格付会社が格付する場合でも同じで、数字で説得力のある説明ができるかどうか。例えば、米国のCMBSに関して色々なことが言われているが、実際に延滞率は、まだ1%にもなっていないことを数字で説明できると、その1%という数字が色々なことを説明すると思うが、それが（日本には）ない。横串にした情報がない中で、そんなにデフォルトはしていないだろうと説明しても、みんな、それは納得できないと思う。そういう意味で、横串にした情報がアベイラブルであるかどうかは、非常に重要だと思う。

●赤井委員 この研究会は不動産投資市場研究会ということで、市場をマクロでとらえて、場合によっては産業としてとらえて、情報ベンダー、投資家、サービサーなどもすべて一つの産業を構成している。その市場、産業の現状を把握したうえで、それをどう今後、発展させていくのかという論点を持っている。

不動産に投資をしている人たちの中では従来どおり、情報の非対称性の利益がそこにあると思うし、金融商品ではREITは別だが、私募のファンドやCMBSのようなものは、それをつくっている金融機関が情報の非対称性、つまりノウハウを提供しないことによる便益がそれぞれある。

しかし、日本の経済の成長という観点やインフラの更新にいかに関与する資金を流していくのかだとか、金融市場の競争力強化とか、そんな色々な側面から見た場合は、結果的にマクロというか、ボトムの不動産の情報が出てこないし、仕組みについての情報も一般に公開されないという状況は改善しなければならない。

市場が大きくなることによって、全体として便益を受けるという経験を我々はしたことがなく、今ある環境の中で利ざやを確保してきたという典型的な囚人のジレンマ的な状況があって、それを打破していかなければいけない部分がある。その中では公的な関与とか、何らかの形のデータベースの構築も、必要になってくると思うが、その中でCMBSのIRPが大きいと思う。

日本の不動産投資市場で見た時に、REITという市場が不動産現物投資を行って、そこに個人の資金とか年金の資金もつなぎ合わせていくという、非常に大きな役割があると思う。問題はREIT投資適格な不動産はそんなに多くはこの国にないが、何百兆円、何千兆円とある不動産の中には、バリューアップしなければいけないものが相当あるので、それが逆に金融市場を通してそのプロセスが行われるがゆえに、不動産投資市場の存在意義がある。

バリューアップを行うのは、典型的にはいわゆる私募のファンドで、その私募のファンドのような人たちにレバレッジを与えたり、あるいは追加的な投資資金を与えたりする役割を担っているのがCMBSだと思う。

どちらかがプラスで、どちらがマイナスというわけではなく、REITがあって、同時にREIT適格の不動産を再生産するようなアクティビティを行う人たちに対する血液循環としての資金を提供する、しかもそれを内外から導入していくための蛇口としてのCMBSがあって、海外に起こったように、その標準化の推進が日本で起こるとするならば、不動産市場にとってもいいことだし、産業全体にとってもいいことだ。

日本証券協会が自主規制規則の設定をしている時に、CMSAの方も参加し、その段階でCMSAのIRPはボンドの情報、その下にあるローンの情報、さらにその下にある現物の情報と3段構成になっている。我々はどちらかというと、3段構成の一番下のところにいるが、それを作成していくに当たっては、不動産鑑定の情報、鑑定所みたいなどころからとってくるケースが割合と多く、それがなければ、自分で個別に拾ってくるしかない。

その情報の使い勝手が悪いというコメントがその時に出たが、今の日本の不動産鑑定、昨年4月にDCF基準の標準化がされたが、そこから手軽に情報をとってきて、IRPに入れられるようになると、そのプロセスが非常にうまくいくと思うし、そういうものを集めてデータベ

ース化するようなビジネスは成り立つと思う。

今の不動産鑑定は昨年7月に導入されたフォーマットの使い勝手のよさ、悪さはどうか。また、データベース化するようなビジネス、日本版CMB X、不動産インデックスをつくるビジネスをやる意欲、アイデアがあるか。

●山本部長（スタンダード&プアーズ） 不動産鑑定のルールが変わって、新しい基準になったものがどれだけ使いやすくなっているかだが、一番根底にあるのは、鑑定士にとってアベイラブルなデータがどれだけあるのかだ。情報が不足しているところがあり、不足したデータをもとに鑑定の結論を出しても、それが色々なところからとられるデータで（客観的な）数字での説明ができないと、なかなか説得力が出ない。そういう意味では、それはフォーマットを変えてもなかなか改善はできない。鑑定士業界でも、鑑定協会などが何らか大きなデータベースを持って、それをもって鑑定の知識量を上げて対抗しないといけないのではないか。鑑定を使っているアセットマネジャー側のほうが、よっぽどたくさんのデータを持っているという状況が実際に発生しているという話があるが、まさに、その一言にきわまっている。データ量が少なければ、どうしてもクオリティーが高いものは出にくいというのは事実だと思う。

●赤井委員 反面で、現物で一つ一つ違うので、そんなマクロの情報を集めたところで意味がないと言う人たちが一方にいる。そういう人たちは、マクロのそんな情報は幾らあったところで、鑑定の精度は上がらないと言う。そういう考え方についてどう思うか。

●山本部長（スタンダード&プアーズ） それには賛成できないところがあって、（投資対象となる）案件の一つの情報だけを見て正しい判断ができるだろうか。主観なので正しい判断ができていてと考える人もいると思うが、同質のアセットで同地域にあるものが同じようなパフォーマンスをしていて、それよりもいいのか悪いのかを知らないで、このアセットの今の収益が存続するのか、それとも下降傾向にあるのかが何故わかるのかと思う。

●赤井委員 格付会社が、今、難しい立場に置かれていることは承知している。個別の投資家は、自分の投資をしている物件についてはパフォーマンスしか知らないが、格付会社は一つ分野で横断的に色々なアセットについて分析しているので、ある案件の格付を与えるに当たって、同種のほかの案件におけるパフォーマンス、その他の情報を参考にしながら格付を行うことができる、いわゆるデータベース的なものを持っていると思う。

鑑定士についても同じような、データベース的なものがあれば、そこの評価はもう少し目線が合ってくる、採用されてくると思う。鑑定士としても一つのものをするだけでなく、複数の同じようなものを行っていることによるプラスがあると思う。

●山本部長（スタンダード&プアーズ）　例えば、米国ではノンリコースローンの延滞率がどれぐらいあるかは、CMSAでも出しているが、各格付会社も出していて、格付のボリュームが非常に大きいので、格付会社が出している延滞率は、ほとんどマーケット全体のレートになっている。日本で今、S&Pがつけているものに関して、データは出しているが、全体のサンプルとして十分な数かという、まだまだ小さな市場でしかないので、それだけをもって判断できるという材料にはなっていない。それは鶏と卵のどちらが先かという話でもあるが、マーケットが大きくなると、そのデータが集まらない。

データベンダーもそうだと思うが、マーケットが（一定以上）大きくなると、（そのビジネスに参入したとしても）収益を上げられるほどのビジネスにならないところがあると思う。現在、CMB Sの市場がこれぐらいのサイズだとして、そのサイズの中で比較できるものは比較しているし、それを投資家に提供することで、このアセットに関しては、こういうパフォーマンスをしているが、これは、我々が見ているCMB Sのユニバースの中でとった平均と比べると、これぐらいだという話はしているし、投資家からも（そういった分析には）アドバリューがあるとのフィードバックはもらっている。

10) 海外投資家から見た日本の不動産投資関連情報の整備状況について

モルガン・スタンレー証券(株)
証券化商品部ヴァイス プレジデント
アルジュン パンディット

(1) はじめに

日本の不動産市場に関連して、外国人の投資家が、不動産投資の評価についてどういう感触を持っているかは、国内の投資家にとっても重要な問題である。今回のこの議論をすることによって、さらにこの問題についての議論が巻き起こることを願っている。完璧な答えを見出し、いくためには、多数の議論、そして分析をする必要があると思うからだ。

この研究会での議論の中で、はっきりとしていることが1つあると思う。それは、不動産にかかわる問題は、あくまでもローカルな問題であるということ。そのため、国と国あるいは市場と市場の比較はできるが、あくまでもローカルの市場、ローカルな慣行という脈絡で、議論を進めなければならない。

不動産の評価あるいはデータの利用可能性の議論をする場合には、ほかの市場におけるベストプラクティスを見つつ、日本にどのようにそれが適用できるのかを考えるべきである。米国や欧州のベストプラクティスをそのまま日本に移入することは難しいと思うからだ。また、その一方で、外国人投資家の様々な問題は、多数のローカルの投資家にまつわる問題とも言えるからだ。

(2) 市場の情報・データ(不動産投資の評価における課題)

まず、情報開示に関する議論において最も大事な点は、投資を始めるにあたって、バリュエーションが必要であるということ。確固たるバリュエーションなしに投資を進めようとする、どのようなリスク管理のシステムがあっても、将来的に必ず問題が出てくると思われる。大事なことは開示要件だが、外国人投資家といった場合、本国への投資から、さらに外国へ投資を拡大したいと考えている政府機関、いわゆる政府系のSWFの要請があるということ、そして、ますます増大しつつあると思うが、本国においてもより開示要件を強く求める投資家も増えてきているということ。その両方の条件があるからこそ、データの利用可能性についての最低基準を設けなければならない。

さらに重要なポイントだが、バリュエーションという視点からデータについて見ると、10

年前に初めて日本にやってきた頃と比べると大きな改善が見られてきている。その間、J-REITが重要な手段であったと言えると思うが、政府も努力をした結果だと思う。市場ごとにインセンティブは違っていると思うが、隔離された外国人投資家あるいは国内の投資家の場合は、情報を開示しようというインセンティブは働かないと思う。それは、大きなボリュームで常に参加しているので、そこから上がる利益も大きいからだ。

もう一つの極端な方法を考えてみると、透明性がなければ、あるいは独立したデータを検証できなければ、投資家は憶測で動かざるを得ない。ほかの投資家が投資しているから自分も投資しようとか、あるいは間違っただけにはディスカウントすればいいのだということになってしまいがちである。どちらの場合も政府にとってはよくない結果をもたらす。

問題は2つあるが、どのような基準を設けるのかと、どのようにして基準を設けていくのかということだ。J-REITが情報についてはベストなベンチマークなので、J-REITの話をしたと思う。

取引ということを見ると、J-REITは極めて透明性が高いと言えるが、2つの矛盾点があると思う。まず、1つ目は、J-REITの使っている範囲が非常に小さいということ。非常に品質の高い、ある程度の規模の安定したキャッシュフローを生んでくれる物件ではあるが、日本の不動産市場全体を必ずしも代表しているわけではないという点である。2つ目の矛盾点は、J-REITごとの実際のデータにばらつきがあるということ。例えば、実際にキャッシュフローを生んでくれている物件、これは投資家にとっては非常にいいことであるが、中にはキャッシュフローといっても鑑定人の推定値しか出されていない場合がある。

ただ、推定ということになると主観的判断が入ってしまう。その主観的判断の根拠は、必ずしもレポートを読んだ限りにおいては、明確ではない場合がある。その結果、J-REIT同士の比較に問題が生じることになる。これは、情報の質にまつわる難しさということだ。既に長くリートに関与している我々にとっても難しいわけで、これから入ってくる外国人投資家にとっては、さらに難しいということは容易にわかると思う。

J-REIT以外でキャッシュを生んでいる場合では、例えばリースコンプ、リースに関する比較可能な類似物件についての数値だが、日本で外国人投資家がリースコンプということで、今、ぶつかっている状況だが、ここではプライバシー保護法が絡んでくる。第三者が提供するデータを見てリースコンプを見よう、検討しようということができればよいが、ここでも守秘義務にかかわる法律の問題にぶつかってしまう。この物件の、このリースの数値はこうですと、はっきり情報として開示されない、あるいは開示できないという問題である。その結果、レポ

ートはあくまでも意見という形で出されてしまう。リースのバックに色々な数値があったとしても、その数値については知らされずに終わるということだ。

投資家の目から見ると、意見であるということはわかったが、意見の根拠としてどういうものを用いたのかを知りたいということになるが、その答えが出てこない。この状況は米国とは大きく違う。米国の場合だと、オンラインで実際の建物物件などを見ることができる。そしてリースならばリースで20年だということもすぐわかる。非常に透明性の高い形になっている。

プライバシー保護法にまつわる難しさはよくわかるし、データとの関係などの問題があるということはよくわかるが、投資家の立場から見ると、これはなかなか難しい問題である。そのため、例えば国交省が中央データベースを取引について作成し、それを省が管理するという形にするのはどうかと思う。そしてメンバーが国交省と守秘義務に関する契約を結んだ上で、アクセス可能とするといった形を取るとするのが提案である。

リースの例で、どういう問題があるかを説明すると、ブローカーやエージェントなどから1坪当たり4万円という数字の回答が出たとしても、投資家からは疑問が出てくる。これはGFAなのか、それともNRAなのか、あるいはグロスリースなのか、ネットリースなのか、さらに10カ月免除されるなどの免除期間があるのかどうか、それに加えて実効レートがどのくらいになるのかといったことを知りたい。

ところが、プライバシー保護法などを理由に、それは言えないとなってしまう。これは投資家にとって大きな問題で、建物の所有者にとってはできる限り高い数値にしておきたいということがあるが、グロスの数字にしておけば、値段をそれだけ高くできる。ある程度キャッシュフローを犠牲にしたとしても。もし、そういったバリュエーションについて憶測でやらざるを得ないことになると、キャッシュフロー等がわからない状況で、将来的に何か隠されたサプライズが起こるかもしれないという問題になってくる。

例えば、2006年にある取引があった。Aクラスのオフィスビルだったが、東京駅近くの、規模は最大級のビルがあり、アレンジされて、実際の賃料はこのぐらいだということが提示されて、そこからやりとりがあり、このぐらいのリースレートならば保証できるといった色々なことがあって、お互い推測で、推測に対する推測という形になってしまい、実際の取引が全然わからない状況に陥ってしまった。

資産クラスごとに情報開示の度合いも違うという例をあげると、例えば。オフィス物件は一番透明性が高い分野で、片やホテルとか小売は透明性が低くなっている。なぜ透明性が低いかわからないが、ホテルについてはホテル固有の問題がある。それから地域ごとでも色々、独特な問題が

ある。また、借り手の側のキャッシュフローについて、標準的な会計手法をとっていないということがある。

それから、往々にしてマスターリースがついている場合があるが、マスターレッシュが要る。借り手側あるいは外国人投資家、あるいはベンダー側から見ると、物件の現物のパフォーマンスが知りたいということがあるが、なかなか実際にはそういう情報はもらえない。例えば、マスターリースなどがあり、プライバシー保護法の関連で現物のキャッシュフローなどの数字も、もらえないということになってしまう。

リースの場合も同じで、政府あるいはそれぞれの地方自治体の目から見て、路面の小売店を増やしたいということがあると思うが、そういった場合、アレンジはどうなっているのかということを見ると、実際のセールスがどうなっているのか、実際に入ってくるテナントがどれくらいのもを払ってもらっているのかも知りたい。我々は情報として持っていたいということがある。もしかしたら、潜在的に破綻するといった状況はないのかどうか。そういうことを調べておきたいということがあるが、なかなかそういう情報が開示されない。フィックスリースになっているのだから、キャッシュフローはそれをベースに計算したらどうかなどと言われるが、そうすると推測とか、あるいは主観的な判断になってしまっ、将来的に問題が絡む。

次の問題は、セールスコンプ。リースの場合と同じだが、往々にして市場においての色々な取引が成立した場合、その値段が公表されないということがある。関係者の間だけで価格がわかっているということだ。ただ、どういう値段だったのかは、色々と漏れてくる。あるいは、噂になるということがあるが、実際の価格がそうだったのか本当のところはわからない。色々な話を聞くわけだが、あちらの物件はこれぐらいで売れたらしいと。だったら、1坪当たり同じ値段を我々の建物にも採用すべきじゃないか、たった2キロしか離れていないのだからというような話になる。

ただ、ここで疑問を呈したいのは、もしそうだったとしても、建物を比較して本当に同じ種類の建物、類似物件と言えるのかどうかということ。外国人投資家から見れば、やはり標準化されたベンチマークがあってほしいということだ。リップレートなど、一定のレシオをもとに比較可能なもの、例えばキャッシュフローがどのぐらいとか、実際に入ってくる収入もわからない、それから売り値もわからない、両方ともわからないという場合がよく見られるので、ベンチマークなど全くないわけだ。

J-REITの場合はそういう情報があるので、比較ができる。ただ、上述したように、J-REITは必ずしも日本の不動産を代表するものではない。一番多いのはBクラスの地方の

物件で、そういうところのウエートが高いということである。

もう一つ、キャップレートの重要性についてだが、現在は資金調達が非常にローコストであるので、どのような価格でも大体においてはプロジェクティド・キャリーの状況になる。ただ、将来的には金利が上昇していくかもしれないので、キャッシュフローについても低くなっていく、デッドサービスに必要な数字が低くなっていくかもしれないということだと、スポンサーとか借り手とかの出資に頼らざるを得ない状況になっていく。だからこそ、キャップレートが重要な意味を持つてくる。

米国の場合だが、現在の環境は割り引いて考えると、通常は不動産市場はリクスプレミアムということで、300ベースポイントを上回っているというのがある。資産クラスによって変わってくるが、キャップレートがないと株にせよ、あるいはデッドの方法にせよ、動かなくなってくる。現在の米国のサブプライムの問題があるゆえに、人々は投資を手控えるようになっているので、どのようなスぺアのレートがあっても、ロスが出てしまうのではないかとということに怖がってしまっている。キャップレートがないということは、日本の市場にとってもこれはマイナスだということだ。

(3) 将来的な現物の需給の情報（不動産投資の評価における課題）

バリュエーションにかかわる3番目の問題だが、基本的には将来的な現物の需給の問題がある。新しい建物について、どこまで吸収できるのかということ。例えば、新しいオフィスビルができたとして、どのくらい速くリースを埋めることができるのか、あるいは市場におけるスペースを確保できるのかということ。2004年から2007年にかけては余り建設がなかったということで、オフィス相場が非常によかった。大きな需要があり、ほとんどプレリースで埋まってしまうということで、全く問題がなかったが、これからの5年間を見ると、景気の先行きが弱含む状況が見られるため、もうその需要は満たされている。

この問題はマンションについてもある程度言えることである。東京や大阪でどこまで職を持つことが可能なのかということである。ここでの状況だが、資産クラスの定義そのものも標準化されていない、例えば、三鬼商事、生駒テータサービスシステム、それぞれ違っているということだ。データソースがどこなのか、どこからとっているものかということもやはり不透明である。それから、空室率についても生駒は1.5と言っている、三鬼の方は3.5と言っている。投資家から見ると定義そのものも不明確で、空室率もどちらを信じていいのかわからないという状況だ。

オフィス市場だが、投資家としてはデータがあるならば、お金を払ってでもそういう情報は得たいという状況である。これはオフィス市場だけではなく、小売店、倉庫についても全く同じ。有料でいいから、その情報が欲しい。東京からさらに地方に、例えば神戸とか福岡とか札幌に行くと、さらにその情報が少ないということで、データベースを持っているところがあれば、どこからでも情報を買いたいという状況が見られる。

外国人投資家にとっての問題はデータがないということよりも、できるならば1カ所にそういうデータを集中化してほしいということだ。だから、国交省への提案としてはぜひ自治体をまとめて調整して、何か中央集中化するような形になればありがたいということだ。東京に比べると地方の物件は、投資家にとってもある程度の説得をしなければならぬということがある。東京は一つの国のようなものなので、躊躇せずに、投資家の方もリスクをとるわけだが、地方となると、なかなかそうはいかないということがある。

需給についての最後の点だが、こういうデータは実は米国でもなかなか得にくいという問題はあるが、日本の場合は米国よりももっと入りにくいデータとなっている。知りたいのは、いわゆる物件の在庫についての供給のデータ、隠された供給ということだ。例えば、リースがサインアップされていても、テナントとの問題を抱えていてサブリースをしたいが、リースの構造によってサブリースはできないという場合、家賃は払っているが、できれば、そのスペースは家賃に戻してしまいたいということがあったとすると、不動産の環境という意味ではかなり弱い状況が結びついてしまう。こういうことは良くあるが、そういった隠された供給量というのがかなり多いということになると、総供給量もかなり増えてしまう。

新しいスペースについてはかなり分析が掘り下げて進んでいたとしても、古くからある物件で新たに空室となってしまったものが大量に出てくると、市場にとってはこれが弱さと結びついてしまう。かなり市場は安定しているのに、現在の日本については心配していないが、5年先にどうなるのか。その可能性について今から準備しておきたいということがある。

(4) 経済全般に関するデータの課題

最後のトピックだが、これは不動産に関するデータというより、経済全般に関するデータについての課題だ。外国人投資家が、日本のようなある国を分析する場合に、まず、経済データを見る。いわゆる、マクロなアプローチをする。それから、さらに地域ごと、地方ごとのデータを見る。そして、最後に資産クラスのデータを見る。それが第一印象を形成する。

その際に、マクロのデータについては、英語での情報がかなり多くある。また、ブローカー

も例えば東京については、経済の中心地なので、情報はかなり多く持っている。ただ、地方のデータということになると、なかなかウェブサイト上では見つからないという問題が出てくる。例えば、政府とか自治体などのウェブに行くと、2005年5月、2003年のデータは出てくるが、どこに行けば必要なデータが集まるのかということが外国人投資家から見ると、わかりにくいという問題がある。

その結果、例えばシンガポールとかニューヨークの投資家が日本に投資をしたいと考えて、これはいい投資機会になるからと、経営陣を説得しようとしても、最初の必要なデータさえ経営陣に提示できないということになる。その結果、日本なんかやめてしまえ、ほかに、米国国内に投資すればいいじゃないかということになりがちである。仮に、データがあったとしても、それを見せることができない、見せるような形に持っていけない、どこからそのデータを引いてきたらいいのかわからない。そこが問題だ。

国交省に対する要望としては、やはり自治体などと協力して、必ずしも英語でなくてもいいが、外国人がアクセスできるようなデータをきちっとつくる、あるいはまとめるということである。外国人投資家もやがてはきちっと日本に投資しようということになれば、日本の現地での採用を行って事務所をつくってという形になっていくと思う。ただ、最初のそこまでの1年あるいは2年ぐらいは、色々情報を本国で収集してからということになるので、その辺での対応をお願いしたい。

(5) まとめ

結論として2つの重要なポイントを整理する。日本は世界第2位の経済国であり、そして不動産市場も世界第2位だ。その意味からすると、外国人投資家の不動産投資がこれほど少ないというのは、やはり不相応である。外国人投資家もその点は認識しているので、もっと日本に投資したいと思っている。そのため、新規参入を円滑化してやる必要があると思う。そのためにも、最初の段階で、データを提供しなければならないということが言える。

もちろん、こういう問題が1日で解決できるものではないかということは、投資家もよく理解していると思う。ただ、我々が見たいのは継続して前進している、進歩が見られるということだ。例えば、今でもデータが得られないにかかわらず、入ってこよう、投資しようという投資家はいるわけで、あるいは二、三年先に投資をしようという人もいると思う。ただ、大事なことはずっと待ったままということではなく、ある程度の前身が見られていくということだ。

我々の視点から見ても、例えば投資家と2年ぐら話をしていて、常に同じ回答しか返って

こない。データがない、データが手に入らない、今でも同じ結果になってしまっていて、残念ながら目に見えて前進というのが見てとれないということだ。こういうフォーラムなどで色々な要望を出して、また、それに対して色々な反論を得る。そういう感触についてはやはり逐次、我々投資家の方にも伝えていきたいと思うが、もし、彼らと対話をしたいということならば、色々な質問したいということならば、我々の方からも喜んで伝えたいと思っている。

いずれにせよ、日本の不動産市場は、あらゆる種類の投資家を必要としていると思う。CMBSの投資家だけではなく不動産物件そのもの、それから銀行とか政府機関とか、あるいは色々な種類の投資家が入ってくれば、日本の不動産市場は米国の市場に規模として匹敵するまでになると考えている。

(6) 質疑応答

●前川座長 我々も感じている、そのとおりだなと思える厳しい貴重な意見を拝聴した。また、中央官庁の役割についても提案を受けた。

●吉田委員 情報がほとんど共有されていないのが日本の現状。一方で米国の現状を見ると、情報が非常に手に入りやすい状況にあるが、米国も昔を振り返ってみると、ほとんど日本と同じ状況が、例えば30年前ぐらいにあって、不動産業界でもほとんど情報が共有されていなかった。その中で、投資家主導で情報を共有化していきたいという動き、あるいはニーズが高まってきた。例えば、NCREIFができたというのは、機関投資家などの投資家層が不動産投資をちゃんとやっていきたいというニーズの中で設立され、情報を共有してやっていく話になってきた。

さらに90年代に入ると、もっと様々な金融的な投資家が不動産投資に興味を持ち始めて、その中でPPRやRCAのような不動産情報を集めて提供する会社が出てきた。米国も過去を振り返ってみると、投資家のニーズ主導で情報の共有が進んできたという意味では、日本と何か米国あるいは欧州で、本質的な違いがあるということではなく、むしろ、同じような話をこれから我々もまさに進めていく時期に来ているということを改めて実感した。

●アルジュン・パンディット ヴァイス・プレジデント（モルガン・スタンレー証券） 2つコメントがある。

第1点は米国の情報共有化はかなり長い時間をかけて進んでいったということ。日本と欧州を比較して欧州の方がかなりいいということでは必ずしもない。フランスやドイツなどを見ても開示はそれほどよくはない。米国だけがかなりいい状況にあるということだ。米国の場合だ

が、民間がイニシアチブをとったということはあるが、同時に、公正なレフェリーが必要だということである。もし何か障害が出てきた時には、障害を取り除いてくれるような、それを担保してくれるようなレフェリーが必要になってくるということである。

一つの問題は、プライバシー保護法で、色々聞いても答えとしては、プライバシー保護法にひっかかるので情報は提供できないということで終わってしまうということ。例えば、米国でも厳しいプライバシー法があるわけで、米国政府もその対応を行ったと思う。情報開示の必要性に応じて、色々な変革を行った結果、今の状況があるのだと思うので、その点で政府の助けが必要であるということだ。

もう一つは、日本も徐々にいい方向に変わりつつあるということ。不動産市場で大きな変化が起こりつつあるのは、今、グローバルな形で不動産への投資の配分が行われているということだ。20年前よりもいわゆる国際的な不動産投資はずっと増えてきていて、そういった資金は、最も競争力のある市場に大量に流れ込むという傾向がある。ここでも、政府の助けをお願いしたいと思う。米国や英国に流れてしまいがちな投資家を日本に引きつけるために、政府の手助けが必要だ。我々のような民間の努力も必要だが、政府もある程度助けてほしい。

●スティーブ・ノレル シニアヴァイス・プレジデント（キャピタル・サーヴィシング債権回収） 実は今回のプレゼンのために、色々サーチをしたが、インターネットを見ていて、あるものを見つけた。これは土地総研が公表しているウイスコンシン、マジソンのある大学教授が行ったプレゼンテーションのアブストラクト。このフォーラムでも一連の色々なフォーラムをやって、議論を重ねたと聞いているので、昔からこういう議論が行われていたというのは承知しているが、今、まさにここで問題提起されたこと、色々議論されたこと、例えばCMSAだとか、色々なことがこのアブストラクトに全部出ている。このアブストラクトは、8年前に公表されたものだという事なので、こういう議論、こういう問題提起はずっと昔からあったものだという事だ。

それで、こういう障害は今でもずっと残っていることだと思う。非常に興味深く読んだが、私自身はまだ日本に来て2年半にしかないなので、これまでの長年にわたる経緯は全く承知していないので、こういう懸念が昔からあったのだということを見つけて、非常に興味深かったが、そろそろモメンタムが高まってきて、実際にそういう変革を行って、外国人投資家をもっと呼び込むという目標が達成できるべき時期に来ているのではないかと思う。そういうモメンタムというのは、本当にもう生まれつつあるのか。

●前川座長 かなり昔からそういった議論は行われている。今、確かにJ-REITが出て、

データの整備が少し前進していると思うが、基本的にはプライバシー保護問題などが障害になっているのと、自分の情報を公開するというインセンティブがまだない。情報が不完全で、その不完全さによってまだ利ざやをとれるということなので、情報を提供するというインセンティブを持つような形に持っていかないといけない。今、J-REIT側から徐々にデータは出ているが、それ以外のところが情報を提供をするインセンティブを感じるがもんだいであり、逆に、自分のレントに関するデータを公開することが自分にとって非常に不利になる場合がある。日本の場合は定期借家でなくて、2年ごとに更改していく賃貸契約であるが、データを公開してしまうと、バーゲンにおいて自分が不利な立場になる可能性があるので、なかなかレントに関するデータは出したくないというのが、現状としてはある。

ファンドとかJ-REITとか、公開を強制されている場合はやっているが、そういう制約がない中で、自分のビルから全収入がどれぐらい出ているかというのを公開しようという、インセンティブがまだない。誰か、たとえば政府がリーダーシップをとって、情報を公開していかなければいけないという雰囲気、自分がデータを出さないと、自分が不利になるというような環境を作っていないと、全体のデータがあつまることはない。そのような形になるのは、もっと時間がかかるかもしれない。

●麦島土地市場課長 まさにモメンタムが高まっていると思うが、それは日本の場合、90年代前半にバブルがあつて、その後、バブルが崩壊し、米国とか欧州の国に比べると非常に長い間、地価が下落してきていた。それまでは日本の場合、特に土地の価格は基本的には上がっていくものという考え方が根強かったが、バブル崩壊後、REITの市場ができて7年ぐらいになっているが、そのような地価の下落過程の中で証券化市場ができてきて、それに合わせて、所有というものから不動産は利用するものだという考えが生まれてきた。それまでは不動産は所有する方が有利であるという意識が非常に強かった中で、不動産を利用することの重要性というか、利用する価値に着目して議論する環境が、ここ数年、やっと整ってきたというのが、これまでの状況だと思う。

そういう中で、クロスボーダーで資金が日本にも入ってくる好機を是非とも生かしたいという思いがある。証券化市場を通じて、不動産市場においては、プレーヤーが非常に拡大した。金融市場と不動産市場がつながってプレーヤーが増え、色々な方のコメントを反映した施策の必要性が広まっている。情報の開示については、永い間勉強をしてきているが、やっと具体的な施策が議論できるような環境にここ数年なってきたと思っている。モメンタムも高まっていると思っているし、競争力のある市場に資金が流れ込む環境は、今時点で各国と競争しないと

いけないということだと思うので、今こそやれることをやっていかなければいけないと我々は思っている。

●町田総務課長 本日は、有意義な、また、詳細な分析をお聞かせいただきありがとうございます。私どもも、本日プレゼンテーションをいただいた皆様と同様の考えを共有しております。皆様から出された課題の解決がなされるよう対応してまいりたいと存じます。

●スティーブ・ノレル シニアヴァイス・プレジデント（キャピタル・サーヴィシング債権回収） この1年ほどを振り返ってみると、米国のサブプライム市場の状況があるゆえに、情報開示要件だとか、あるいは透明性に対するニーズが上がってきていると言えると思う。これは全世界的にということ、すべての投資家がこのトピックに注目していると言える。それは、日本にとっても乗り越えるべきバーの高さがさらに高くなってきているということだと思う。ベンチマークとしてこの辺だと考えていたのが、このぐらいの高さまで来てしまっているということは、日本にとってはさらに遅れをとることになるかもしれないということだ。透明性の問題あるいはデータの流れの問題は、非常に今、注視されるようになってきている。

先ほどのコメントで、情報提供のためのインセンティブの欠如ということがあったが、逆に日本の不動産市場について透明性が欠如していたがゆえに取りこぼしてしまった、あるいは取り残してしまった価値がどのくらいあったのかという評価は行なったことがあるのか。管理等からのお話の方にも出ていたが、例えばリースについての情報がないということ、やはり保守的なアプローチをとらざるを得ない。すなわち、借り手に対してリースの全額を貸し出すということができないということになる。これは、資本という意味では取り残される、あるいは価値として取り残される部分が出てきてしまうということだ。

そういう点について、どのくらいのロスがあったのかは、評価したことがあるのか。そして逆に情報開示の問題を克服した暁には、そして市場がオープンになって、外国人投資家がどんどん入ってくるという形になった場合には、今度は自由な資本の流れによって、日本経済全体としてどれだけの恩恵があり得るのかといった試算も行なったことがあるか。

●赤井委員 今の話は非常に重要なポイントだ。次回の私のプレゼンで、そのテーマについて触れるし、野村総研が産業連関分析の報告を予定しているが、その時にも、まさに、今の答えの一部になるようなものが出てくると思う。日本の不動産投資市場は、忌憚なく言えば、J-REIT市場イコール不動産投資市場みたいな誤った認識が最初のころはあって、何もなかったところからつくった段階では、よかったが、ただ、それが遅々とある程度伸びていたもので、どうもそこに目を持っていった。

ところが不動産投資市場という枠組みを見た時に、不動産投資市場の資金の蛇口がどのぐらい太いかということで、それ以外のところは、どちらかというと後回しになってきた。民間の自助努力によってきた部分もあったのだと思う。金融行政と国土交通行政が縦割りになっていたし、金融行政の中でも財務省と金融庁がばらばらになっていたのも、そういう対応は、どこかが頑張っても、どこかが足を引っ張っているみたいなのが意図をしないとしてもあったのではないかな。

例えば、不動産業者と金融のストラクチャリングしている人たちの双方で、また情報の非対称性の便益に対する迷信みたいなものがあったのではないかな。ただ、そうはいっても10年ぐらい前にDCFが導入されて、それで昨年はDCFの基準をある程度定めるということが出てきて、シフトしている。

ただ、問題は、2003年、2004年のデータは色々なものがあるが、直近のものがないというのは、国交省のウェブサイトを日本語で見ると、かなり色々な進展がウオッチできるが、英語のところへいくと、どうしても限られている部分があって、そこら辺のところについては民間もそうだし、どこの省もそうだが、情報公開はできるだけ英語で情報発信していく、かつてJETROが日本の産業振興でやったような形での対外マーケティングをやっていくべきである。例えば、不動産投資市場だけではなくて、観光なんかではかなり先行してやっている部分があるが、投資市場に対して日本の魅力をアピールするという意味では、まだまだ欠けていると思う。

ただ、かなり進展してきて、その中でチャンスだと思っているのは、日本の外で起こったサブプライム問題は、クレジットクランチのようなものが日本に起きて、それは非常に困った状況になってきたという認識を持っている方が非常に多いので、それに対するリアクションという形で、情報開示を推進していくということで、米国に任せるのではなく、日本でもやらないと日本の中で資金がうまく回らないという考え方が出ている。

その中で、日本の金融市場の相対的な地位の低下があって、それは香港とかシンガポールに勝っていかなければいけないというところと、インフラの問題とアセットファイナンスというところが結びついてきつつあるというところ、そういう中でまさにこういう不動産投資市場研究会という形で、この研究会が立ち上がっていることの意味は、そういったところにあると思う。

進展はしているが、なかなか英語で情報発信されていないというのは、これからステップ・バイ・ステップで改善していくことが必要だと思うし、そういうところに外の資金フローを入

れてきた時に、それが本当にプラスになるのか、プラスになるとしたらどの程度プラスになるのかということについての試算は、一回まじめにやってみる必要があると思う。

1 1) わが国不動産投資市場の課題と展望

モルガン・スタンレー証券(株)

証券化商品部マネージングディレクター・

早稲田大学国際不動産研究所客員教授

赤井厚雄

(1) はじめに

今回の報告テーマは、「国際比較」という観点と「地方の活性化と地域の不動産投資市場」という観点の2つになる。本来だと2回に分けてプレゼンを行なうべきテーマであるが、この両方は、かなり密接に絡み合っており、根っこの部分でつながっているため、あえて1回のプレゼンの中で包括的に解説する。

図表1に本日のポイントおよび議題を示した。不動産投資市場を考える際に、不動産の現物市場にいかにして資本市場の資金を流していくかが、特に重要になる。金融というシステムを使って資金を流していくことになるわけだが、従来の間接金融というコンベンショナルなルートに加えて特に証券化という直接金融市場、市場型間接金融をいかに活用していくのかが根幹になってくる。そこをまず押さえたうえで現物市場にも話を広げていく。

(図表1) 本日のポイントおよび議題

<本日のポイント>

- ・証券化市場と信用創造・資産価値向上
- ・金融市場の国際競争力強化と不動産投資市場の活性化の重要性
- ・資本市場の活力を不動産市場の活力に
- ・不動産を「産業」の資源としてとらえる
- ・不動産投資市場におけるイノベーションの成果を地域活性化に生かす!

<議題>

1. わが国金融市場と「証券化」のインプリケーション
2. 金融市場の国際競争力強化と不動産証券化の役割
3. 国際比較の観点からみたわが国不動産投資市場の課題
4. 地方の不動産投資市場の活性化策について

—「地方のまちづくりに役立つノンリコースローン市場整備に関する研究会」

そこで、まず証券化について、これまでの議論では、あまり取り上げられなかった金融系の話や信用創造、資産市場における価値の向上などについて議論する。

どういう機能や効果が不動産

報告書より投資市場、または証券化を通じて投資商品化する形での不動産市場にあるのかを見ていく。

不動産投資市場をこの国内の閉じられた議論のみで拡大させようとするには無理があり、不十分であるということで、今、金融市場の国際競争力強化が、日本の中で非常に大きな課題として上がってきている。その政策アジェンダと、この不動産投資市場の活性化が極めて密接に絡んでいる。既に議論された、各省庁の政策フィールドの中身の縦割りによる弊害により、うまく整合性がとれていないという問題も、この両者の政策目標を突き詰めていくと言う作業を通じて一緒にすることが可能である。

資本市場の活力を不動産市場の活力に結びつけていく行為が金融市場の競争力強化に結びつくとともに、不動産市場のインフラの更新や再開発などに資金を流すことによって、不動産を活発化させ、その価値を上げていくことにつながる。そう考えると、特に金融の側からとらえた場合ではあるが、不動産は一つの産業の資源としてとらえられる。

日本は資源小国と言われるが、不動産、金融ないしは情報産業の資源としての不動産を考えた場合には、世界に冠たる資源大国であり、これをいかにして活用していくかが様々な産業に大きな影響を与える。

また、不動産投資市場において確立され、開発されたイノベーションの成果を、ただ単に国際競争という観点で米国、シンガポール、香港に勝つというだけではなく、地域の活性化に生かすことができる。それを生かしていくためにはどういう準備が必要かがポイントになり、特に投資市場として見た場合の国際比較と、地域の投資市場の活性化策について議論を進める。

内容は、全部で大きく4つに分かれている。

まず1つは、前置きの部分になるが、わが国の金融市場を概観して証券化がどういうインプリケーションを持つのかということ。

次に、上述したように金融市場の国際競争力強化と不動産投資市場、不動産証券化市場の活性化がどう結びついていくのか。

また、その中で、国際比較、特に米国との比較において日本の不動産投資市場にはどういう課題があるのか。

最後に、今年の春から地方のまちづくりに役立つノンリコースローン市場の整備に関する研究会をやっており、最終報告のとりまとめを進めているが、この中で地域のまちづくりを資本市場の活力を生かして、どのようにしていくかについての報告書の暫定版があるので、その、骨子を紹介することにより、地方の不動産投資市場活性化策の一つの切り口を提示したいと考

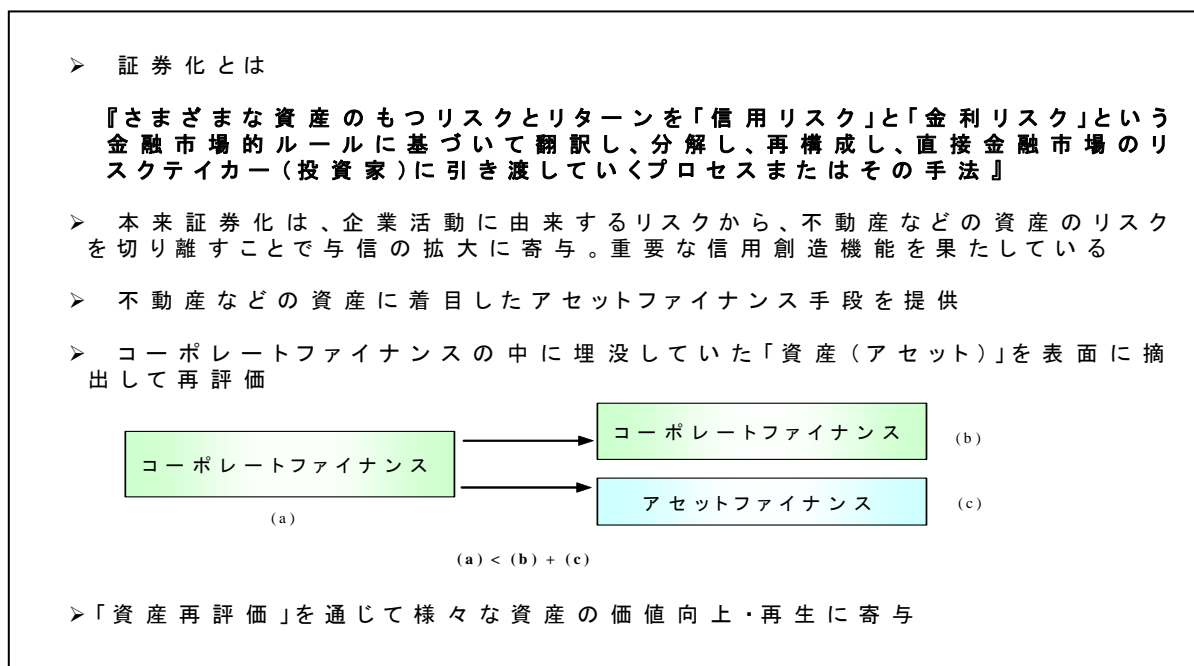
えている。

(2) わが国金融市場と「証券化」のインプリケーション

不動産投資市場という、証券化という枠組みを活用するケースが多くなっていくわけだが、証券化とは何かという要諦は図表2に示した。様々な資産はリスクとリターンが複雑に組み合わさっているが、それをクレジットリスク、金融リスクというパーツに分解し、翻訳をし、再構成をした結果として、直接金融市場のリスクテイカー（投資家）にリスクを引き渡していくプロセスまたはその手法である。

その結果、直接金融市場のリスクテイカーから資金が資産市場に流れていく。これにより、証券化ないしは不動産投資市場は、企業活動、つまりコーポレートのビジネスに本来的に由来するリスクから不動産などの資産のリスクを切り離すことによって、与信の拡大、信用創造に寄与すると言えると思う。

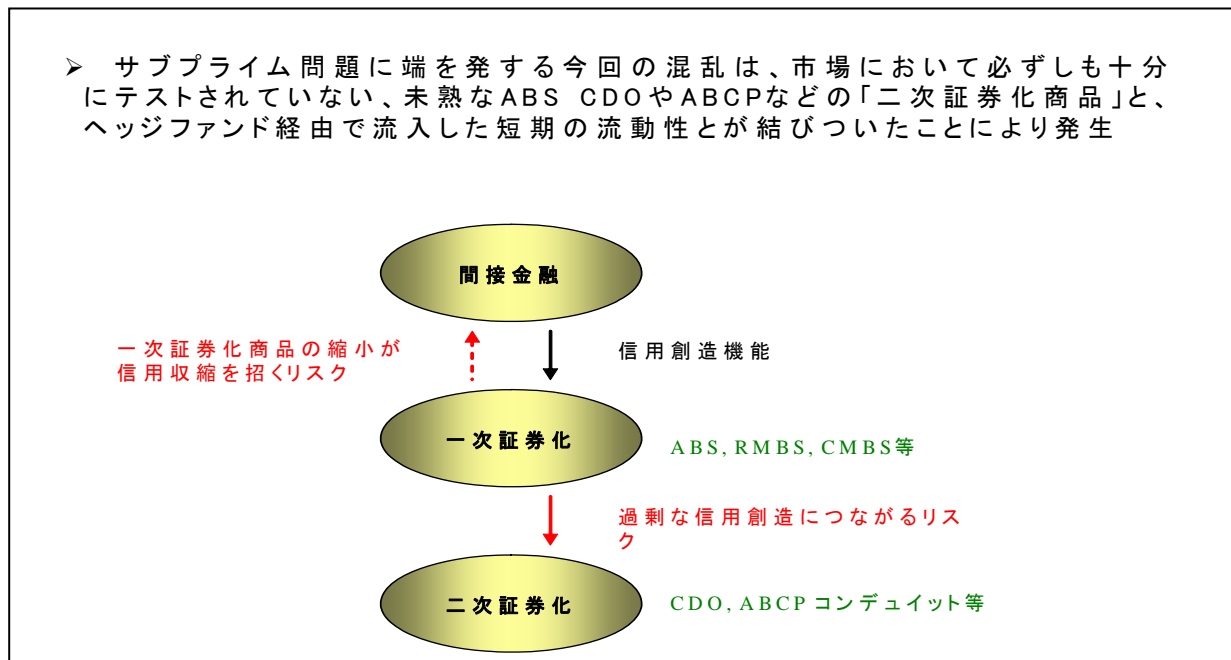
(図表2) 資産価値の向上とアセットファイナンス (証券化)



同時に、それは不動産などの資産に着目したアセットファイナンスの手段を提供する。従来の金融市場の中心は、間接金融を通してコーポレート・ファイナンスという形で資金を出してきたが、これがコーポレート・ファイナンスとアセットファイナンスとに切り分けられることによって、左辺よりも右辺が大きくなる（図表2の (a) < (b) + (c) の図）。これは、重要な信用創造機能といえる。

アセットファイナンスから資金が出る際に、そのアセットのベースになる担保資産の再評価（鑑定やバリエーションなど）を行うので、この様々な評価が資産価値の向上や再生、最適利用などに寄与する。こういうところで、活用される様々な学術的なフレームワークがあるのではないかと考えている。

（図表3）証券化の信用創造機能とリスク



図表3に示した通り、世界はまず間接金融から信用創造機能を働かせ、一次証券化まで進んでいったわけだが、その先に、さらにそれをもう一回証券化する二次証券化があって、サブプライム問題は、この二次証券化が若干ひとり歩きをして、過剰な信用創造が行われたことが原因になっている。しかし、間接金融から一次証券化までをとらえてみる限りは非常に健全、ヘルシーなものであると考えられる。

（図表4）ナチュラルバイヤーと資金循環の視点の大切さ

- 証券化商品ごとに本来異なる「安定株主」
 - ー エクイティとデット双方で「安定株主」を見つける地道な努力が必要
- 本来ニーズのある投資家（ナチュラルバイヤー）の存在
 - ー たとえば短期資金は銀行等、長期資金は生保・年金等
- 「ナチュラルバイヤー」と「資産」をいかにつなぐか？
 - ー 「デット資金」の性質がエクイティ投資家の行動を制約することで「資産市場」を支配
 - ー 不良債権証券化においては（早く結果を出すことを求める）短期資金が活躍した
 - ー 不動産や住宅ローンが証券化を通じて短期資金に支配されてしまうリスク

日本では二次証券化によって不動産投資市場ないしは証券化市場が攪乱されるリスクは余りないと思われるが、米国におけ

るサブプライムと似かよった構造的問題がある。

資金循環という観点からとらえた時に、上述したリスクリターンのプロファイルに応じて切り分けたものが証券化商品ないしは投資商品として出てくるわけだが、元々の資産の種類、属性によって、本来それぞれの安定株主ともいえる、ニーズがフィットをする投資家があるはずだが、日本ではその結び付け方についてはかなりなおざりにされてきた。資産に内在する本来的な性質から、長期的に安定的なリターンが発生する資産があるが、証券化市場ないしは不動産投資市場において、それが求める長期の資金と接続することが、市場の持続的、安定的成長には極めて重要なポイントとなる。

しかし、資金のあるところを買ってもらえばいいということで、フィットする資金との接続がこれまで必ずしも適切に行われてこなかった。本来の資金の性質が違くと、市場の攪乱要因にもなる場合も考えられる。

例えば、短期の資金であれば銀行等、長期の資金は生保とか年金などの資金だが、特に日本の不動産投資市場については、この短期の資金に席卷されていて、本来、長期にわたって安定的に維持管理をされるべき不動産に対して、それにフィットする長期の資金は埒外に置かれてきた。これは、市場参加者がそういう努力を怠ってきたこともあるが、同時に制度的にエクイティはともかくとして、デットの資金を不動産投資市場に取り入れようとする時に、そういった長期の資金が入ってきづらい仕組みが一旦つくられ、それが長年にわたって放置をされてきたことに原因がある。これは、金融商品取引法上の適格機関投資家と税法上の適格機関投資家の間に、昨年金商法が通った後もギャップがあったためである。特に不動産投資商品を組成するに当たって、国内でよく使われるTMKというビークルがあるが、TMKが資金をデットで調達する時に、税法上の適格機関投資家からの資金調達が義務づけられている。この人たちの中には長期の資金を持っている人がほとんどいない。こういう状況があったわけで、エクイティの人が長期にわたる視点を持って運用していればいいだろうと考えられがちであるが、エクイティの人からすれば、デットの資金は、何かを購入するために必要な追加的な資金である。この借入期限が3年先、5年先、10年先であるかによって、エクイティプレイヤーの行動がそれに制約をされ、デットの資金の足が現物市場における投資行為を相当程度制約していた。ここがなおざりにされてきたことが、今日の様々な問題の原因になっている。これについては、今年の4月の租税特別措置法の改正によって相当程度改善されたが、まだまだ、改善すべき点があり、金融庁が動いているが、なかなか即効的に制度は変わってこないことがある。

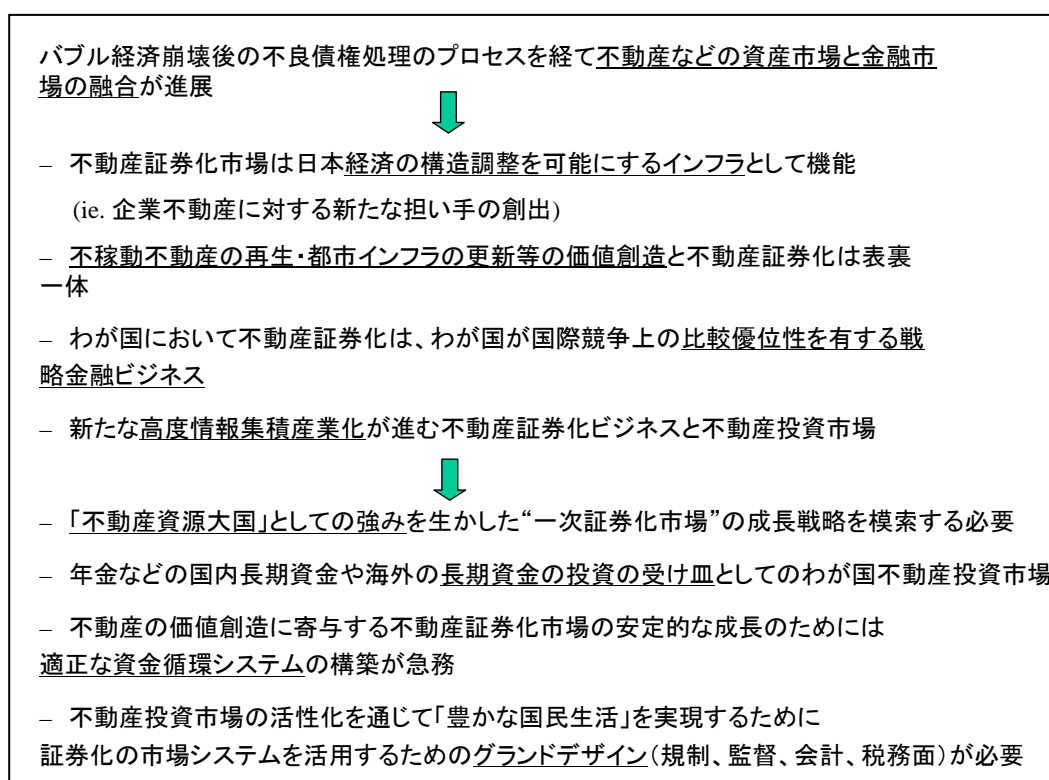
ナチュラルバイヤーと言われる資金の出し手と資産をいかにじっくりした形でつないでいく

のかが重要であるが、このデット資金がどうしても不動産市場ないしは不動産投資市場では余り重きを置いて検討されてこなかった。しかし、その資金の性質がエクイティ投資家ないしは市場自体のボラティリティを左右している。これは、日本の不動産投資市場だけでなく、海外で起きたサブプライム市場において一番大きなファクターとして取り上げられている部分で、そういうシステミックリスクが日本の不動産投資市場に内在したままであるという現状がある。

それはすべてが悪かったわけではなく、不良債権の処理という不動産投資市場のごく初期の黎明期においては、こういった早く結果を出すことを求める短期資金が、処理を加速するという意味で非常に活躍したが、10年間制度が置き去りにされていたという不作為が今悪い意味で市場に影を落として来ている。

(3) 金融市場の国際競争力強化と不動産投資市場の役割

(図表5) わが国不動産投資市場の現状分析



日本の不動産投資市場の国際的な観点から見た現状分析を図表5に示したが、バブル経済の崩壊後の不良債権処理プロセスを経て、不動産などの資産市場と金融市場の融合が進展したことは、明らかである。不動産投資市場は、結果において日本経済の構造調整をマクロあるいはミクロの企業レベルにおいても可能とするインフラとして機能した。例えば、CRE戦略その

他を企業が実行しようとする時に、企業不動産などの新たな担い手（受け皿）を創出するという意味での効果もあった。

そういう中で、不稼働資産の再生や都市インフラ自体の更新等の不動産市場における価値創造と、証券化ないしは不動産投資市場の成長は表裏一体のものであった。それが今機能を停止しつつあるという非常に危機的な状況にある。我が国において、同時に不動産投資市場ないし不動産証券化は、日本が国際競争上の比較優位性を有する戦略金融ビジネスであるという位置づけを徐々に得てきている。これは数年前の国土審議会の不動産投資市場検討小委員会の報告書の中でも触れられていたが、高度情報集積産業化が進んできた。

今、日本の不動産投資市場において、金融との絡みにおいて一体何をどうしなければならないかだが、日本には不動産資源が大量に存在し、日本の不動産ストックの規模は世界に冠たるものがあり、さらに東京の不動産ストック、オフィスの延床面積や賃貸面積は非常に大きいことをベースに考える必要がある。オフィスビル市場規模（床面積）は、ニューヨーク、ロンドン、パリよりも大きく、香港、上海の10倍ぐらいある。そういう意味では非常に大きな資源を持った国である。その強みを生かした一次証券化商品によって、都市のインフラの更新や不稼働な部分の再生によって、非常に貢献できる副次的な作用を持った一次証券化市場の成長戦略を模索する必要があると思う。

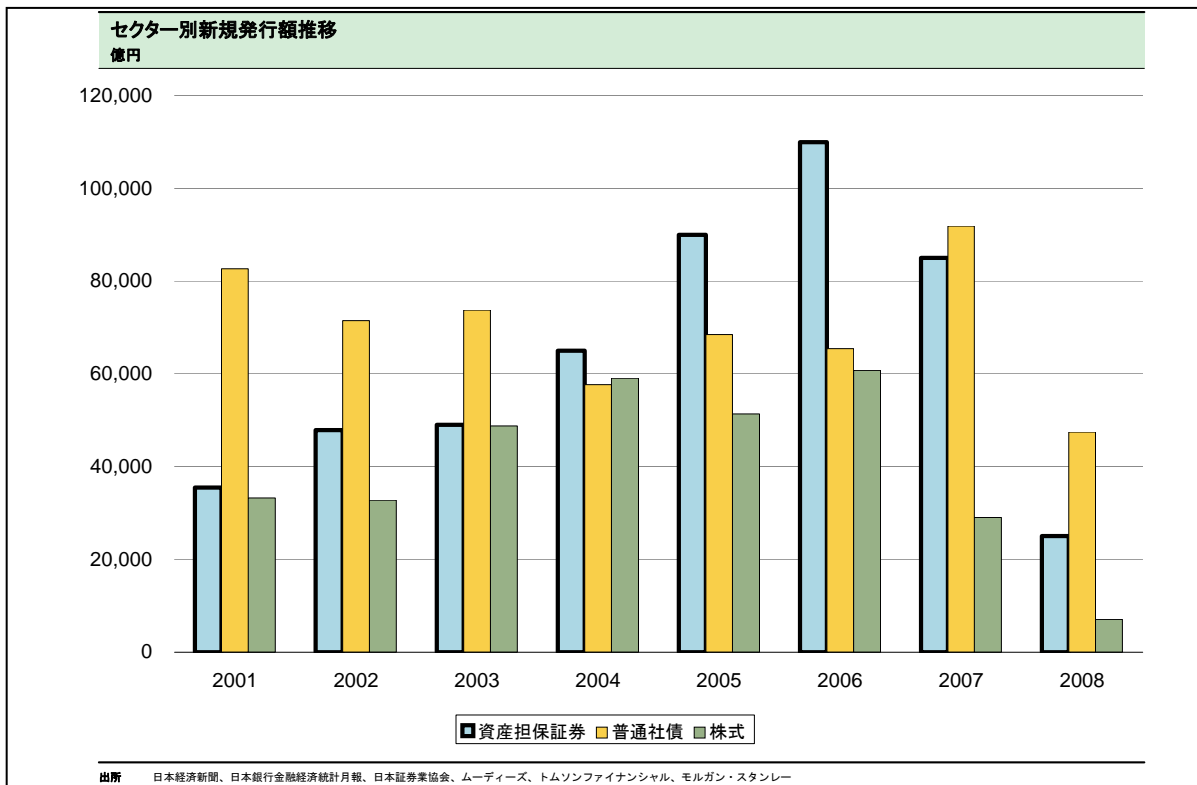
それから、年金などの国内の長期運用資金や海外の長期資金（公的年金やソブリン・ウェルス・ファンドなどの資金）の受け皿として日本の金融市場をとらえた時に、不動産投資市場が金融市場、投資市場の一部として存在する。また、不動産の価値創造に寄与する不動産の証券化市場の安定的成長において、バブルが起きないようにするためには、適正な資金循環のシステムを国内において構築をする必要がある。上述した本来、長い資金が必要なところに長い資金がきちんと到達できるような制度的な仕組みをつくっていくことが急務である。

不動産投資市場の活性化を通じて、豊かな国民生活を実現するためには、証券化という市場システムを活用するためのグランドデザイン、これは規制、監督、会計、税務、すべてを包摂したグランドデザインがなければ、システムとしてうまく回っていかない。これが現状の分析である。

不動産に関する部分もそうだが、証券化が非常に重要な資金媒体経路になってきた。図表6の棒グラフは、一番左側が資産担保証券、真ん中が普通社債、右側が株式だが、資産担保証券は2001年には株式の発行市場を超え、2004年には社債の市場も超えて、2006年まで新規発行額のトップだったが、2007年の世界的なサブプライム問題の流れの中で、社債を下回り、今

年は昨年の半分から3分の1になった。重要な資金媒体経路としての証券化がなければ不動産投資市場はうまく回っていかないわけだが、ここがかなりシュリンクをしてしまった。

(図表6) 重要な資金媒介経路となりつつある証券化だが



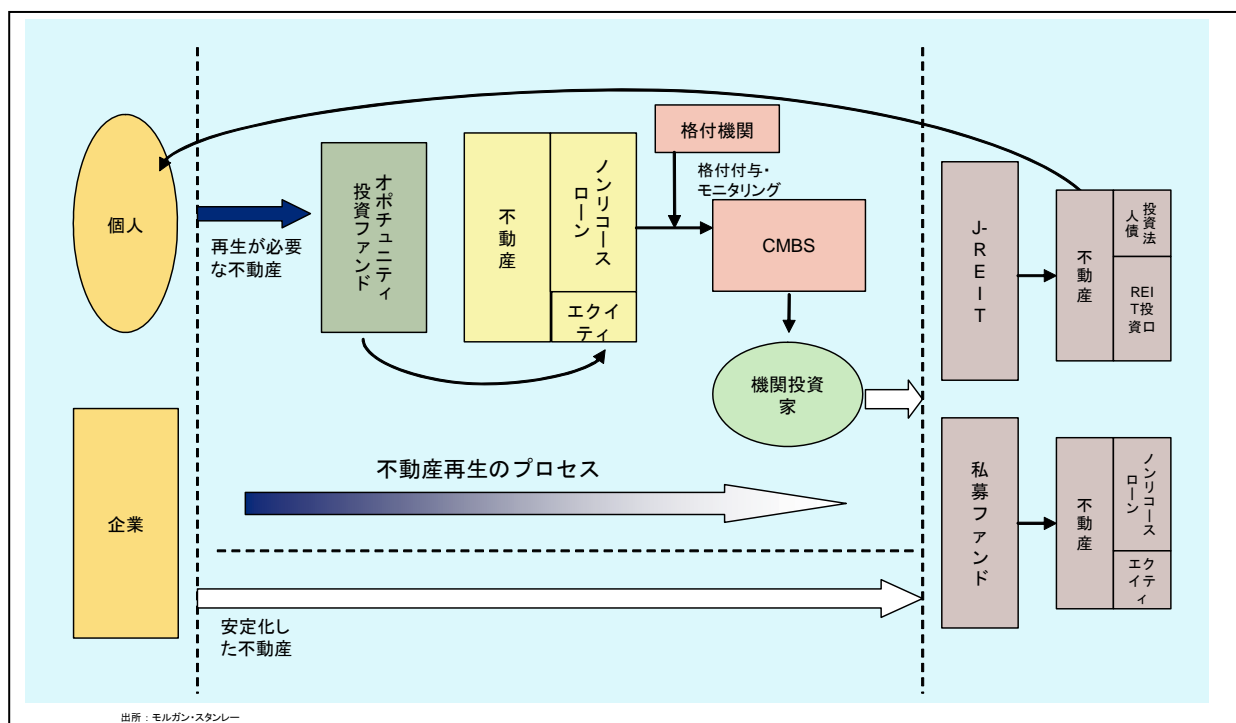
資産担保証券の新規発行額だけがシュリンクしたわけではなく、直接金融市場自体が低迷し、証券化市場も置かれてしまっている。我が国において間接金融が一部金詰まりを起こして、直接金融がそれを代替してきたが、それが再び閉塞感に包まれてきている。

図表7は国土審議会の検討小委員会でも使用したスライドだが、本来、不動産証券化の市場システムは特定の投資商品、例えばJ-REIT、CMBS、ノンリコースローン、私募ファンドが単独で成長できるというものではなく、それぞれが一つの生態系を成して全体としてバランスをとっていかなければ成長できないものと考えられる。個人や企業ないしは政府セクターが膨大な不動産を持っているが、安定化したぴかぴかの不動産はそのうちの一握りほどしかない。

安定化した不動産は規模が小さければ小規模な私募ファンドに行き、規模が大きければJ-REITに流れていっていいわけだが、そのような不動産が余りない。その不動産は何かの形で、例えばCRE戦略の中で、企業から出されてくる不動産は、企業のコアのビジネスではないがゆえに十分な管理が必ずしも行われていない。あるいは価値が極大化されていないの

で、それを逆手にとって不動産投資市場の中でのビジネスとしてとらえられているわけだが、こういったファンドに類するものがエクイティを出して、不動産を買って、その価値創造、再生を行っている。

(図表 7) 不動産証券化市場の市場システム



それに対する追加的資金はノンリコースローンから出ており、このノンリコースローンの足が短ければ、エクイティの投資家は不動産再生価値創造のプロセスを端折ることになる。すぐ転売するのであればそれでいいが、本来時間をかけて再生しなければいけないものについても、市場全体の中でのデット資金のアベイラビリティが短いものしかない、それに合わせていかざるを得ないため、ノンリコースローンの提供される期間が相当不動産の市場におけるプレイヤーのビヘービアを実質的に支配してしまう。

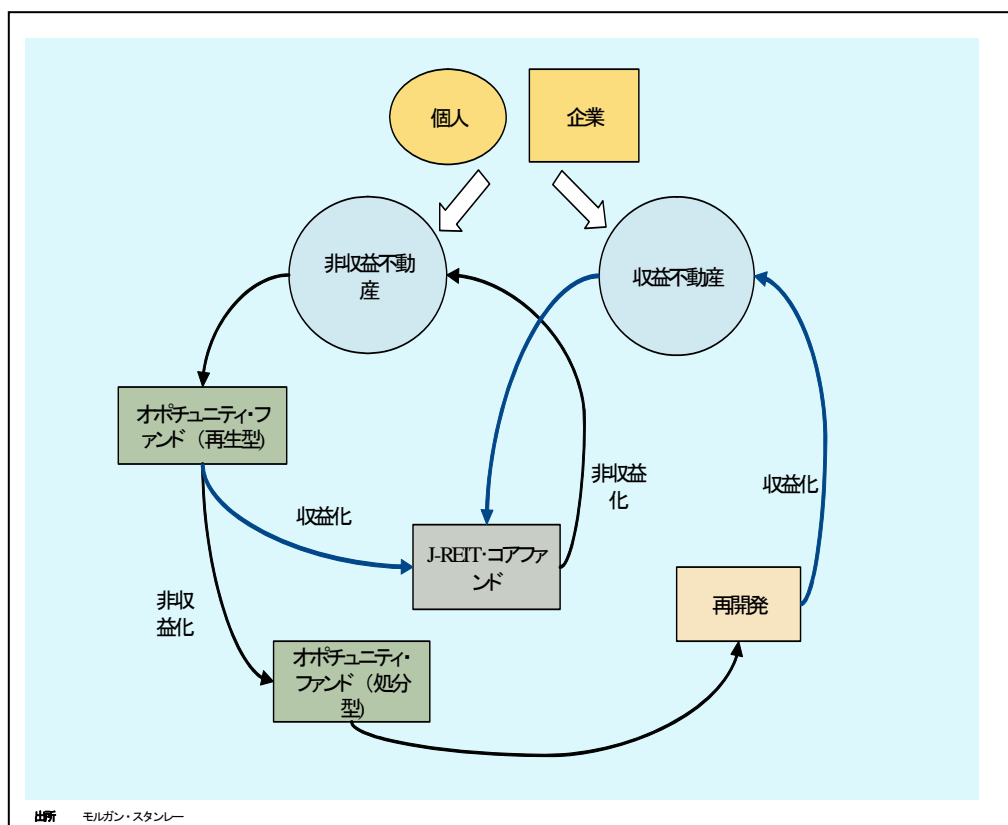
その結果、出されたノンリコースローンを証券化したCMBSに格付け機関が格付けを与え、機関投資家に販売するという行為は、機関投資家が投資という行為を通しながらこの再生プロセスのモニタリングを複数の目で行っていく市場システムだが、これまでの日本の不動産投資市場では、注目をなかなか浴びないところがあった。図表の右側のJ-REITなどのもう完全にでき上がってわかりやすい部分を伸ばそうとするが、そもそも資本市場に入ってくる不動産は必ずしもREIT適格なものばかりではないために、左側の再生市場の整備が安定的に進まず、様々なイベントによって適格不動産の供給がその都度多くなったり、少なくなったりす

る結果として、この循環システム自体がうまく回ってこなかった。

図表8は、この循環システムでの流れを示したが、個人や企業が持っている不動産があり、収益を十分生んでいない不動産が相当ある。

これはオポチュニティ・ファンドのところへいき、収益化すれば、J-REIT・コアファンドに行く。うまくいかなかった場合は、これを処分型のファンドに譲渡し、役者が変わり再開

(図表8) 市場を通じた不動産資源のリサイクルシステム



発のところに行く。再開発すれば、一旦は収益化するので、これを収益不動産化して、もう一回J-REIT・コアファンドにつないでいく。

J-REIT・コアファンドの中に入った不動産も途中で収益が低下するケースもあるので、その場合はもう一回再生型のファンドの中で回っていく。こういう一種の再生、リサイクルシステムがあることが理想で、米国の場合、不動産投資市場を見ると、これが機能してそれぞれが不動産金融ビジネスになっている。

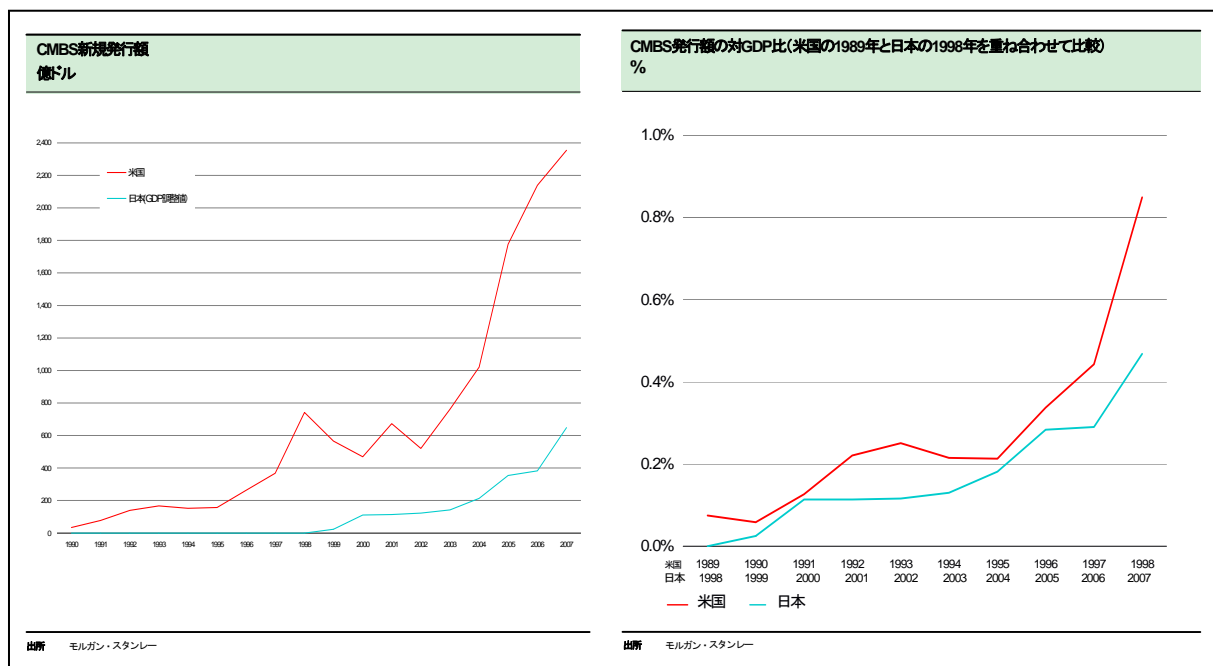
ところが、日本の場合はなかなか企業も個人も再チャレンジが難しい。1回だめになってしまふと誰も手を出せなくなってしまうというシステムなので、図表8のように回っていない。また、単に分かりやすいということだけでJ-REIT偏重ということになって来たところが非常に大きくきいているのだと思う。

図表9に、CMBS、不動産投資市場の中のデット部分の日米比較を示したが、米国の場合

は、1990年からCMB Sは始まっている。日本は90年代後半ぐらいから始まっているが、新規の発行額は米国の方がはるかに先に進んで、日本はいつまでたっても追いつけないと左の図を見ると考えてしまう。これはG D Pの数値で調整しているのに、日本の数字が少しかさ上げされているわけだが、それでも差は相当大きい。

しかし、右側のグラフは、米国の1989年、90年と日本の98年、99年の市場の草創期をG D Pの数値で調整をして重ね合わせたものだが、初期の10年ぐらいの動きは米国と日本は非常

(図表9) C M B S市場の日米比較



に似ている。この後、米国においては、このCMB Sを通じたデット資金の不動産市場への流入が年率で1%から2%ぐらいのところまでいき、これがそのままステイをしている。このCMB Sを通じたノンリコースローンの資金供給の期間の足が米国では、約8年弱で、G D P比で、今仮に2%として、それに8年掛けると、G D P比15%ぐらいの資金がこのルートで経済の中に流入し、上述したリサイクルシステムをビジネスにしながら投資市場として回転している。日本がこの後、米国と同じような形でいけるかどうかだが、現状はフローベースで、もともと足が短く、滞留資金のボリュームが少ない中で、なおかつG D P比で0.2から0.4%ぐらいのところまでステイしている。米国の場合はブレークスルーがあったわけで、日本ではこれからどうなるかは我々の努力次第にかかっている部分がある。

米国の数字が、0.4、0.5%というところから1%、2%まで上がっていった背景には同時並行的に情報開示の標準化推進があった。これは、日本証券業協会のワーキンググループで情報

開示の標準パッケージをつくるワークがあるが、その第1バージョンが米国でできたのが1998年で、これを契機にして市場が5倍から10倍ぐらいまでに拡大した。情報開示の定型化、標準化が進んだが、それだけの要因ではなく、そのころから約10年間にわたる米国の経済の持続的な成長と、それが一緒に合わさった。

結果において、私どもの調査の概算で、不動産投資市場が日米でどのぐらいの存在感を持っているかだが、米国はREIT市場で、今年の8月の時点だが約50兆円の残高、CMBSは、新規発行が低調と言われながらも残高は約90兆円、ノンリコースローンが約4倍の270兆円。私募ファンドのエクイティ部分が約150兆円で、合計で560兆円ぐらいの不動産投資市場となる。これはその時点での約1,500兆円という米国のGDP比で見ると、35%ぐらいになる。

一方、日本は、REIT市場を時価総額で見ると約5兆円、CMBSで見ると7兆円、ノンリコースローンは色々な数字があるが、20から30兆円ぐらい、私募ファンドのエクイティは私どものリサーチで計算すると8兆から13兆ぐらいで多少増減しているが、40兆円から50兆円ぐらいの規模になる。これは、国交省の投資適格不動産の規模と余り変わらない。GDP比で見ると、8%から11%ぐらいの数字だが、日米で相当の差があって、この部分が一つの伸びしろになってくる。これだけの資金が不動産投資市場に流入して、上述したリサイクルシステムや維持管理を担う形になっている。

(図表10) 金融市場の国際競争力強化と不動産投資市場の役割 (まとめ)

- ・ 金融市場の国際競争力強化にとって不動産投資市場が活性化することの意義は大きい
- ・ 不動産投資市場が健全かつ安定的に成長すれば、わが国の社会・経済にさまざまなプラスの作用をもたらす(経済成長・インフラ整備・内需に基づく金融市場の成長)
- ・ 「国際金融拠点」整備に必要なファイナンスは不動産投資市場の整備拡充と表裏一体
- ・ 不動産市場の持続的・安定的な整備における内外の長期資金導入の重要性
- ・ 政策金融機関の機能を代替できる不動産投資市場を作り出す必要性

図表10にまとめを整理したが、金融市場の国際競争力にとって不動産投資市場が活性化することの意義は非常に大きい。不動産投資市場が健全かつ安定的に成長すれば、日本の経済・社会に様々なプラスの効果、経済成長やインフラ、内需に基づく金融市場を成長させる助けになるという意味で非常にプラスの影響を与える。

また、昨今言われている国際金融拠点を整備しようという時に、必要なファイナンスをコーポレート・ファイナンスだけによって購うことはほとんど不可能に近い。今2つの緊急整備拠

点が指定されているが、この拠点のインフラ整備をするために、どのぐらいの資金が必要なのか。少なくとも、10兆円単位の資金が必要になってくると思う。

しかし、例えば今の比較的間接金融のファイナンスに困っていないと言われる大手の不動産会社が、銀行借入でどれだけの資金を調達できるかという点、恐らく1社あたり1兆円、2兆円が精いっぱいだと思う。そうすると、そういった大手の不動産会社が3社ぐらいあった時に、3兆から5兆ぐらいの資金しかコーポレート・ファイナンスによって不動産投資市場に流れてこないため、この不動産投資市場を整備・拡充をしていかないと、国際金融拠点を整備することすら、絵空事になってしまう。

この不動産投資市場の持続的・安定的な整備のためには、内外の長期資金、不動産投資市場を経由した長期資金の導入が非常に重要である。特にこの分野で、従来は政策金融機関が長期の資金を導入するという役割を担ってきたが、徐々に役割を縮小しているため、それに代替するものとして不動産投資市場が機能しなければ、不動産市場に長期の資金を提供する出し手がなくなってしまうと思う。

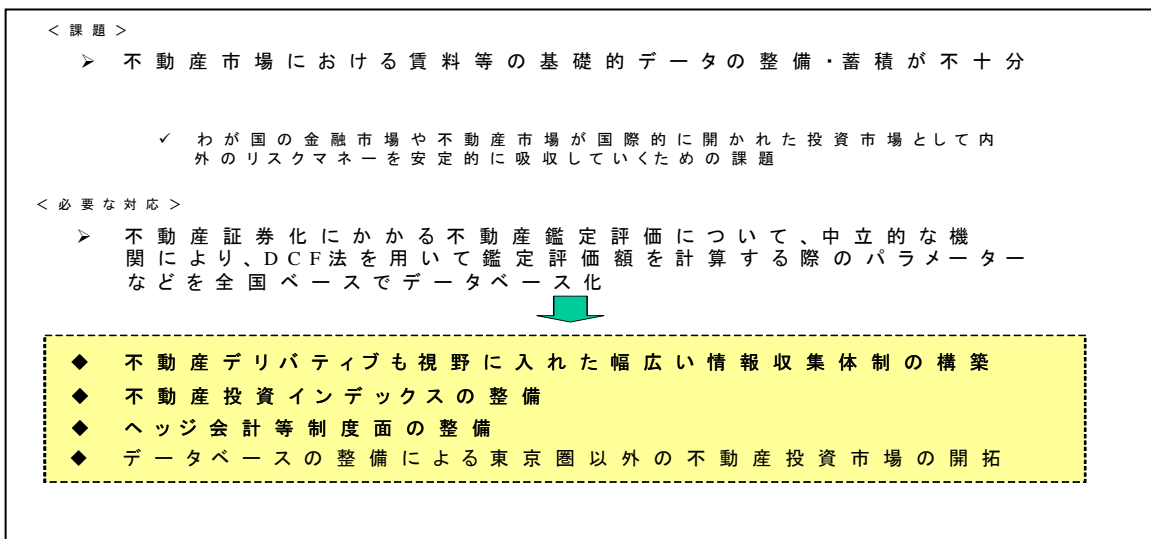
(4) 金融市場の国際競争力強化と不動産投資市場の役割

国際比較の観点から日本の不動産市場を見た場合に課題は4つある。1つは基礎的なデータ整備とその蓄積が遅れていること。それからもう一つは、出口におけるディスクロージャーの標準化の遅れ。さらに、上述した、不動産デット市場における制度的な障害や資金を実際に持ち込もうとした時に弾かれてしまうという制度的な障害がこれまでかなり大きく存在し、今も若干改善の余地がある形になっている。

最後に、そういったものを一つの産業として担っていくためには人材育成という部分が相当程度遅れているということがあげられる。

図表11に、基礎的なデータ整備の蓄積の遅れについて整理した。これは日本の不動産市場、ないしは不動産投資市場のトランスペアランスの問題で、それからこの国の金融市場、あるいは不動産市場が国際的に開かれた投資市場として内外のリスクマネーを安定的に吸収していくためには、乗り越えていかなければいけない課題である。ここにおいては、不動産会社において情報開示への抵抗感、一種の囚人のジレンマ的な国内の論理がいまだに強い主張としてあり、そこを乗り越えていかないと市場をきちんと開いて、一桁増やしていくような大きな市場にしていくことがなかなか難しくなってくると思う。


(図表11) 課題①不十分な基礎的データ整備・蓄積



国交省で既に検討し、作業が進められている不動産の鑑定評価についても中立的機関によって、様々なパラメーターを全国ベースでデータベース化するという動きが今年から始まっているが、これは推進していくべきであろうと思うし、その延長線上には不動産デリバティブその他も視野に入れた幅広い情報収集体制をいかにして構築・整備していくかという課題がある。結果として、不動産投資インデックスが整備されるような環境をつくる。それに付随してヘッジ会計などスペキュレーションに走らないようにするための条件整備。また、データベースを整備していくことによって、東京圏以外の不動産投資市場の開拓にいかに結びつけていくかが一つある。


図表12は、2つ目の課題のディスクロージャーの遅れについて示したが、CMBS・J-REITを含むすべての証券化商品においてディスクロージャーが進んでいるということが一部ある。しかし、標準化が遅れているわけで、情報開示を推進するだけではなくて、標準化を進めていかなければ比較可能性が出てこないなので、情報の価値がなかなか出てこない。したがって、それを推進することで、国際的な要請を受けながら、国内の制度として、この監督指針の改正を金融庁、自主規制規則の制定を日証協で鋭意進めている。その中には、かつての日銀の証券化フォーラムによる標準情報開示フォーマットの再検討や国際的に使われているCMSAのIRPを活用する。

(図表12) 課題②ディスクロージャーの標準化の遅れ

<p>< 課題 ></p> <p>➢ CMBS・J-REITを含むすべての証券化商品におけるディスクロージャーの標準化の遅れ</p> <p>< 対応 ></p> <p>① 金融庁の監督指針改正と日本証券業協会を中心とした証券化商品の情報開示の標準化と販売体制整備のための自主規制規則制定の動き</p> <p>② 日本銀行「証券化フォーラム」による標準開示フォーマットの再検討</p> <p>③ 日本版 IRP (Investor Reporting Package) の整備 (CMSA)</p> <p>④ 新不動産鑑定評価基準の有効活用と見直し</p>

<p>◆ トレーサビリティ(追跡可能性)の確保</p> <p>◆ 海外投資家資金の流入を促し、不動産市場の国際化を促進</p> <p>◆ 取引コストの縮減により、不動産投資市場に流動性を付与</p>

また、これからの流れとして、新しい不動産鑑定評価基準をさらにこの中で有効に活用し、見直してより有効に活用できるような形で永続的に調整をしていく必要がある。その結果として、投資商品ないしは不動産投資市場全体としてのアセットのトレーサビリティ確保、それから海外投資家の資金流入を促して、日本の不動産市場の国際化を推進する。また、取引コストの縮減によって、不動産投資市場自体に流動性を付与するところにつながる。

(図表13) 課題③不動産デット市場における制度的障害

<p>< 課題 ></p> <p>➢ エクイティ投資家がデット資金を調達する際に制度的障害(特定目的会社の借入先制限など)が存在</p> <p>✓ 債務者が特定目的会社(TMK)の場合、TMKの税務上の導管性を保ち、配当金の二重課税を避けるには、資金調達先を適格機関投資家(QII)に限定せざるを得ない</p> <p>✓ 現状の税務上の適格機関投資家の枠内では、比較的短期の資金運用を行うことを主な運用スタイルとしている都市銀行、外国銀行、系統金融機関、地方銀行等に投資家層が限定される</p> <p>✓ リファイナンスリスクの回避のため、運用ホライズンが短く設定される傾向</p> <p>✓ 不動産市場において比較的短期の収益化を狙った投機的運用を誘因するリスク</p> <p>< 対応 ></p> <p>➢ <u>年金資金等、長期運用ニーズのある潜在的デット投資家への市場開放</u></p> <p>✓ 2008年4月より、税務上の適格機関投資家に、海外年金基金、外国政府機関の100%子会社等が含まれることに(自民党平成20年度税制改正大綱、租税特別措置法改正)</p> <p>✓ QII届け出期間の通年化が望まれる</p> <p>✓ TMK自体をQIIに含めることが課題</p>

<p>◆ 不動産投資市場への内外長期安定資金の導入が急務</p>

図表13に、3つ目の課題である、デット市場における制度的な障害を示した。これは若干瑣末な部分だが、債務者が資金を調達して、不動産を購入しようとする時にTMKを使う場合、

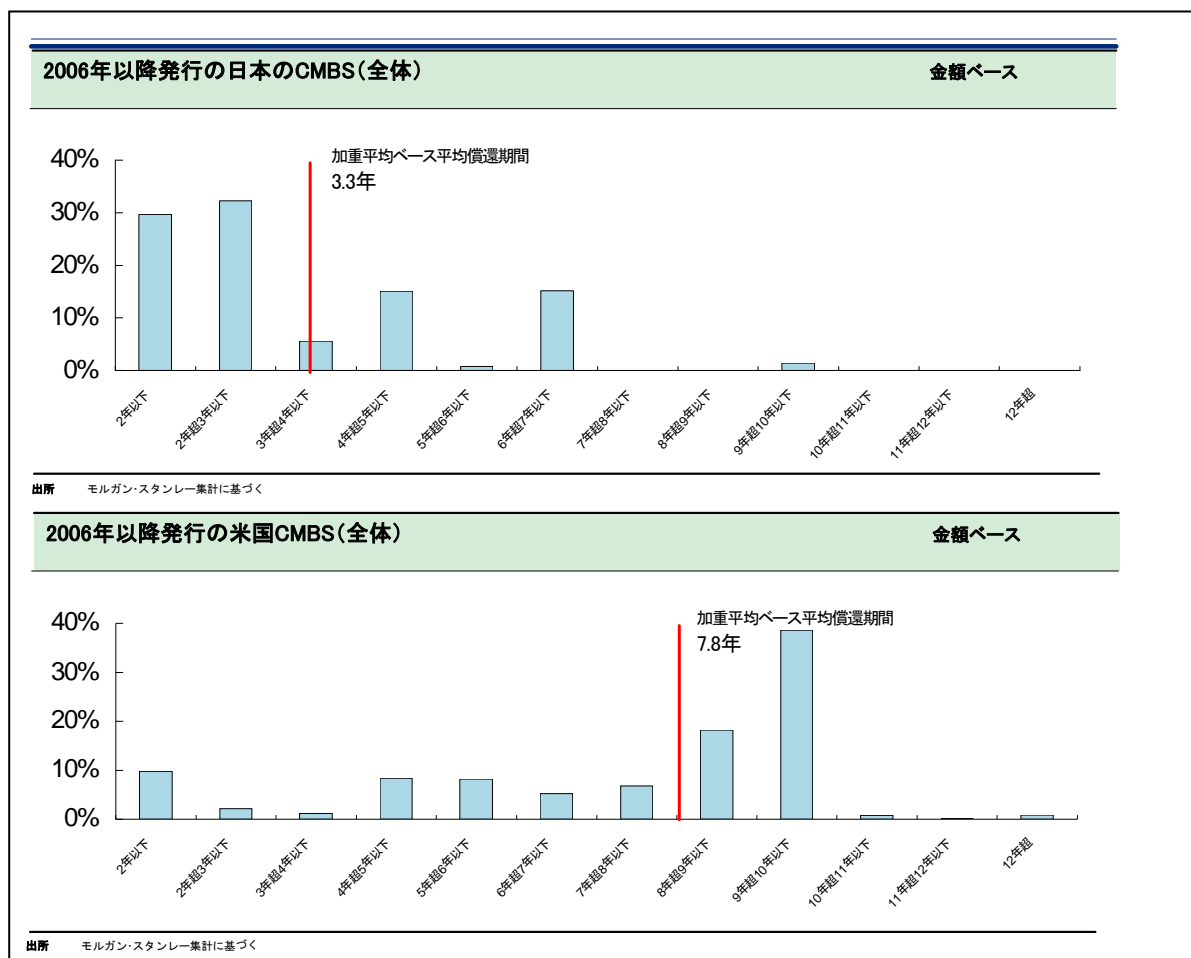
TMKのSPCとしての税務上の導管性を保つために、資金調達先を適格機関投資家に限定せざるを得ない。ところが、適格機関投資家は、銀行が中心になっているので、なかなか長期の資金がそこに入ってこない結果として、エクイティ投資家の行動がどうしても短期のホライズンになってしまうということがある。

これは、本年4月の租税特別措置法の改正により、海外年金基金や外国政府機関の100%出資子会社、あるいは国内の適格企業年金が含まれるようになったわけだが、依然として届け出期間が通年化されておらず、1年のうち2カ月でしかなかったのが4カ月になったが、投資家のメンタリティを考えた時に、投資をしたい時に届け出ができないという状況にあり、これを何とか通年化することが求められると同時に、海外の投資家が日本でTMKの適格機関投資家になるためには、国内に法人を設立しなければならないため、その法人には法人税がかかってくる。その結果、投資の効率が著しく低下することになり、今のような緊急避難的な状況では、投資のリターンが非常に高くなっているため資金が入ってくるが、平時になればなるほどそういう資金は徐々に引き潮のように消えていってしまうシステムがビルトインされてしまっている。このあたりについてはわが国の不動産投資市場への内外の長期安定資金が長期にわたって滞留するような制度の枠組みを導入していくことが必要だと考えている。

デット資金のノンリコースローンだと、期間が表に出てこないが、証券化されると相当、表に出てくる。図表14に、過去2年間の日本と米国のCMB Sの発行された時点での期間をプロットした。上が日本で下が米国だが、市場全体の加重平均は、日本が3.3年、米国が7.8年、これがかなりエクイティのビヘービアを縛っている。非常に短いものが多く、2年から3年たったら日本はほとんどの人がお金を返す必要がある中でエクイティの人が運用している。

米国の場合は、逆に短いものは余りなく、8年、9年、10年という長いものなので、その中で不動産のサイクルは途中にあるかもしれないが、いい時に売ったり、あるいは長期的な修繕計画を立ててメンテナンスをしていくことができる形になっており、見かけ上は、日本と米国は同じようなスコープで拡大してきたと図表9で述べたが、中身に入ってきている資金の長さは大分違うわけで、このあたりがTMKによって相当影響を受けている。

(図表14) わが国及び米国におけるCMBSの平均償還期間

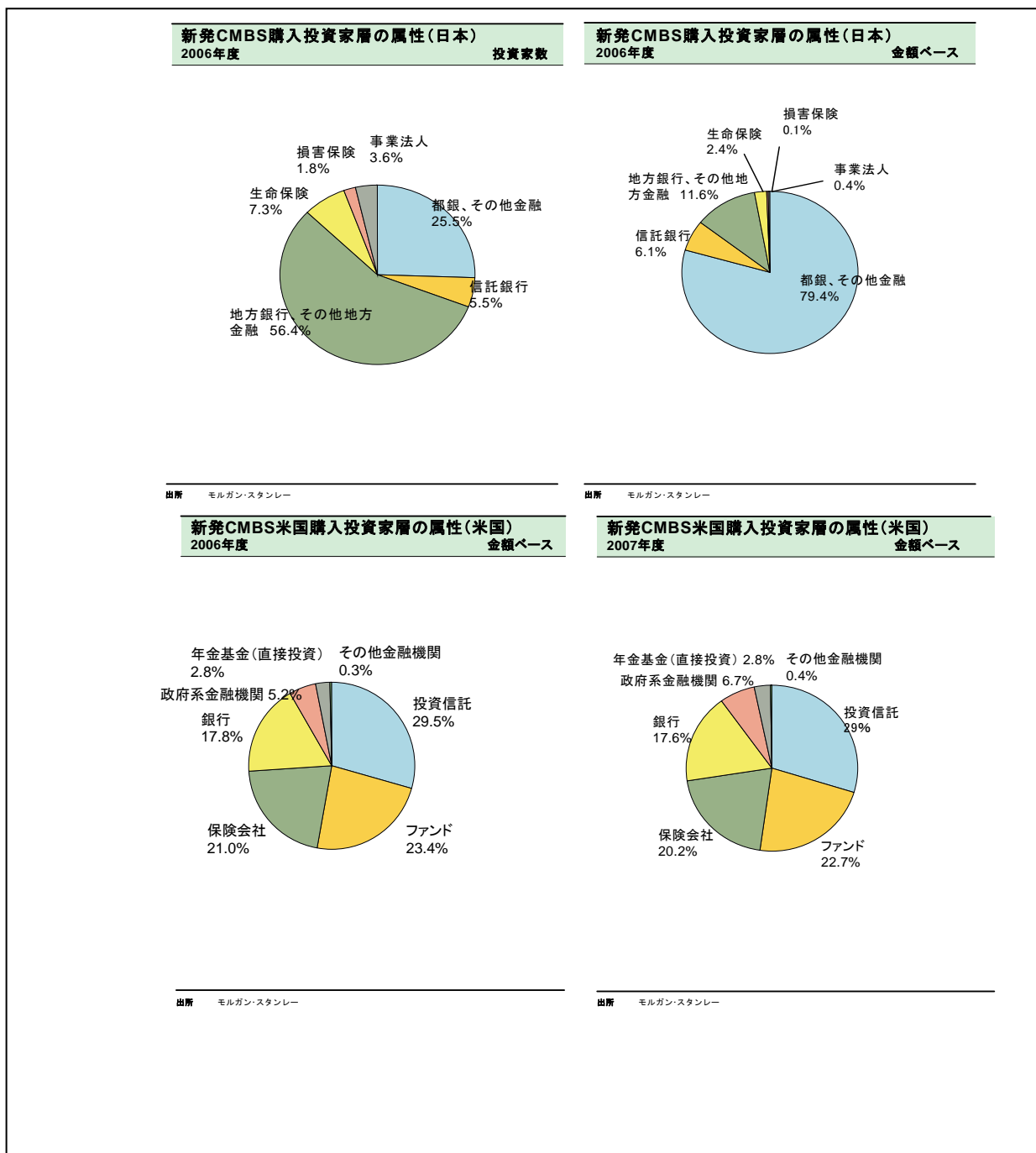


図表15に、どういった人がそこに資金を出しているかを示したが、日本は数でいけば地方銀行が多い。ところが、金額で見れば、東京のメガバンク、ないしは系統金融機関が圧倒的に多い。米国の場合は投資信託とか、ファンド、保険会社、銀行は全体の17%しか2006年、2007年においても占めておらず、投資信託は個人の資金がここに入っている。ファンドも年金の資金その他が入ってきているという意味で相当長いものが入ってきている。この中身をブレイクダウンすると大きな違いになってきている。

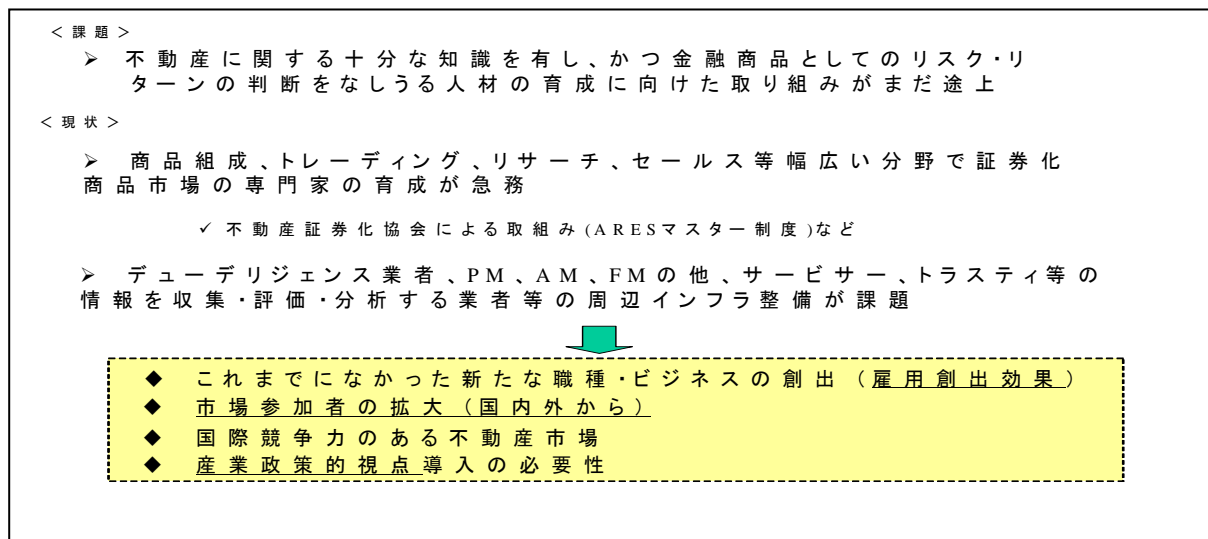
図表16に、4つ目の課題である、人材育成に関する取り組みを示した。相当幅広い分野で人材の枯渇がある。これを考えると、これまでになかった職種・ビジネスの創出であり、雇用の創出効果ということになるし、そういった人材が不足しているということであれば、国内外からの市場参加者を呼ぶ必要がある。新しくつくるという意味では拡大に結びつくだらう。それから、同時にそれをすることによって、不動産の価値の向上ということで、国際競争力のある不動産市場をつくっていく。それをやるに当たっての産業政策的な視点がなかなかこれまでなかった。これは金融も不動産も成熟産業であるが、不動産投資市場は、まだ幼稚産業であ

ると考えられる。それに係わらず、どちらかというとな熟産業的な大人の扱いを若干受け過ぎ
てきた結果として、うまくここが育っていないのだと思う。

(図表15) 日本および米国のCMBS購入投資家層の属性



(図表16) 課題④人材育成に関する取り組み



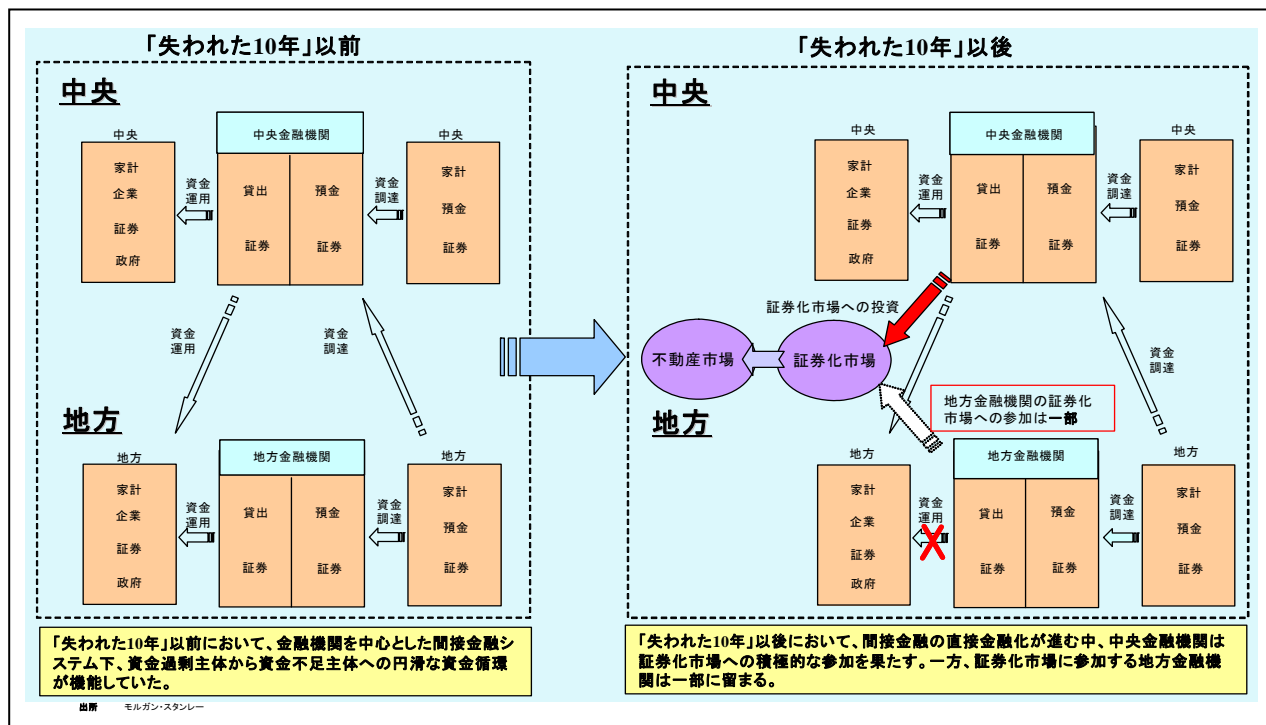
(5) 地方の不動産投資市場の活性化策について（「地方のまちづくりに役立つノンリコースローン市場整備に関する研究会」報告書より）

地方の不動産投資市場の活性化についてだが、地方銀行に色々なアンケートを行なった結果、色々な声が出ている。例えば、「失われた10年以降、地方経済は切り捨てられた」、「地方に資金が回らなくなった」、「証券化、証券化というけれども、何の役にも立っていないんだ」、「こんなものが進んでも中央と地方の格差が拡大するばかりだ」、「難し過ぎてわからん」などという意見が実際に出ている。

図表17に、「失われた10年」の前と後の状況を示したが、「失われた10年」以前は中央も地方も間接金融が中心であったので、家計が銀行に預金をして、それを銀行が貸出をするという形で資金が地域内でも国内でも回っていた。ところが、「失われた10年」以降は、DCFが導入され、アセットファイナンスが入ってきた結果として、中央でも地方でも特に不動産の分野については証券化を介在させる資金調達でなければ、なかなかバブルの時の貸出と同じような形では是認されなくなってきた。

そういう中で、中央は図表の右の上を示したように。大手のメガバンク中心に、それに合った形でのアセットファイナンスを従来のコーポレート・ファイナンスの代替としてかなり拡充をしてきたが、地方はそれが遅れてきており、従来の細っていくコーポレート・ファイナンスは残っているが、アセットファイナンスは、ノウハウ、経験がないままできてしまった。

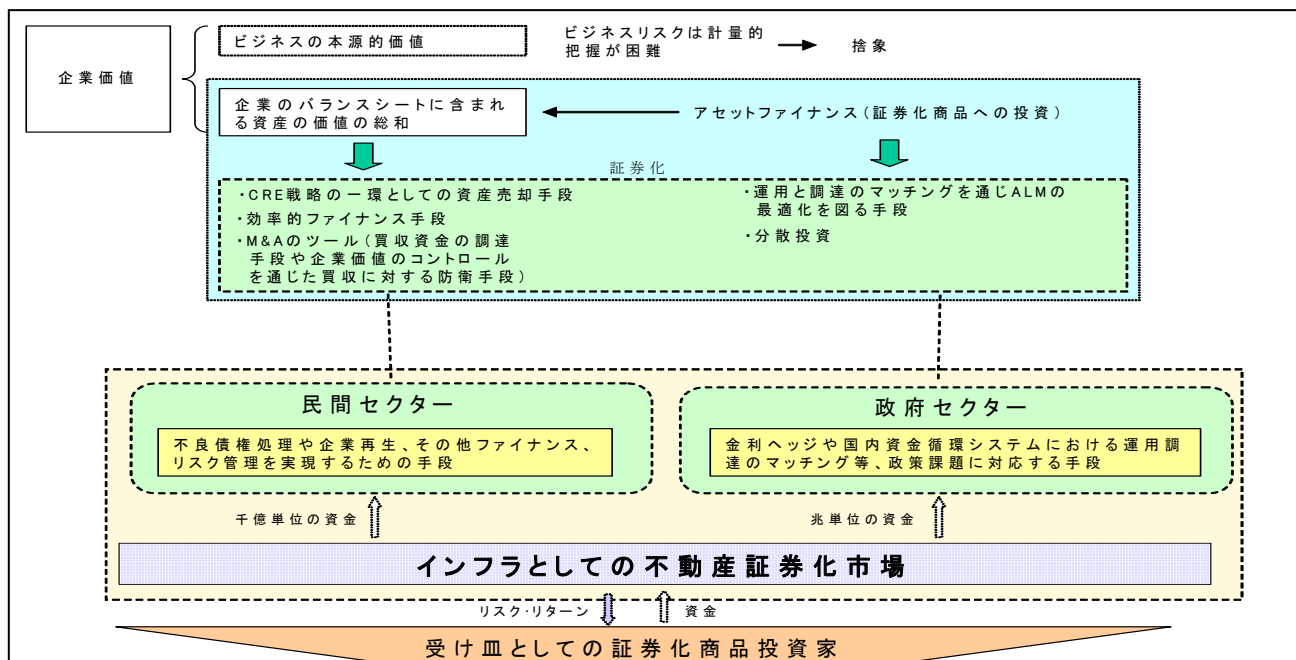
(図表17) 証券化市場の誕生と資金循環構造の変化



ただ、これまでは、にじみ出る形で中央の資金が地方に流れてきたので、資金の融通という点で表面的には大きな問題はなかったが、選択と集中という形で中央回帰という動きが進んだため、地方経済が取り残されてしまった。

図表18に示したが、コーポレート・ファイナンスにおける企業の価値を考えた時に、ビジネスの本源的な価値の部分と、それから企業のバランスシートの中に含まれている資産の価値

(図表18) 企業の借入ニーズの変化とその背景



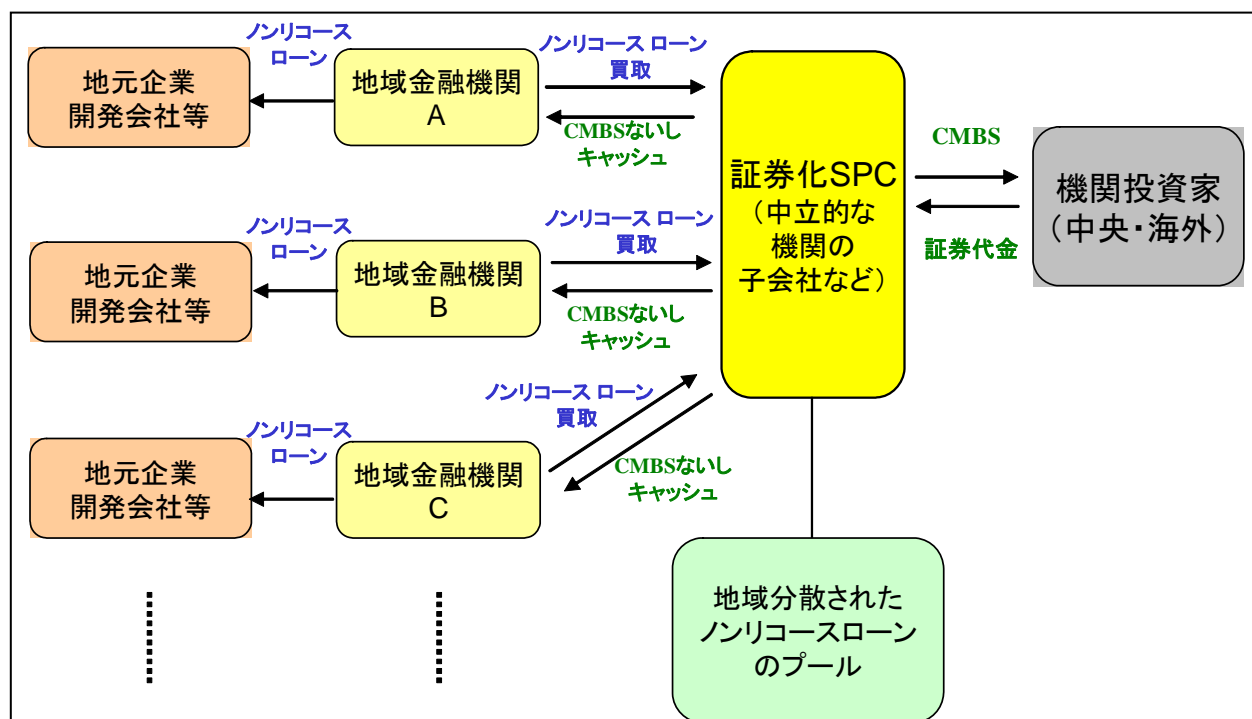
の総和があって、この両方をベースに、従来の貸し出しは行なわれてきた。しかし、これを分けることが、失われた10年以降、日本においても一般化してきている。

図表の下の部分にはアセットファイナンス。地方の金融機関の悩みは借入のニーズがなくなり、資金が貸せないこと。本来のビジネスの部分については、引き続きお金を借りるというニーズがあるが、従来であれば、コーポレート・ファイナンスという形でファイナンスがつながっていたこのアセットファイナンスの部分が、地方の金融機関のスコープの外側に出てしまった。結果として、投融資の対象となるパイが半分ぐらいになってしまったわけだ。

これについての対応が今まで行われてこなかった。上述したように、不動産証券化、不動産投資市場におけるビジネスは、日本の特質に根差した戦略産業分野だと考えられるし、金融の国際競争力における競争の主戦場の一つだと言える。ただ、そこにおいて、次々に生み出されるべき金融のイノベーションの成果、これを地方に導入し、地域の活性化に結びつけることも可能ではないかということで、一つの地域活性化の起爆剤になる。これは新しいものを何か持ってくるのではなく、もともとあった地域内の資金調達経路の再生という機能を不動産投資市場を通して証券化という形で行うことで、欠けてしまったものを元に戻すことになる。

その結果として、新しい職種の雇用の創出、都市の地域のインフラの維持管理に役立つ資金をいかに導入していくのか、まちづくりへの資金供給をどうしていくのか、同時に、地域の経済の成長基盤としての経済活動の場をいかに提供していくのか、という切り口にあると思う。

(図表19) 地方の不動産ノンリコースローン市場整備のコンセプト



図表19に、具体的に研究会の方でまとめたものを整理した。地元の企業が、今のような条件に合わせた不動産の開発をやっていた時に、ここに地域の金融機関がノンリコースローンを出していく。ノンリコースローンを出すだけだと、ローンがたまっていくだけなので、それを一旦、中立的な性格を持ったSPCが、公的な資金を裏付けに信用補完をする形で、一旦買い取り、その上澄み部分を金融機関のニーズに応じてキャッシュないしはCMB Sという形で売り戻していく。その結果として、地域の資金の循環が回ると同時に地域金融機関は、ローンという形で持つか、ないしは投資商品としてのCMB Sとして持つかが選択できる形で預貸率の劣化に対する一つの歯止めと経営の自由度を持つことができる。

これは、今まではなかなか難しかった。その理由の一つはノウハウが不足しているということ、それを個別の地域金融機関にやらせたらとんでもないものが積み上がってくる可能性があるという中で、情報開示の標準化が証券化において進んでいるので、それをベースにして、でき上がり商品としての情報開示が標準化されるので、大もとの契約書式その他の標準化もできる。審査体制自体も標準化しようと思ったらできるわけで、その結果として、地域金融機関ごとに統一されたフォーマットのノンリコースローンを出して、それを束にして証券化をすることが今徐々にできつつあるような体制が整備をされてきている。

図表20から図表22に、「地方のまちづくりに役立つノンリコースローン市場整備に関する研究会」の報告書を示した。報告書の対象は、上位の政令指定都市からまず始めている。地方としては、個別に一つ一つ証券化しようと思うと、必要な費用を捻出できない小規模案件が多いので、それを集約するということが必要で、ノンリコースローンの市場においても、ニーズとして標準化が進むと、この取り組みが容易になってくる。同時に、これを証券化して束にすることによって、ノンリコースローンのパフォーマンスのデータが蓄積され、その結果として評価の精度が高まる。それから、それを活用した地域企業に対してCREの支援が金融機関によって可能になってくるということがある。

(図表20) 地方のまちづくりに役立つノンリコースローン市場整備に関する研究会（1）

報告書の概要

I. 研究会の概要

- ・研究会の趣旨、目的、検討経過、委員構成を記載。

II. 現状の課題

1. 投資対象エリア
 - ・地方都市は上位の政令指定都市である大阪市、名古屋市等に限定。
2. 投資対象物件
 - ・地方都市では証券化の組成に必要な費用を捻出できない案件が多い。
3. 技術、知識、データ不足
 - ・地域金融機関にはアセットファイナンスに係るノウハウ、リスク管理体制が不十分。
 - ・地方物件については投資判断に必要な情報が不十分。
4. オフバランスニーズ
 - ・地方では、不動産所有者にCREの考え方が十分に浸透していない。
5. 新BIS規制
 - ・地域金融機関はノンリコースローン残高を増やし難い。

今後のニーズ

1. ノンリコースローン市場

ノンリコースローンの標準化が進むと、ノンリコースローンの取り組みが容易。
ノンリコースローンのデータが蓄積され、評価方法の精度が高まると、ノンリコースローンの取り組みが容易。
当該スキームを活用して地域企業に対してCRE支援が可能。
特定取引先の融資残高が過剰になっている場合、CPMや総額管理という観点から当該取引先の物件の一部を流動化するニーズがある。

2. CMBS市場

投資バリエーションの一つとしてCMBSに対するニーズは強い。
ノンリコースローンが均質化・標準化されると、投資判断(トレーサビリティ)が容易。
多くの地域に係るノンリコースローンであれば分散効果が図れ、証券化が可能。

対応策の検討

1. 対象物件等

- ・物件用途は、限定せず。
- ・対象地域は、政令指定都市を含めた地方都市を対象。
- ・投資採算性レベルは、一定の収益力は確保し、若干の資金供給や工夫により証券化可能な物件。
- ・既存物件を当面は中心とし、状況に応じ開発型物件をも対象。
- ・レンダーは、原則として地域金融機関を対象。

2. 情報開示の標準化

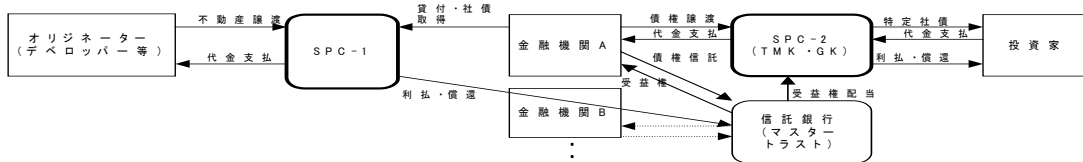
- ・投資家等は地方に分散する全物件を同一尺度で評価可能な情報開示が必要。
- ・レンダーはノンリコースローンに取り組むための参考として全国目線に立った情報開示が必要。
- ・情報開示の内容の基準として、日本証券業協会「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」が制定作業している「統一情報開示フォーマット」を活用。

(図表21) 地方のまちづくりに役立つノンリコースローン市場整備に関する研究会 (2)

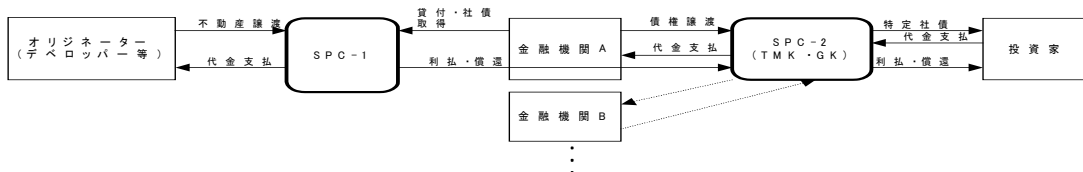
スキームの検討

1) 基本形態

□ マスタートラスト方式



□ マスタートラスト不採用



2) モラルハザード抑止策

① 劣後受益権

・最劣後部分をオリジネーターに取得させる方法。

② 証券化商品の優先出資

・オリジネートされたローンが束ねられ、平均化した証券化商品の劣後部分(優先出資)を取得させる方法。

③ 買い戻し義務

・売却したノンリコースローンがデフォルトした場合、そのオリジネーターに買戻義務。ただし、オリジネーターにとって過大な負担とならないように留意。

④ 債権買取審査の厳格化

・レンダーから買い取るノンリコースローンの買取の厳格審査。

⑤ オリジネーターの範囲の設定

・対象を地域とのリレーションが特に強い地域金融機関に係るノンリコースローンとする。

地域ということになると、地域偏在のリスクがあるが、これは書式を標準化をするわけだが、中身の多様化という形では分散効果を図ることができるのではないかと。図表20の対応策の検討では、情報開示の根幹になる内容の基準として、証券業協会の証券化商品の販売に関するワーキンググループが制定をしている統一情報開示フォーマットを使うことによって、これがノンリコースローンに取り組むための全国目線に立った情報開示の基準になる。投資家としても、これを同一尺度で評価可能な情報開示になってくるということで、今現在はマスタートラストという形で全体のプールを取りまとめる方式と、それからある程度の期間を区切ってまとめていく方式と2つのものがある(図表21参照)。

問題点はモラルハザードで、公的資金の導入などが続くと、モラルハザードになるので、それにどう対応していくのかを検討しているが、同時に波及効果においては無視できないものが相当ある(図表22参照)。本研究会との関係でいくと、情報開示が標準化され、データベース化することによって、不動産自体のパフォーマンスとノンリコースローンのパフォーマンス、双方のデータベースの構築が地方において可能になってくる。それがリスクマネー、投資の資

本市場の資金の流入に当たっては非常に重要なポイントになってくる。

この公的支援の策については、今後も引き続き検討していかなければいけない。

(図表22) 地方のまちづくりに役立つノンリコースローン市場整備に関する研究会 (3)

波及効果

1. 地方への証券化の浸透
 - ・スキームが順調に稼働し、不動産証券化事業のマーケットが拡大されればプレーヤーが育成され、地方の不動産証券化市場に係るインフラ整備が図られる。
2. まちづくりへの波及・地方不動産市場の活性化
 - ・情報を蓄積化することで、地方不動産の投資分析が容易になり、リスク判断が出来ないという理由で資金がつかない地方都市の物件においても資金調達が可能。
 - ・AM業者、PM業者といった専門業者が不動産管理運用を行うため、地域の不動産価値が向上。
 - ・地域金融機関は、地元企業にCRE支援可能。
3. 地方における不動産鑑定士の精緻化
 - ・地方の定性的情報を加味して判断できる地方の不動産鑑定士が評価することで確実性が向上。
 - ・地方にER作成者がいないことは課題として残る。
 - ・DCF法が証券化関連プレーヤーの共通言語となり、投資家間の信用リスク評価の比較が容易。
4. 情報開示の標準化・データベース化
 - ・不動産とノンリコースローンの双方に係るデータベースの蓄積が可能。

公的支援策について

1. 本スキーム実施にあたっての課題
 - (1) 制度実施の初動期に係る課題と公的支援の必要性
 - ・制度の浸透が不十分であることに起因するコストアップ
 - ・債権プールが小さいことによるコストアップ
 - (2) 地方における不動産証券化のノウハウ・人材の不足
2. 初動期におけるスキーム立ち上げ支援
 - (1) 国の支援のあり方の検討
 - ・モラルハザードを誘発しないこと、支援は初動期に限定。
 - ・低採算の公益的事業については、個別支援による支援。
 - (2) 具体的な支援スキーム(案)
 - ①メザニン部分への出資
 - ②メザニン部分への損失保証
3. 地方の不動産証券化のノウハウ・人材育成
 - ・「地方における不動産証券化市場活性化事業」の活用など

(6) 質疑応答

●吉田委員 日本不動産市場ではノンリコースローンが非常に短期で、特に米国と比較しても、半分以下の平均期間ということで、非常に短いということを再認識した。しかし、何年で調達しようとも、何らかの形である種の借り換えをしていかざるを得ない。それは日本でも米国でも同じだと思うが、その部分はどうなっているのか。純粋に理屈から言うと、借り換えさえうまくいけば、短いもののロール・オーバーでもいいはずだが、何らかの借り換え的な部分の難しさがあるのか。

●赤井委員 米国の場合は、図表14に示したように、一番左側の2年以下というところに一

つの山があって、次に8年から9年超のところに山がある。ある程度、再生が必要なものは、2年の山のところに相当集中している。不動産がある程度定量化してくると、長期の10年ぐらいのファイナンスに切り替えることがよく行われる。また、借り換えも10年の途中で行うこともある。もともと不動産サイクルは10年前後、10年超というのがあるので、CMB Sという市場がつけられた時に、そういう流れが米国の場合は長いものでなければいけないという前提となっていて、長い資金をとっておいて、途中でいいサイクルが来た時にリファイナンスをするということがある。そのフレキシビリティもあった。

ところが、日本の場合は、手前の方にほとんど集中してしまっていて、サンプルの数も規模も10倍ぐらい違うが、いいものについては長いものがたまたまついているという状況である。そのため、ほとんどのものが、次から次へと短期で借り換えをすることになる。

昨年、一昨年ぐらいまでの流れの中では、エクイティを持っているボロアー自体が、流動性が常にあって、いつでも資金はとれるということで短いものを選考した。そのため、短期の方が低い資金調達コストになってくるので資金効率を維持することも出来た。とにかく一、二年、まとめて持っていればJ-REITに上場できるので、その時にパーマネントの資金で返せるので、ひどいケースになると、できるだけ安い資金の方がいいという形で進んできた。相当、中に入っている人たちのメンタリティ、ビヘービアが違うということがある。

米国の場合は、もともとのRTCで証券化が始まったわけだが、民間のCMB Sを拡大する過程においては、生命保険会社を中心となって市場をつかっていった。生命保険会社の中でも不動産エクスポージャーのスワップをする際、例えば特定の地域に偏った不動産をエクスポージャーが持っている場合、Aという保険会社とBという保険会社が4分の1ずつ中身を交換し合うとか、そのツールとして証券化が使われたりしたので、大分そこら辺のところは違ってくる。日本はどうしても不良債権の処理で、かなりオポチュニスティックな資金が入ってきたものが、そのまま残ってしまった部分があり、一つ間違ると、易きに流れることもあった。米国ではCMB Sは保険会社という不動産のプロが形をつくりあげた。日本は不動産会社がつくったので、不動産会社の方は資金がとれるか、とれないかについては非常に関心が強いが、資金の長さとか、ALMという発想は持っていないので、そこら辺のところは、今ここに来て足元をすくわれている原因でもある。今年の3月、来年の9月など非常にリファイナンスで困っている方も多いわけだが、彼らが資金調達した時は、当時は例えば3年とか5年のファイナンスの手段もあったが、あえてそれを望まずに1年か2年を選んでいたので、それに今自從自縛になっているという部分があると思う。不動産サイクルという観点がどうしてもなくて、一方向

の不動産市場の流れという中での調達行為が行われていた。

それを助長したのは、デットの資金の出し手が適格機関投資家という形でどうしても縛られていたために、短期の流動性を流入しやすかったということだ。

●細野委員 図表15の上の、日本のCMB S購入投資家層の属性だが、米国では生命保険会社が購入したとのことだが、日本では生命保険のシェアが資産規模に比べると小さいように見えるがなぜか。また、公的な年金は規制で持たないのか。

●赤井委員 公的な年金、年金全般の部分があるが、年金の場合は日本ではインデックスにリンクをしたパッシブなバイヤーが相当多いわけで、市場の草創期においては、市場におけるプレゼンスが少ないものに対しては資金が入っていかない。ある程度大きくなってから徐々に入ってくる傾向がある。その中で、アクティブ運用する年金が出てくればありえるが、今までは不動産の信託受益権が有価証券になかったとか、そういう制度的な理由もあり、ボリュームが十分でなかったこともあって入ってこなかった。生命保険会社が入ってこれない理由は全くなかったと思うが、これは若干感覚的な問題になるが、短期の資金を運用している人は割合ディシジョンメイクが早い。長期の資金を運用している人はディシジョンメイクが遅いため、現実問題として市場で買えないという事情があって、そこに対する取り組みが市場全体の中で非常に遅くて、すぐ動いてくれる人に売ってきたという部分がある。不動産の分野に限らず証券化においては、例えば住宅ローンの証券化を住宅金融支援機構が、行った時は、第1回債を生保は全く買っていない。全部銀行。35年の住宅ローンに基づく固定金利のものほとんどを銀行が買っている。銀行の人たちはトレーディングツールとして買ってしまったので、もう売ったり買ったりすぐしてしまう。結果的にトリプルAの政府保証債でありながら、当時は、トリプルBか、シングルAぐらいのスプレッドで売らざるを得なかった。本来、買うべき人たちのところにきちんとつないでいなかったため、証券化が介在した投資市場がまだ未幼稚産業だと思うのは、そこまでの理念に基づいて制度をつかって資金をつないでいくことをやってこなかったからだ。何かをつかって、その瞬間に買ってくれる人がいたら、その人たちに売っていくことをやっており、そこから資金をとってきた。それが見直されなければいけない。それをきちんとした資金がつなげるような制度の枠組みをつくっていくことによって、それを促進していくことが急務である。

海外の場合は、もともと長いものは長いものつないできた。ところが、その後この5年ぐらいはそれをもう一回細切れにして、二次証券化にして、短いものとどんどんつないでしまったわけで、その手前までは比較的うまくいったが、日本はそこまですらいっていなかった。

●細野委員 外国人が全く入っていないように見えるが、英語でのディスクロージャーがないからか。

●赤井委員 この中には外国人はある程度入っている。特に、一昨年の後半から昨年にかけては、かなり銀行のところに入っていた。ただ、問題は、昨年の会社法の改正で合同会社が導入される前までは、いわゆる外国人が買えるような、ユーロ社債の形でCMB Sを発行するというのが事実上できなかった。国内のTMKを買うためには、外国人の中でも東京に法人を持って、銀行免許を持っている外銀の東京支店などは参加できるが、直接海外では買えない。これは証券化市場の草創期においては、ケイマンのSPCがよく使われた。外国人が先導する形で市場が拡大してきた部分があるが、国内の資産流動化法などの制度が整備されている結果として、国内回帰の動きがあって、目論見書も日本語で書かなければいけない。ユーロの時は英語だった。日本語で書いて、なおかつ国内のブックイングエンティティがないとなかなか買えない。それも、適格機関投資家でなければ買えないという意味では相当閉め出しをくらっていたというのが2005年、2006年ぐらいまでの状況で、外国人からすると90年代後半の日本の不動産市場、証券化市場はよく見えたが、資産流動化法が導入されて、それが定着してからかえって見えにくくなった。つまり、国内の市場になってしまった。ただ、GKの導入によって、ユーロ社債が直接国内向けに発行できるような形になったので、それで海外に向けて市場が開きかけた時にサブプライム問題が起これ、にわかにはそこはまた閉じてしまったという形になった。

●前川座長 地方の話で基本的な認識だが、失われた10年以後、地方の不動産市場に流れるお金は数字的に明らかに少なくなっているのか。

また、基本的に資金の流れる元の不動産マーケットがあって、例えば地方だと売ろうと思っても売れないという流動性リスクとか、あるいは競争者が入ってくると一気に変わるというような、非常にマーケットが小さいので競争の脅威がある。そういったマーケットリスクがあることに対して、価格が正しく評価されていないから資金が回らないというか、地方経済の問題というか、根本的な問題はかなり大きいのか。

●赤井委員 根本に問題があるのだが、そこまで検討する前に資金を出すのをやめてしまっていることが相当大きいと思う。本来であれば、地方銀行の一つの見方である預貸率などを見ても、この10年ぐらいの間にどんどん悪くなっている。預金はあるが、貸出が減っている。それが100%地方経済の停滞によって説明できるかだが、いくつかの地銀で検討してもらったことがある。資金を返済する企業に、なぜ資金を借りなくていいのかを聞いたアンケートによると、リストラを行って、不動産を売ったので、従来はその部分の資金も運転資金に借りていた。

CREをある程度やったということで、結果として必要がなくなった資金なので、本業に特化して資金は要らなくなったというケースがかなりあって、従来であれば、業務の多角化で、何かのビルを建てたり、アパート建てたりということの本業とは別にやっていた企業がだんだんそれをしなくなった。ただ、いい案件ものについては、中央の投資ファンド、金融機関が売って肩代わりをしていた。

地銀に地元企業から基金が返ってきたが、地元企業は、不動産売った原資で資金を返してきた。売った不動産はどこかのファンドが買った。そこに東京の金融機関がノンリコースローンを出しているというケースが非常に典型的にあらわれて、この人たちが今サブプライム問題が起こって、中央回帰で、東京に集中しようという動きがある中で、ある日突然撤退してしまう。そうすると、地方の不動産バージョンの資金繰り倒産のような、突然メンテナンスのお金がなくなってしまって劣化していく。それが地域の中心市街地の空洞化みたいなものに結びついてしまうというリスクが今非常に起こってきているのではないか。

一番問題なのは、本来的に地方の不動産でもあればキャッシュフローが読めるようなものに対して資金を出せと、新幹線がとまる、政令指定都市の大きな都市の駅前にあるビルですら、これに資金が流れなくなってきていて、本来であれば地方銀行がそこで出すべきだが、地方銀行はそれがアセットファイナンスという形になってくると自分で出せない。中央の人は中央回帰ということになり、地方切り捨てという形になってしまうといったヒアリングの結果が出てきて、これは非常に大きな問題だと思う。

その人たちを引き戻すためには人材の育成とか、ノウハウだとか、あるいはデータベースをつくっていかないと手がかりがないというところだ。

1 2) 不動産金融の高度化と資源配分の効率化

学習院大学経済学部教授

細野薫

(1) はじめに

証券化を初めとする不動産投資市場の発達がマクロ経済的にどのようなインパクトを与えるかを議論する。

マクロ経済的なインパクトといっても、需要に与える要因からもう少し供給効率性といった面、色々あるが、経済の供給面の効率性にどのような影響を与えるのかという話を中心に進める。

最初に、失われた10年、90年代の時に不動産業に対する資金の流れがかなりゆがんだ形だったことを振り返って、そのことがマクロ経済的にどのような影響を与えたかを説明する。

その後、日本の金融も銀行部門も正常化し、さらに資本市場においては新しい証券化というものが出てきたが、それがどの程度、新しく資源の配分を改善させ、マクロ経済的にどのようなインパクトを持つかをモデルに基づいた試算を行いながら解説する。

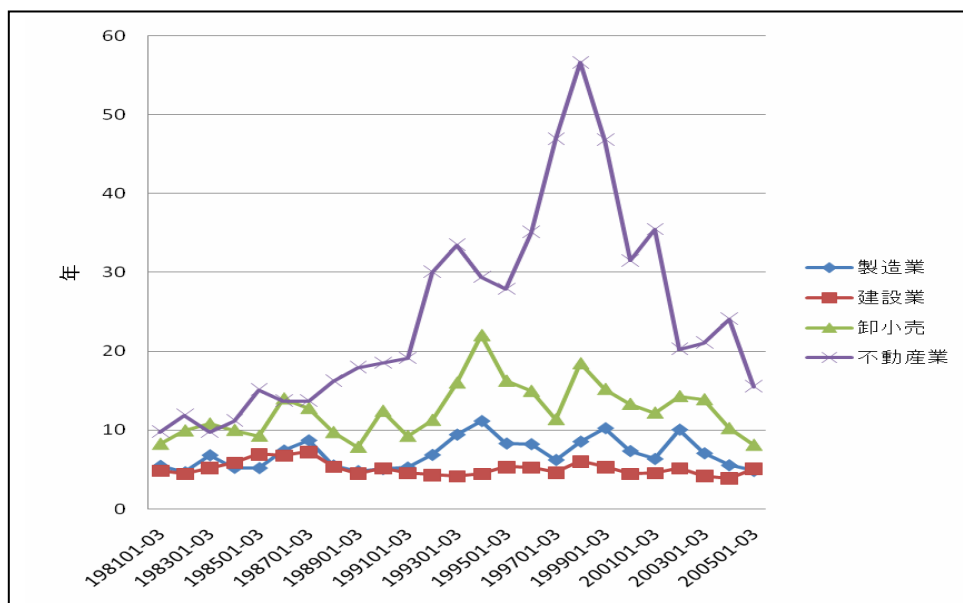
(2) 金融システムの安定性・発達度と資源配分の効率性

最初に過去を振り返ると、90年代の銀行の不良債権問題で、不良債権隠しのために特に不動産業、あるいは建設業といったところはかなり貸し出しが増え、非常にそのリスクが高まっていた。それに伴い、不動産業向けの貸出シェアが増えていくという流れが90年代の末まであった。

2000年代に入ってようやく銀行の健全性が回復して、会計基準なども整備され、不動産業、建設業への偏重の動きがとまって、銀行の貸出配分も効率化してきた。

不動産業の健全性とか貸出のリスクなどは、色々なはかり方があると思うが、図表1に単純に債務償還年数を示した。その年の有利子負債の残高をその年の営業利益で割ったものを業種別に見ているが、紫が不動産業で、80年代から2005年までを見ると、80年代後半から、90年代は、20年から50年と非常に債務償還年数が上がった。つまり、90年代では不動産業向けの貸出リスクが非常に高まったことがわかる。2000年代になってかなり80年代の水準まで戻ってきたが、90年代における不動産業向けの貸出は非常にリスクの高い貸出だったわけだ。そういう時に銀行はどのような貸出行動をとるべきだったかを考えてみると、リスクが高いわけなので、金利を高くするか、あるいは金利だけで調整できなければ貸出量を絞るか、そのどち

(図表 1) 業種別債務償還年数 (有利子負債/営業利益 : 1998:1-2005:1)



らかをすべきだったと思う。しかし、実際に起こったことは、業種別の平均の借入金利で見るとわかる。

図表 2 に、それを示したが、図表 1 と同じく 80 年から 2005 年まで見ている。

(図表 2) 業種別平均借入金利 (支払利息/有利子負債、1981:1-2005:1)

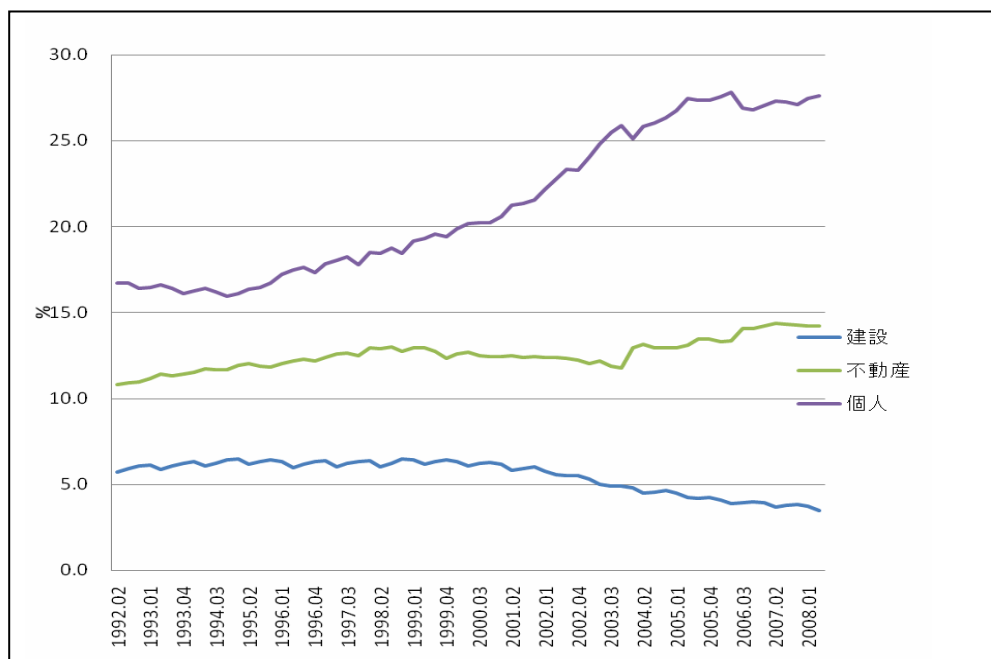


不動産業は下の方を動いている線で、どちらかというところと 90 年代を通じて借入金利はほかの業種よりも低いままだった。

リスクが高いから、リスクプレミアムが乗せられていたということにはなかった。2000 年代に入って全般的にも低金利の中、ほかの業種とようやく同じぐらいの水準に上がってきた。

量の方はどうだったかを図表 3 に示した。これは銀行の貸出シェアを 92 年から 2008 年まで見たものだが、不動産は緑の線で、銀行の貸出に占める各業種別の貸出残高の割合だが、90 年代を通じて貸出残高のシェアを銀行はむしろ増やしてきて、リスクの高いところが 98 年ごろまで増えていて、その後ようやく 2000 年代の初めになって減ってきたということで、いかに銀行の貸出がひずんでいたかがわかるかと思う。

(図表 3) 業種別貸出残高シェア (国内銀行・銀行勘定) 1992:2-2008:2



銀行によって違いがあるので、少し回帰分析でどういふところが特に不動産向けの貸出を90年代は増やしていたかを図表4で簡単に分析した。

(図表 4) 不動産向け貸出シェアの決定要因主要行 : 1991-1999

Estimation Equation No.	OLS			
	1	2	3	4
Return on assets	-1.258 *	-1.380 *	-1.322 *	-1.778 **
Rate of increase in land prices	-0.064 **	-0.064 **	-0.068 **	-0.070 **
Logarithm of assets	0.049	0.047	0.043	0.057 *
RBC ratio		0.523 *		
Market-valued capital ratio		-0.186 *		
RBC ratio - Market-valued capital ratio			0.218 **	
Tier1				-0.084
Unrealized capital gains on securities				-0.250
Loan loss provisions				-3.495 **
Subordinate debt				0.949 **
No. of obs.	172	172	172	172
No. of banks	23	23	23	23
Adjusted R ²	0.961	0.963	0.963	0.964

・会計操作としての不振企業向け貸出

・(Source: Hosono and Sakuragawa, 2008)

1つの仮説としては、不動産業向けの貸出が地価が下がる中で実質的に不良債権化していた。貸し出し先が返してくれなくなり、金利さえも返してくれ

なくなれば、不良債権として計上しないといけない。そうすると、損失として表に出てしまうので、それを隠すために、追加で融資をして、とにかく金利だけでも返してもらえればいいと考えたというのが一つの仮説としてある。どういふ銀行がそういうことをしたかといふと、非常に自己資本が毀損してしまつて、危ない銀行ほどそういうことをしたはずである。そういう

問題行動を直接検出することは難しいわけだが、危ない銀行ほど不動産業向け貸出を増やしていたとすれば、バランスシート上でも色々な変なことをやっている銀行が不動産業向け貸出も増やしていたのではないか。図表4の最初の行は、銀行のROAだが、これがマイナスということは、利益が出ていない銀行ほど不動産業務向け貸出を増やしていることを意味する。2行目は地価だが、地価が下がっている時ほど、不動産のリスクは増えるが、地価が下がっている時ほど不動産業務向け貸出を増やしていることがわかる。

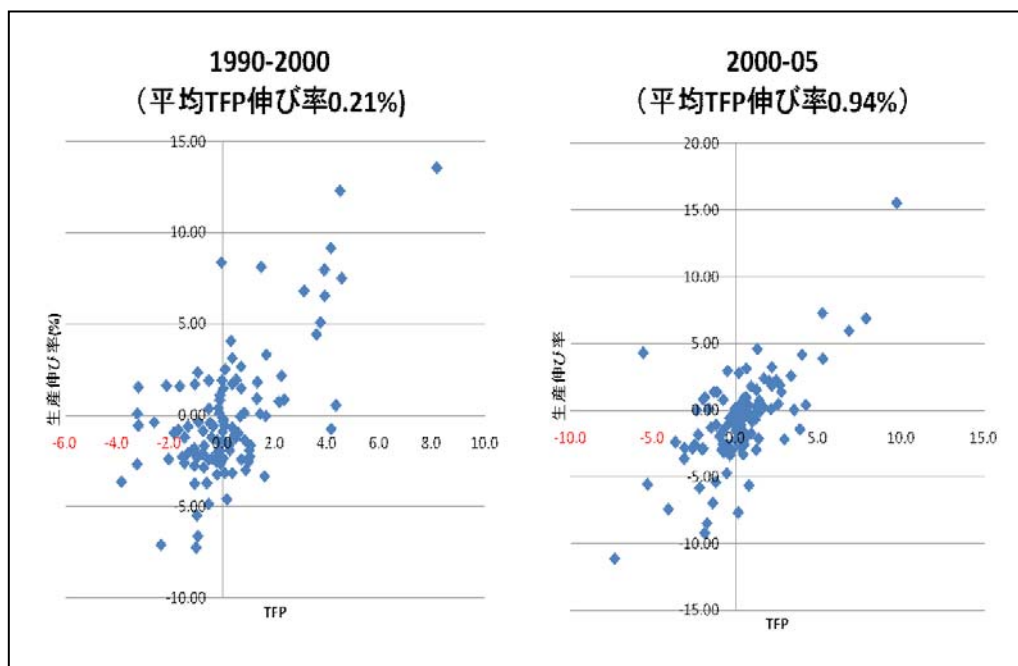
5行目にMarket-valued capital ratioがあるが、これは銀行の株式時価総額の比率だが、それが低いところは危ない銀行なわけだが、そういうところほど貸し出しを増やしている。

6行目のRBC ratio - Market-valued capital ratioはB I Sの自己資本比率規制と株式市場の評価の差だが、その差額が大きいところは、実質的にはかなり銀行の資産が腐っているに係わらず、色々な粉飾をしている。B I Sの自己資本比率だけを高めているところは、その差が大きいわけだが、そういうところほどプラスで、不動産向け貸出も増やしている。B I Sの中身を見ても、例えば劣後債がプラスにきいているが、この頃、今でもそういう面はあるかもしれないが、劣後債は基本的にはB I SのT i e r 2の中に入るわけだが、実質的には生命保険会社との持ち合いをやっていたし、実質的な資本は増えていない。お互いに資本を、劣後債を発行し持ち合っていて、それで会計上高めているだけだった。それでその劣後債に頼っているところほど不動産向けの貸し出しも増やしているということで、基本的には不動産向け、特に不振企業向けの貸し出しは一種の会計操作として行われていたことがわかる。

(3) 資源配分の効率性とマクロ経済の生産性

そういうゆがんだ銀行行動、融資行動がマクロ的にどういふ影響を与えたかは、なかなか直接推計することは難しく、非常に間接的なエビデンスになるが、それを図表5に示した。横軸に産業のTFP、全要素の生産性をとり、縦軸にその産業がどのくらい生産を伸ばしているかという伸び率をとっている。左側が90年代で、右側が2000年代の前半だが、まず2000年代の前半の方を見ると、比較的右上がりに、きれいにプロットされている。この一個一個の点が産業だが、生産性の高いところほど伸びているという自然な姿が2000年代にある。それに対して90年代は、それほど明瞭ではないが、2000年代の前半に比べるとかなりばらつきがあって、生産性が高いところほど生産も増え成長している産業とは、必ずしも言えない。そういう関係が明瞭に出ていない。この結果、経済全体のマクロの生産性の伸び率の平均は90年代が0.2と低い、2000年代は0.9にまで回復している。平均値はいいところが伸びていけば高くなる。

(図表5) 産業別TFPと生産伸び率



悪いところが縮小して、いいところが成長していれば平均値は高くなるが、そういう傾向が弱いと平均値も低くなってし

まう。もちろん、一個一個の産業が生産性を増やせば平均値が上がるわけだが、そういう個別の産業の生産性の問題もさることながら、経済全体としてのいいところが伸びて悪いところが縮むというメカニズムが働けば、通常、市場メカニズムが働き、2000年代前半のように高くなるわけだが、90年代にはそういうメカニズムは働いていなかったように見える。そのことと、上述した銀行のひずんだ資金の配分は関係していると推測される。

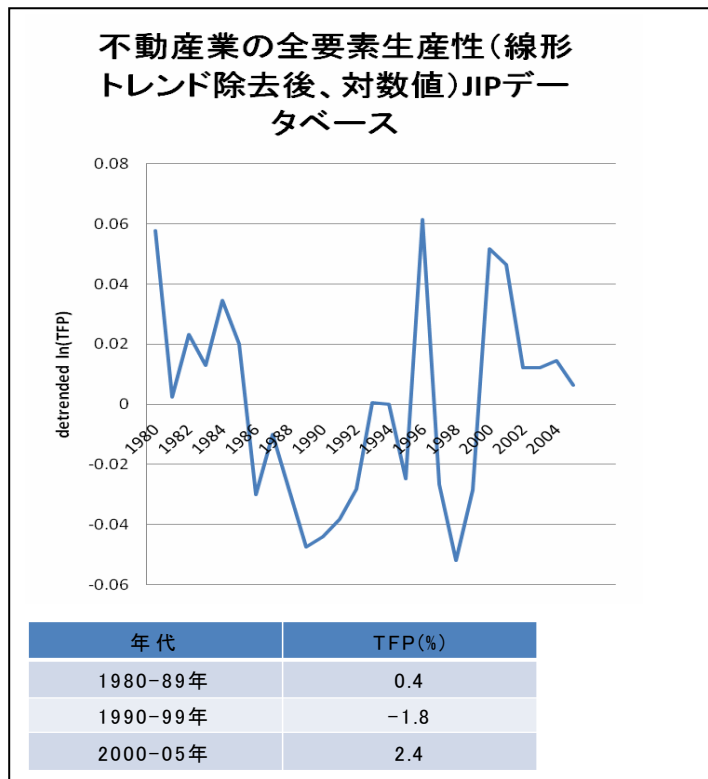
その問題も2000年代になってようやく改善されてきた。さらに今後、証券化等によって不動産市場や不動産金融が高度化し、発達していけば、さらにこういういい資源配分が行われて、経済全体としての生産性も高まっていくということを以下で説明する。

(4) 不動産業の資金調達コストと資源配分の効率性

ストーリーとしては、この研究会の一つの大きなテーマである不動産情報の透明化とか、標準化とか、そういったことを背景に、証券化が進む。証券化が進むことによって、資金の調達手段が多様化し、低コスト化し、ボリュームが拡大する。一番大事なことは、証券化によってコーポレート・ファイナンスではなくて、アセットファイナンス、企業のバランスシートリスクと切り離されたアセット自体のリスクとリターンで資金が調達できるということになる。そういうことになれば、生産性の高い土地に資金が集まって、そういうところにインテリジェントビルが建てられるなど、資金、資本が集まってくる。逆に生産性の低い土地には、資金がいかずに、リストラされたり、あるいは再開発されたりということが起こる。あるいは不動産

業全体の産業体質も活発化していく。こういう資金の配分が向上することによって土地生産性、あるいは経済全体の生産性が上がっていくというのが以下のストーリーになる。

(図表 6) 不動産業の生産性



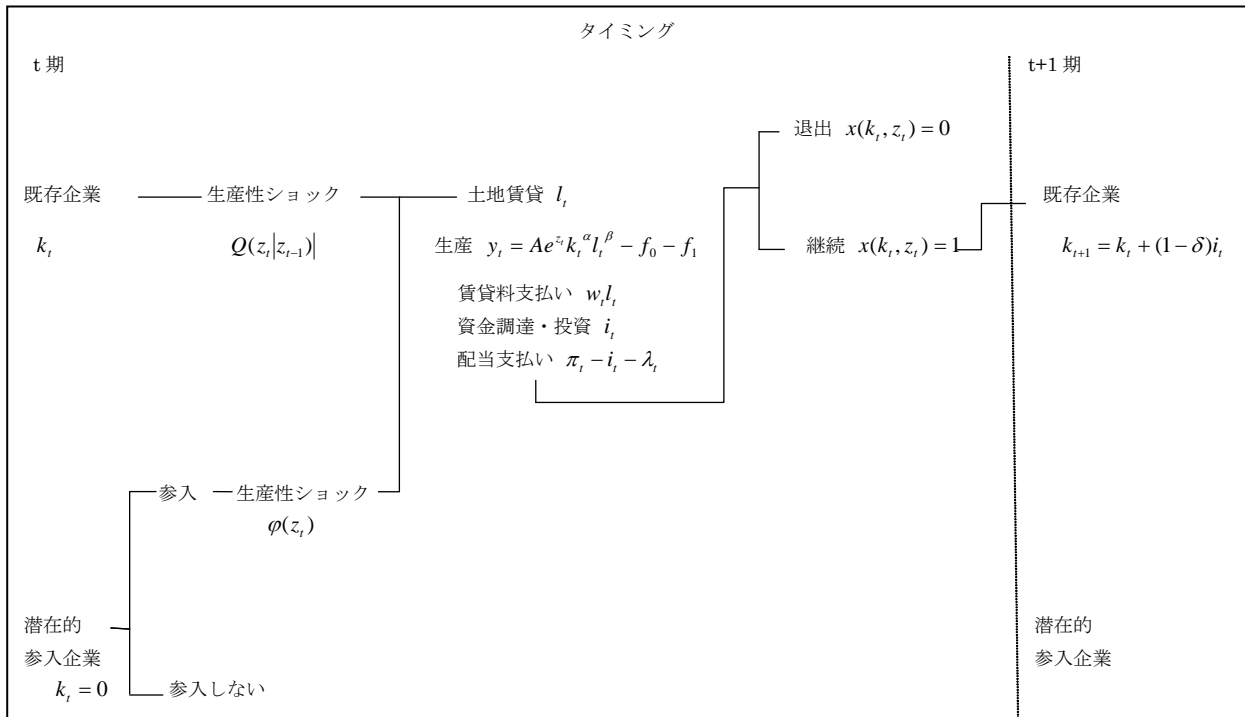
モデルに入る前に不動産業の生産性を確認する。図表 6 に不動産業の全要素生産性の対数をとって線形トレンドを除去したものを示した。80年代前半ぐらいまで高く、80年代後半から90年代は低く、2000年代に入ってまた上がっている。平均で言うと0.4%、-1.8%、2.4%という水準になっている。不動産業の生産性がこの程度の変動してきたことを念頭に置いて、これからの議論を進める。

ここから、モデルについて説明を行なうが、このモデルは色々な異質な企業が不動産業に多くあると考える。不動産業は土地と資本を使ってサービスを生産する企業と考える。

そういう不動産業があり、色々な生産性のショックが常に外生的に与えられていて、いい生産性ショックを受け取る企業もあれば、悪い生産性ショックを受け取る企業もある。そういう企業が外部の資金を調達するには資金の調達コストがあると考ええる。

図表 7 は、事象が生じる順序を図示したものである。動学モデルでずっと時間が続いていくわけだが、 t 期と $t+1$ 期を描いている。まず t 期の最初に、その前から不動産事業を行っている企業と、潜在的に参入しようかどうかを考えている企業がある。前から存続していた既存の企業がある建物資本ストック、 k というものを持っている。これから新しく参入しようという企業はもともと何も持っていないわけだが、市場に参入すれば、生産性ショックを観察し、土地を家計から借りる既存企業も生産性ショックを観察した後、土地を家計から借りる。土地の売買の市場を考えてもいいが、ここでは一応家計から賃貸すると考える。

(図表 7) モデル (企業)



その賃貸した土地と、それから資本ストック、具体的には建物になるが、これを組み合わせて、あるサービスを生産する。土地を賃借すればその賃貸料を支払い、それから資金調達をして、その残りを余剰分であればそれを家計に配当として支払う。その後、次の期も継続して事業を行うか、退出するかを決めるというモデルになっている。

(図表 8) モデル (生産)

(1) $y_t = AF(k_t, l_t; z_t)$ 収穫逓減

生産性ショックの推移:

既存企業 $Q(z', z)$.

参入企業, $\varphi(z)$

(2)

$$\pi(k, z; w) = \max_{l \geq 0} \{F(k, l; z) - wl - f_0 - f_1\}$$

f_0 : 営業固定費用 f_1 : 参入固定費用

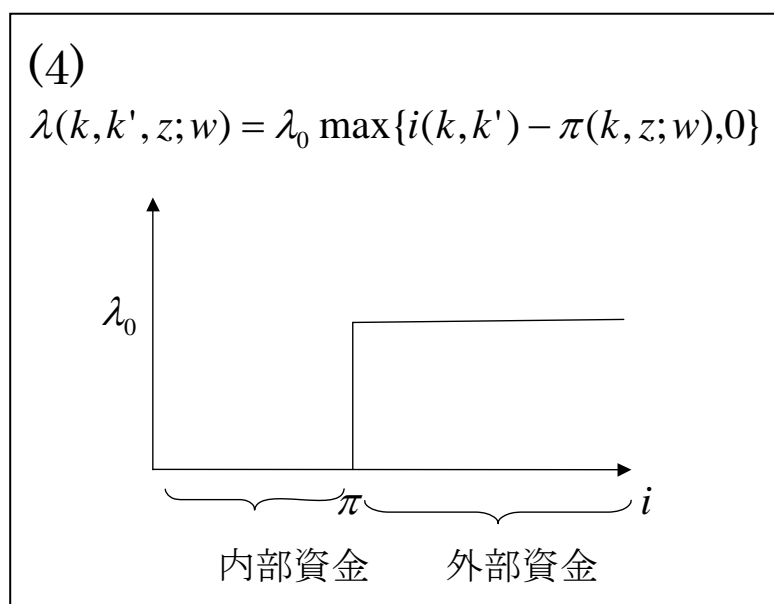
(3) $y_t = A e^{z_t} k_t^{\alpha_K} l_t^{\alpha_L}$, $\alpha_K + \alpha_L < 1$,

どういふ企業の技術を考えるかだが (図表 8 参照)、生産要素はここでは資本ストックである建物、土地だけを考える。労働も考えてもいいが、生産要素が 3 つになると、解くのが少し大変になるので、生産要素としては資本ストックである、建物と土地によって不動産サービスを生産すると考える。z とあるのが生産性のショックで、これが確率的に変

動する。z ダッシュとついているのは次の期の生産性で、マルコフ過程と呼ばれる時系列の特性を持ってショックが発生している。

収穫逓減を考えるのは、収穫逓減かつ每期毎期、営業には固定の費用がかかることを考えることで、企業の最適な規模が決まるため。平均費用関数でいうとU字型になって、最少の費用が決まるので、そのことによって、企業規模が決まる。このモデルは企業の分布を出したいので、そういうふうを考えている。

(図表 9) モデル (外部資金プレミアム (資金調達コスト))



具体的には、(1)式から(3)式であらわすわけだが、大事なところは資金調達で、企業は営業活動で得た内部資金は安全資産の金利が機会費用になるがそれ以外の費用はないのに対し、外必要ないが、外部資金を借りようとする、ある一定のプレミアムを調達す

るにはプレミアムがかかるという資金調達コストを考える(図表 9 参照)。

既存企業はある時点である資本ストックを持って、それから生産性ショックを観察して、どれだけの土地を借りるかとか、どれだけ投資するかとかを考える。

(5)式は企業価値を表しており、今期の企業価値は、今期のキャッシュフローと来期の企業価値の期待値の合計を最大化したものである。来期の企業価値は、営業を継続した場合と、退出して資本ストックを売却した場合の、大きい方の価値である。企業は、企業価値を最大化するように資本ストック水準を選択する。

どういう時に退出するのだが、今持っているビルなどをほかの事業者に売り払う方が、事業を継続する時の価値の期待値よりも大きければ退出する。これが既存企業的意思決定になる。

潜在的にこれから参入しようとする企業が多くあるので、参入することの期待価値は、参入が自由であれば、ゼロになるところまで参入が行われる。参入者が少ないと、不動産業が儲かる事業となり、参入の期待価値がプラスで、参入者が増える。参入企業が増えれば増えるほ

ど土地の賃貸料は上がっていくので、どんどん儲からなくなっていった、結果として参入する

(図表10) モデル (企業の動学的問題と退出の意思決定)

$$(5) v(k, z; w) = \max_{k' \geq 0} \left\{ \begin{array}{l} \pi(k, z; w) - i(k, k') - \lambda(k, k', z, w) \\ + \beta \max(k', \int v(k', z'; w) \times Q(dz'|z)) \end{array} \right\},$$

資本蓄積

(6)

$$k(k, z; w) = \min \left\{ \arg \max_{k' \geq 0} \left\{ \begin{array}{l} \pi(k, z; w) - i(k, k') - \lambda(k, k', z, w) \\ + \beta \max(k', \int v(k', z'; w) \times Q(dz'|z)) \end{array} \right\} \right\}$$

退出の意思決定

$$\text{退出} \iff (7) \int v(k', z'; w) Q(dz'|z) < k'.$$

$$(8) x(k, z; w) = \begin{cases} 1 & (\text{stay}) \text{ if } z > z^* \\ 0 & (\text{exit}) \text{ if } z \leq z^* \end{cases}$$

$$(9) z^*(k, z; w) = \min \left\{ \inf \left\{ z : \int v(k', z'; w) \times Q(dz'|z) \geq k' \right\}, \bar{z} \right\}$$

ことの期待価値がゼロになるところまで企業が参入することになる。

家計の方は、不動産業が産出する不動産サービスを消費する。家計はある固定量の土地を持っていて（土地の総量を1に基準化する）、そのうちの一定量は自分たち自身で使って残りを賃貸に出すという設定になっている。

こういうコブ＝ダグラス型の効用関数を考えると、可処分所得の一定割合を財・サービスの消費に当て、一定割合をみずからの土地消費に当てるということになる。

いろいろ式が出てくるが、競争均衡で、いわゆるステーションナリーな状態、定常均衡を考える。まず均衡なので、生産物市場とか土地市場で需要と供給が一致するという、つまり、消費と投資と、それから資金調達コストの合計が生産に等しいということ。それと、上述した自由参入条件が満たされるということ、さらに、すべての価格とか企業の分布が一定であるという

のが定常均衡である。分布が一定ということは、各企業、個別の企業は常に生産性のショックに見舞われているが、経済全体として見たときには、総量は同じという状況。個別の企業はいいときもあれば、悪いときもあるが、全体として見れば、平均値とか分布が同じになっている状況を考える。定常均衡以外の均衡を計算するのは、かなり大変である。

(図表11) モデル (家計)

$$(17) \quad \max_{x_t, l_t, s_t(k_t, z_t)} E_0 \left[\sum_{t=0}^{\infty} \beta^t U(c_t, 1 - l_t) \right]$$

s. t.

$$c_t + \int \{v(k, z) - d_t(k, z)s_t(k, z)\} \mu(dk, dz) \\ = \int \max \{v(k, z), k\} s_{t-1}(k, z) \mu(dk, dz) + w_t l_t$$

定常均衡では、

$$(18) \quad \max_{c, l \geq 0} U(c, 1 - l)$$

$$\text{s. t. } c = wl + \Pi(\mu, B; w) - I(\mu, B; w) - \Lambda(\mu, B; w)$$

効用関数の特定化

$$(19) \quad U(c, 1 - l) = H \log(c) + (1 - H) \log(1 - l), \quad 0 < H < 1$$

$$(20) \quad C(\mu, B, w) = H (\Pi(\mu, B; w) - I(\mu, B; w) - \Lambda(\mu, B; w))$$

$$(21) \quad L^S(\mu, B, w) = 1 - (1 - H) \{ \Pi(\mu, B; w) - I(\mu, B; w) - \Lambda(\mu, B; w) \}$$

これから不動産金融の証券化がもたらす影響を計算するが、まず不動産業の現状に合うようにパラメーターを設定して、これをベンチマークとする。次に、ここが大事だが、上述した外部資金調達コストが、現状ではまだコーポレート・ファイナンスが主流なので、企業の財務指標の影響を受けている。バランスシートのいい企業は比較的低い金利で借りられるし、バランスシートの悪い企業は高い金利を出さないと借りられないのが現状だが、そういうバランスシートの影響から、仮に切り離されて、アセットだけで資金調達できるとなった場合の均衡、資金調達コストが変わった場合の均衡を求める。これをここでは証券化経済という。現状のベンチマーク経済と証券化経済とを比較することによって、証券化の影響を見る。

(図表12) モデル (定常競争均衡とカリブレーション)

生産物市場および土地市場で需給が一致し、自由参入条件(10)が満たされ、すべての価格、総量および企業の分布が不変。(各企業は常にショックに応じて変化している)

$$(22) \quad L^S(\mu, B, w) = L(\mu, B; w),$$

$$(23) \quad C(\mu, B; w) + I(\mu, B; w) + \Lambda(\mu, B; w) = Y(\mu, B; w).$$

<カリブレーション>

Step 1. パラメータを不動産業の現状に合うように設定し、定常均衡を求める。(ベンチマーク経済)

Step 2. 外部資金調達コストが企業の財務指標の影響を受けていた分だけ低下した場合の定常均衡を求める(証券化経済)。

Step 3. ベンチマーク経済と証券界経済を比較する。

ベンチマークの経済にまずパラメーターを、現状に合うように与えてやる。例えば、生産関数のパラメーターは不動産業の生産関数を推計して与えてやる。それから、不動産業の参入・退出比率にある程度合うように固定費のパラメーターを与えてやる。家計の選好でいうと、例えば住居以外の消費支出と住居の消費支出との割合をパラメーターとして与えてやるとか、そういうことをする。この中で大事なものは、外部資金調達コストだが、ベンチマークの方は銀行の貸出金利と預金金利の差を金融仲介のコストとする。これは、伝統的な間接金融のもとでの資金調達のコストである。マチュリティーの問題とかリスクの問題とか、色々なことを本当は考えないといけないが、ざっくり、預金金利と貸出金利の差でとると、大体過去20~30年ぐらいは2.2%。これをベンチマークの金融仲介コストとする。

(図表13) モデル (カリブレーション(ベンチマーク経済)と 金融仲介コスト (銀行の貸出金利—預金金利))

パラメータ	ベンチマーク	制約
技術		
α_k	0.42	規模に関する収穫度
α_l	0.53	生産の土地弾力性
δ	0.12	投資/資本比率
f_0	0.01	参入退出比率
f_1	0.01	参入退出比率
技術ショック		
ρ	0.6	投資/資本比率の系列相関
σ	0.05	投資/資本比率の標準偏差
外部資金調達コスト		
λ_0	0.022	銀行貸出金利と預金金利のスプレッド
選好		
β	1/1.03	実質金利
H	0.9	住居以外に対する消費支出の割合

(不動産業の生産関数は、法人季報統計データを用いて推計。家計支出は、SNAによる)

金融仲介コスト (銀行の貸出金利—預金金利)

年	金利差
1975	0.023
1976	0.019
1977	0.019
1978	0.017
1979	0.016
1980	0.016
1981	0.015
1982	0.027
1983	0.028
1984	0.027
1985	0.024
1986	0.024
1987	0.024
1988	0.022
1989	0.022
1990	0.021
1991	0.022
1992	0.023
1993	0.022
1994	0.020
1995	0.021
1996	0.019
1997	0.019
1998	0.019
1999	0.020
2000	0.022
2001	0.021
2002	0.022
2003	0.022
2004	0.021
2005	0.020

証券化経済では、バランスシートから切り離されて資金調達できるとどうなるかを考えないといけないが、借入金利を、有利子負債を営業利益で割った債務償還年限で回帰すると、0.03、つまり債務償還年限が1年増えると3ベーシスポイント借入金利が増えるという推計結果が出ている。不動産業の債務償還年限が、大体平均24、5年なので、仮に24、5年という債務償還年限と切り離されて借り入れができると考えると、0.735%ぐらい借入金、外部資金調達コストが下がる。73ベーシスポイントは、ちょっと大き過ぎるかもしれないが、これぐらいの借入金利が下がったら、どれぐらい資金の配分が効率化して、それで生産性などが上がるかというのを考えたい。

(図表14) 企業バランスシートと借入金利

1. 産業・年のパネルデータによる推計 (固定効果)

$$Rate_{i,t} = 0.030 \times Solvency + f_i + year_t + \varepsilon_{i,t}, \text{ Adj. R2}=0.962$$

(0.012)

Rate: 借入金利 (%)

Solvency: 有利子負債/営業利益

(データ: 法人企業統計季報)

2. 不動産業の *Solvency* (1983-2005 平均) 24.5

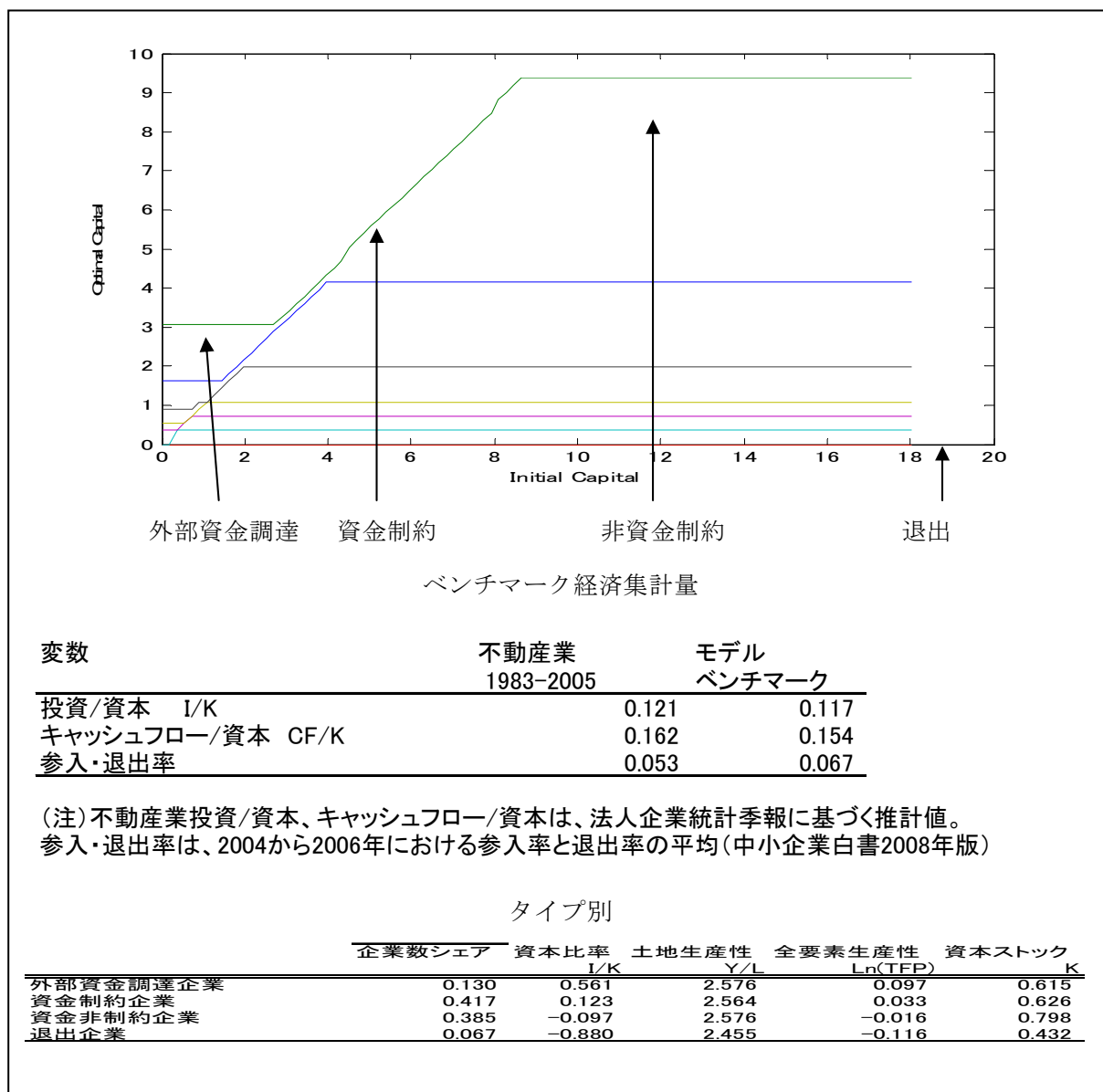
3. $0.030 \times 24.5 = 0.735$ (%)

各不動産会社の生産性は外生だが、いいところがちゃんと伸びるための資金が得やすくなる
とか、そういうことによって平均的な不動産業全体の生産性がどれくらい伸びるかを考えたい。

その前に、企業を4つのタイプに分類する。図表15では、期首の資本ストックと期末にお
ける最適な資本ストックを、それぞれ横軸、縦軸にとっている。上のほうは生産性が高い場合
であり、下のほうは生産性が低い場合である。一番生産性が低いのは売り払って退出する（一
番下の赤の線）。生産性が比較的高い企業も3つぐらいのタイプに分かれ、もともと今は余り
資本ストックは持っていないが、でも生産性は高い。具体的に言うと、駅前のいい立地のとこ
ろにまだビルは建っていない状況。そういうところは、これからビルを建てないといけなが
、内部資金も余りないので、外部資金を借りてきて、それで新しくビルを建てる、投資するとい
う企業。「外部資金調達」と描いている企業である。

非常に大きくなると、そもそも資金調達の必要はなくで、資金制約に服さない。これは、
「非資金制約」と描いている企業である。中間のサイズでは、内部資金の範囲内で更新投資を
している。新しく事業、ビルをどんどん増やすというよりは、既存のメンテナンスだけに資金
を使っている。こういう企業は、資金コストが低ければもっと投資していた企業であり、資金
制約の影響を受けている。「資金制約」と描いている企業である。こういうふうに全く資金制
約の影響を受けない企業、それから資金制約の影響を受けて更新投資だけをしている企業、外
部資金を積極的に調達して新しくビルを建てるなど投資をしている企業、それと、もう売り払
って退出してしまう企業という、4つのタイプに企業を分けることができる。

(図表15) 最適企業行動と企業タイプの分類とベンチマーク経済集計量



このようにタイプを分けると、以下のことがわかる。外部から積極的に資金を調達して投資を積極的にやっているところは、生産性が非常に高いが規模は小さいところ。それから、更新投資だけしているところは、生産性はその次ぐらいに高くて規模は中ぐらい。全く資金制約を受けていないところは非常に規模は大きい、生産性はそんなに高くない。生産性が一番低いところは退出することがわかる。

さっき与えたパラメーターで、現状の不動産業はどの程度合っているかを図表15の「ベンチマーク経済集計量」に示した。投資資本比率とかキャッシュフローの比率はある程度、このモデルと不動産業の現状が合っている。参入退出率が少しモデルの方が高くなっているが、おおむね合っている。

(図表16) ベンチマーク経済と証券化経済の比較

変数	モデルA ベンチマーク	モデルB 証券化経済	B-A
資金調達コストパラメータ λ_1	0.022	0.015	-0.007
外部資金調達企業の割合	0.067	0.139	0.072
資金制約企業の割合	0.130	0.172	0.042
投資/資本 (I/K)	0.117	0.112	-0.004
キャッシュフロー/資本 (CF/K)	0.154	0.155	0.001
参入企業の割合	0.067	0.203	0.136
生産量(対数値) $\text{Log}(Y)$	0.812	0.817	0.006
土地生産性(対数値) $\text{Log}(Y/L)$	0.935	0.942	0.008
賃貸料(対数値) $\text{Log}(R)$	0.349	0.358	0.008

図表16が大事なところだが、B-Aが、資金調達コストが0.7%ポイントぐらい下がった場合に、下がる前と比べて経済がどういうふうに違うかを上述したが、例えば経済全体の投資/資本比率をみると、これが経済全体で特に投資が増えるというわけではない。しかし参入企業の割合を見ると、もともと6.7%だったものが、20.3%ということで、これはちょっと高まり過ぎだが、資金調達が容易になるとかなり産業の新陳代謝が活発になることがわかる。新しく参入してくる企業がどんどん増えるし、逆に退出していく企業も増えるということである。これは資金調達コストが下がることの直接的な影響だ。

それから、不動産全体が生産量が0.6%増えると、土地の生産性が0.8%増える。それから土地の賃貸料も0.8%ぐらい高まる。土地の売買市場は考えていないが、インプリシットに土地価格は賃貸料の割引現在価値と考えれば、地価が0.8%ぐらい増えることになる。

例えば、土地生産性が0.8%増えるのは、小さいように見えるかもしれないが、図表6に示したように平均的には大体マイナス1から2%ぐらいで不動産の生産性は推移しているので、土地の配分が効率化することの影響だけで0.8%ぐらい生産性が高まることは決して小さい数字ではないと思う。

(図表17) 試算結果

仮に、証券化によって不動産のバランスシートと切り離れた資金調達が可能になれば、①生産性の高い企業の投資が増える、②企業の参入・退出が活発化する、という効果を通じ、不動産の生産は0.6%、土地生産性および土地の賃貸料（および地価）は0.8%上昇する。

図表17に、試算結果をまとめたが、証券化によって不動産のバランスシートと完全に切り離れた資金調達が行われれば、生産性の高い企業の投資が増えるとか、あるいは参入・退

出が活発化するという効果を通じて不動産の生産が0.6%、土地の生産性、あるいは賃貸料、地価が0.8%上昇するという試算結果になる。

(図表18) 留保条件

1. 分析は定常状態の比較であり、移行過程の分析ではないので、長期的な効果を見たもの。実際には、内外からの資金の流入・流出によって、大幅な短期変動がありうる。
2. 不動産の資金調達ですべてバランスシートから切り離されるというのは、やや非現実的。
3. 資金調達コストについては、さらに分析に必要あり。

図表18に示したように、幾つか留保条件があって、上述したように定常状態で比較しているので、短期的にはもっと色々大きな変動や、プラス・マイナス両方の大幅な短期の変動があり得ると思うが、ここでは定常状態の比較化、つまり証券化が完全に行き着いた先とほぼ全く行われていない現状との比較ということで、その移行過程はここでは計算できていない。

不動産の資金調達ですべてバランスシートから切り離されるというふうにここでは想定したが、これはやや非現実的で、現実的には一部の資金調達がバランスシートから切り離されるだろうということで、そういう意味ではやや過大推計かもしれない。

ここでは移行過程を推計できていないが、バランスシートから切り離すことの大事な点は、90年代はいびつな資金の流れがあって、悪循環が起り得たわけだが、コーポレートファイナンスだと、例えば地価が下がって不動産のバランスシートが悪化して、そのことによって資金調達がひずむと、さらにまたそのことがマクロ的な悪いインパクトを持つという悪循環をもたらすわけだが、バランスシートから切り離された資金調達ができれば、そういう不況期における悪循環が切り離されるというメリットが考えられるので、本当はそういうところも試算すべきだが、そこまでできていない。しかし、定性的にはそういうことが考えられる。

(5) 質疑応答

●前川座長 この企業のバランスシートから切り離すという話だが、これは事業金融、コーポレート・ファイナンスじゃなくてノンリコースの場合でも、企業のバランスシートからは乖離されないが、事業のバランスシートからははずされるのではないか。だから、金利が完全にソルベンシーにかけて0.03だけ下がると考えるのは、どうかと思うが。事業金融それ自身にも、デフォルトリスクとかソルベンシーメリットを持っていると思うので、具体的にどうなのか。ノンリコースローンとコーポレート・ファイナンスの金利の差というのはどうなのか。

●吉田委員 基本的には、逆にノンリコースの方が高いというのが通常のケースだと思う。

●細野委員 ここでは平均的な水準も大事だが、バランスシートが悪いところでも今期いい生産性ショックを持っていれば資金調達ができるという、過去のバランスシートの成果と、現状から将来にかけての見通しとが切り離されて資金調達できることの効果を測りたい。そういうものをある程度測っているが、平均的なノンリコースファイナンスの方の金利が仮に高いとしても、こういうメカニズムは働き得ると思う。それをどこまでここでうまくとらえているかは別だが。

●赤井委員 企業の資金調達コストを考えた時に、一般に勘違いしやすいのは、資金を自由に調達できる企業の資金調達コストとノンリコースローンとを比べた時にノンリコースローンの方が高いのは当然だが、その背景には資金を調達できない企業の存在があって、例えばそれが明らかになるのは不良債権処理のコストの中に、不良債権としてであれば、追加貸しはできない、したがって銀行貸し出しはできない。ところが、それを切り離して価値を見て、その中に入っている不動産を見た時は、それに対してノンリコースファイナンスが出来た。デットの証券化の始まりというのが日本であり、かつての米国のRTC（整理信託公社）も同じような状況だが、そういう観点もあるのだろう。

どうしても銀行の貸し出しはバイナリーになりがちで、日本は特にそうだが、ある一定の基準を超えたところからは資金は出る。ところが、そこに対してはものすごく競争があって、競争の中で資金調達コストが下がっていく。外側に資金を調達できない人たちが相当増えるので、今回のモデルにはそこまで含まれた、産業全体としての資金調達ニーズと考えてよいか。

●細野委員 モデルに即して言うと、実際に借りているのはこの一部で、更新投資だけだが、このところは、本当は資金コストが下がれば投資したいができていなくて、資金制約がもう少し緩和されれば投資するところである。

●赤井委員 それに関連すると、とりあえず銀行が企業に対してバランスシートで貸し出しをする金額はおのずと限界があって、無限に貸せない。ところが、そこに一種のアセット・ファイナンスのような形になって、別に出ていくと信用創造が生まれ、それ以上に貸せるというか、資金を流すことができるようになる。不動産のパフォーマンスが幾らよくても、企業のバランスシートの中に含まれていると、破産法の壁があるので、その中で企業がつぶれた時に全部持ってってしまうことになる、そこは幾らでも貸せるということではなくなってしまう。そこからある一定の水準を超えた時には、コストを幾ら払っても保証はできないからだ。ただ、企業の中では本当はもっと調達して早く事業をしたい。それがストップされているという部分

がある。

●前川座長 モデルの中に資金制約みたいなものを入れるのは結構大変なことか。

●細野委員 そんなに大変ではないが、借り入れコストが上がることの結果として資金制約がもう出てきているので、もちろん資金制約自体を制約として入れることも可能だが、そんなに結果は変わらないと思う。

●赤井委員 例えば金融拠点をつくろうと、赤坂、六本木で500何十ヘクタールつくろうとした時に、そこに参加している、例えば三菱地所、三井不動産、それから森ビル、野村不動産、住友不動産ぐらいのコーポレートの資金調達だけに頼ろうとした時に、当然全部できない。それ以上やろうとすると資金が出てこなくて、結果的には証券化を使ったアセットファイナンスを持っていかないと、イメージ的には、本来必要な資金の1割から2割ぐらいしか調達できない。特定の大企業がコーポレート・ファイナンスでマックス調達できる金額、今のような企業であってもせいぜい1兆円ぐらいだと思う。それを超えてくるとかなり厳しい。1兆円という六本木ヒルズ1本分ぐらいの資金調達にしかない。

●前川座長 そういう意味で、無理に資金調達しようとするとう利が上昇する。

●赤井委員 ですから、今回の報告は非常にうなずける部分がある。

●前川座長 金利の面から資金制約を考えると非常に面白い研究だと思ったが、このネオクラシカルなモデルの中で、証券化を本当に内性的にモデルの中で取り入れてゆくというのはすごく難しい。例えば金融生産部門みたいなものをつくってやって、金融業界の中で証券化をすることによって生産性が上がると、それは規模の経済のようなもので上昇させるという方法が1つあるかもしれないし、あるいはよくクライアント・エフェクトと言って、より投資家のニーズに合った商品を生産するというところで、マッチがよく合うということによって立ち上がるというのが幾つか提案されてはいるが、こういう極めて美しいネオクラシカルなモデルで、証券化という意味を持つというのはすごく難しいと思う。基本的にはプラスでもマイナスでもないという世界がベースになっている。その中で、カリキュレーションの中で2種類のものを見たと思うが、ただここで証券化経済と呼んでいるこのカリキュレーションの意味を考え直してみた時に、産業別のパネルデータに基づいて年限を考えていくと、0.735%という水準になるのか。

●細野委員 そういうことです。

●前川座長 下がるということは、これは例えばモデルで出てきているベンチマークの水準に比べて、いかなる理由においても何らかの理由で借り入れ金利が下がってれば、これと同じ

効果が得られるということになっているので、初めのモチベーションに戻って考えると、銀行行動がいわゆるゾンビ企業とか、つぶれてしかるべき企業に低い金利で貸し付けを続けていて、市場であるべき金利よりもさらに低い金利で貸してしまっていることの効果と峻別が難しくなってくるのではないか。

●細野委員 ゾンビ貸し出しとか追い貸しとか言われることは、銀行がそれだけ損失を抱えたことになって、その分何らかの国民の負担になっているわけだが、モデルのところで試算した時には、銀行は収支ゼロになっている。何らかの金融の仕組みが変わったことで、要するに金融部門の生産性が向上したことで低い利ざやでも損失は出さないという条件のもとで試算しているので、もし銀行が損失を出しながら借り入れ金利を下げるということを考えると、その分税か何かで負担を入れないといけないと思うが、それはしていない。

●吉田委員 当初の問題意識にあった、退出すべき企業が退出していない、つまり資源の配分が非効率になってしまうケースを考える時に、図表10の（7）式の退出条件を別な形にすることが考えられる。既存企業の生産性 Q は企業によって異なると思うが、参入企業の生産性水準と比較して、生産性の低いところは退出するし、生き残るところは生き残るという状態になっていると思うが、もし何らかの理由で退出できないという制約が入ってきたら、その時の社会厚生上のコスト、経済的なコストはどのぐらいなのかを追加で試算されると良いと思う。

●細野委員 非常におもしろい。この条件は、結局、企業価値とリプレースメント・プライスで測った資本の価値の比率、言ってみればトービンの Q が1下がるとすぐに退出する形になっているが、現実にはそんなにすぐには退出しない、特に90年代はそうだった。ここは例えば半分、 Q が0.5になれば退出するとか、そういうふうに変えてやると、効果が出せると思う。

●赤井委員 図表17の試算結果のところ、不動産業の生産性が0.6%、それから土地の生産性、これは非常に興味深い数字だ。マクロにその部分を見ると、これはもしマクロの経済全体の水準を引き直した時に、それがどれぐらいの生産性の水準になるかという、つまりこの不動産業で言われるところの土地の生産性の比重の計算もし機会がありましたらやっていただきたい。

●細野委員 難しいですね。不動産業に合わせてパラメーターをつくっているのが難しいが、広くとれば土地と資本を使って何か財やサービスを生産している産業をここでは不動産業と呼んでいるので、そうするとこの土地生産性は日本経済全体の生産性だと考えられなくもない。ただ、気をつけないといけないのは、例えば生産関数における土地弾力性は、は不動産業のデ

ータをもとにパラメーターを与えていますので、経済全体だともうちょっとこれが土地のパラメータはもっと低くなる。不動産業はどうしても土地をいっぱい使うので。そうすると、この数字はもうちょっと低くなるはずだが、それはやっていない。

●赤井委員 ここで言おうとした不動産業は、土地を使って日本経済全体を1つのイメージとしたものか。

●細野委員 一応イメージしているが、実際に与えられているパラメーターは不動産業になる。

●赤井委員 いわゆる産業としての不動産だが。

●細野委員 パラメーターを企業部門全体に合うようにしてやれば、日本全体の土地生産性も出るはずだ。もう少し下がると思うが、多分生産性が0. 数%ぐらいのオーダーには下がると思うが、ちょっとやってみないとわからない。

●町田総務課長 私は前職でPFIをやっていて、今とちょっと市場環境は変わっていると思うが、少なくとも当時はローンで資金調達するケースとファンドで資金調達するケースを比較すると、圧倒的にローンで資金調達する方がコストは安かった。それでこのモデルでのベンチマークは基本的にはローンで調達するケースと理解してよいか。証券化経済は、証券で調達するという理解でよいか。この0.022と0.015はその際のコストと見るということだと、今のことと全く正反対の結果が出ている。そこはどのようにしてかを教えてほしい。

●細野委員 1つは借り入れたところだけを見れば、確かにローンは安いですが、借りられなかった企業、特にバランスシートが悪化していて借りられなかった事業が多いので、そういうところは言ってみれば禁止的なコストがついていると考えられる。

●町田総務課長 そのコストは調達はゼロだが、そこに無限大のコストがかかっているという、それをマクロで国全体で見た時に、かなり高いコストになっていて、本来行くべきところに資金が流れていないというところがあるということか。

●前川座長 内部資金の資金調達コストゼロ。

●細野委員 ゼロで機会費用は見ている。実質金利が3%という。

●前川座長 3%という機会費用を見ているのか。

●町田総務課長 キャピタルファイナンスで見ているということか。いわゆるプロジェクトファイナンスベースで見ると、プロジェクトごとに見ていくわけで、企業に着目をした価値ということではなくなってくる。いわゆるノンリコースの部分か。

●細野委員 生産性ショックの高い土地に対して、そういう土地には高いビルが建つという効果を考えている。つまり、企業のバランスシートではなくて、生産性が高いか低いかで資金が

集まるか集まらないかという、そういう世界になっている。証券化の方がよりそういう世界に近づいているということだ。

●町田総務課長 そうすると、PFIはもう完全にノンリコースだが、PFIだけに特化してやると、この試算は変わってくるということか。いわゆるノンリコースだけ、ベンチマークの方はキャピタルファイナンスを含めた形じゃなく、あくまでノンリコースローンのものに絞って比較表をつくる。そうすると証券化の方がコストが高くなるという理解でよいか。

●細野委員 ノンリコースというのがここでいう証券化なわけだ。

●町田総務課長 ノンリコースローンもありますよね。

●細野委員 証券化という表現が余り適切じゃなかったかもしれません。

●町田総務課長 証券化という中にノンリコースローンが入るわけですか。

●細野委員 バランスシートから切り離された資金調達のことをここでは証券化経済と呼びましたので、ちょっとターミノロジーがよくなかったかもしれません。

13) 不稼働不動産の稼働化

ーコンバージョンによる老朽不動産の再生ー

日本政策投資銀行地域振興部課長

大西達也

(1) はじめに

不稼働不動産の稼働化というテーマについて「コンバージョンによる老朽不動産の再生」の観点から具体的事例を含めて紹介したい。

まず、不動産投資市場における不稼働不動産の稼働化は、証券化をする以前に必要なプロセスと考えることができる。政令市に限らず、県庁所在地でも、人口何十万規模の都市でも地方都市の中心市街地には確かに多くの不動産物件がみられる。しかし、よく見てみるとビルの中層部分が空洞化しているケースが目立つ。駅前でも、1階はテナントが入っているが上層階は入っていない物件が結構あることから、そういう物件を投資の前段階で、投資に値するレベルに再生するために、こういった対策をとるべきかを整理したい。

地域においては、雇用機会・所得の減少、ビジネスチャンスの喪失、魅力の減退、という悪循環が起こっている。これには様々な原因があり、全国レベルでは少子化・高齢化の急速な進展、大都市圏との格差拡大、経済のグローバル化、政府部門の財政逼迫などの問題がある。

(2) 空洞化する都市部

日本の人口が減り続けること自体は周知な事実であり、亡くなる方が100万人を超えて久しいのに対して、生まれる方がどんどん減っていくのは今後も避けられない流れである。

国税調査に基づく人口ピラミッドからも、人数の多い団塊世代、団塊ジュニアに山がみられるが、団塊孫世代には山がない。これが少子化であり、指数で見ると団塊世代が100に対して、団塊ジュニアが78、団塊孫世代が45となっている。団塊世代から団塊ジュニアに至るまで、生まれる人の数が4割減っており、団塊ジュニアから団塊孫世代まで、さらに4割減っている。この流れに従えば、その次の世代はさらに4割減ると考えられる。また、2020年には子供を産む親世代の人数が4割減り、当然その子供も4割減ると見られることから、少子化は止まらない。

過去においては、日本の総人口は1945年から2005年の50年間で5,000万人増えたため、土地、建物、道路を増やすことがまちづくりの至上命題だった。しかし、2005年をピークに今後は一方的に人口が減るため、まちづくりの発想を量から質へ変えていかなければいけない。

(図表 1) 現役世代人口と60歳以上人口の推移

	20～59才(現役世代)	70才以上
1975年	6,358万人	542万人
1985年	6,812万人	827万人
1990年	6,915万人	979万人
1995年	7,113万人	1,186万人
2005年	6,898万人	1,824万人
2010年(推計)	6,523万人	2,119万人
2025年(推計)	5,840万人	2,932万人
2035年(推計)	4,983万人	2,983万人

より具体的に1975年から2035年までの人口推移を図表1に示した。1990年のバブルの頃は、現役世代がまだまだ増加し、団塊世代の多くは

住宅を購入した。就業人口は5年後に団塊ジュニアが加わることもあり増加基調だったので、オフィスビルも必要、住むところも必要ということで不動産関連投資も増えていた。

1995年、阪神大震災の頃は団塊ジュニアが就業人口に入り、団塊世代と団塊ジュニアが同時に働くようになったため、現役世代人口はピークになった(20年で540万人増加)。

現状2005年までしか国勢調査はないが、1995年から現役世代は減り始めており、70才以上は15年で倍になる。2010年以降は推計だが、現役世代はどんどん減っていき、2025年の現役世代は今から1,000万減り、70才以上の人口は1,000万増えると予想されている。

日本の総人口に比べ、首都圏だけは高齢化しないと思われがちだが、現役世代は東京都市圏でも2000年あたりで既にピークを打って、その後は少しずつ減少している。一方で、今後は70歳以上が激増していくのが首都圏の人口ピラミッドの特徴だ。

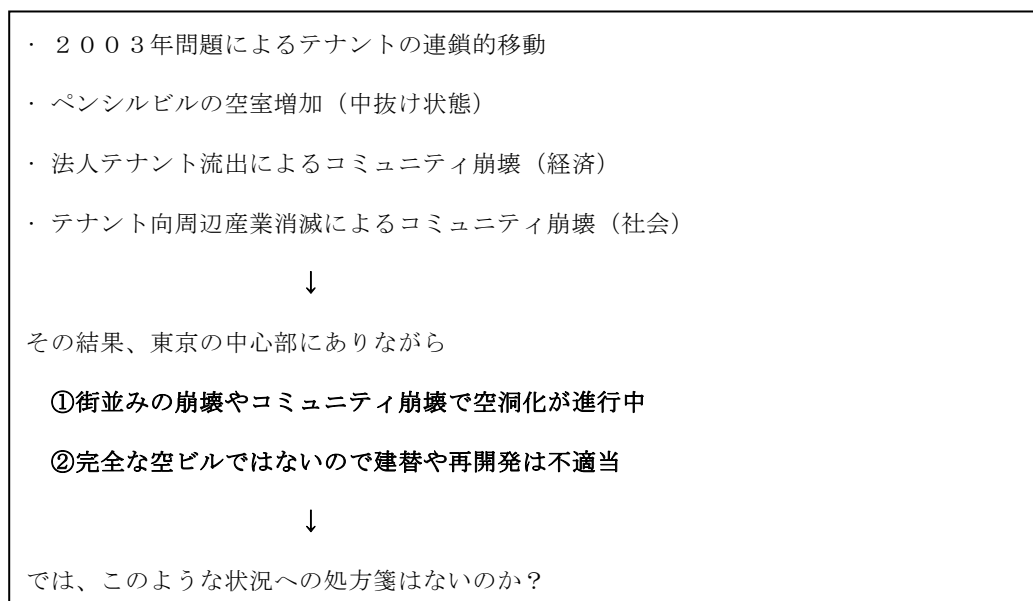
このように、少なくとも今後半世紀、現役世代は減少し就業者も減る。2025年から2035年の10年で700万人も減るので移民を受け入れても追いつかない。

ただ、就業者が減るのは悪いことばかりではない。人手不足で失業率が低下して機械化、情報化をしなければならず、生産性、企業の収益率は上がってくる。企業はどんどん利益が出てくるので景気はいいと最近まで言われていたが、これが家計に回っていない。就業者の減少は可処分所得の減少を招くので、消費はどんどん冷え込み、小売販売額はどんどん減っているのが日本の商業環境である。

また、今後は主に現役世代しか消費しない商品、例えば戸建て住宅、車、通勤定期などが意味を持たなくなることが予想される。

都市部の空洞化の実態を図表2に示した。上述したように、人口減少が進む状況でのまちづくりは量から質への転換がせまられている。図表3に問題点と処方箋を示した。「徒歩圏内にある空室群を束ねて、一棟のビルと見立てて運営」「内外装の用途変更(コンバージョン)により、新たな市場を開拓する」などまちづくり手法の転換が必要になる。

(図表 2) 空洞化する都市部の実態



(図表 3) 負の遺産を正の資産に変える（問題点と処方箋）

＜問題点＞	→	＜処方箋＞
空室がビル内でも点在しており 1棟丸ごとの建替は非現実的	→	徒歩圏単位で空室を束ねて 1棟のビルと見立てて運営
従来通り法人向オフィスへの原状 復帰では競争力がない	→	改修によりコンバージョン（用途変更）して競争する ことで新たな市場を開拓
そもそも新しい法人テナント が見つからない	→	ターゲットは、個人事業者（SOHO、アート系）

(3) 負の遺産を正の資産に

空室は都心の貴重な財産という発想で、負の遺産を正の資産に変えていく方法を紹介する。SOHOコンバージョン家守事業（図表4参照）についてだが、SOHOは、個人事業者と言っていると思うが、今まで企業向けに貸していたオフィスは、零細企業から中堅、大企業などが使っていたが、これからはなかなかその形で借りてもらえないので、SOHO向けのオフィス、あるいはアトリエ、作業場に用途転換して貸してみればどうであろうか。後ほど東京での例を紹介するが、実際には政令市や地方中核都市の金沢や熊本などでも同様の取り組みが少し

ずつ出始めている。

2005年の首都圏現役世代は1,740万人でこれが2007年問題（団塊世代の退職）後の2010年には1,665万人になる。団塊世代が使っていたオフィス需要が減り、その消費も減っていくと考えるのが自然である。2003年問題の余波は東京都心部でも残っており、築後30年から50年の老朽ビルはIT対応などもできないし、オーナーには建て替える余力もない。そういうビルが集まっているエリアではテナント退出により歯が抜けたようになって廃れていく。例えば、神田、日本橋などは2003年問題の影響を最も受けている地区の1つではないかと思う。

多くの空室を抱えて地域の負の遺産となっている賃貸オフィスビルがある。床を上げておらず、配線をはわすしかない状態で改装工事をするなら建て替えた方がいいが、建て替える資金がなく放置されているビルがこのエリアには多くある。

例えば、神田駅前には、テナント募集中という案内があちこちに張られている光景が見られる。1階はまだテナントが入っているが、2、3、4階はテナント名が書いてあっても抜けているところがある。上層階に行くほど空室が増えてくるが、大体一番上層階はオーナーが住んでいるので中抜け状態のビルが結構ある。

従業員を抱えた法人テナントが出ていくのでコミュニティが崩壊する。例えば小さなオフィスでも1フロアに10人、20人が働いていた企業がごそと抜けると、食堂や飲み屋といったテナント向け周辺産業の客も減り地域がどんどん崩壊していく。空室になると、最初に入ってくるのが消費者金融の無人店舗だったりするので、テナントが入っていても人が働いていなかったりもする。オフィスとして使われているところもあるが、2003年問題でオフィスビルが大量供給されたことで、余力のある企業は条件の良いビルに移って、移れない企業だけが残っている。

消費者金融以外に入るテナントが風俗店。神田にもあるが、そういった業種が入ってくると、地域の価値がどんどん下がっていく。雰囲気、治安が悪い地域ということで、ますます物件の賃料相場が低下する。

その結果、東京の中心部にありながら、人口数万規模の地方都市の中心市街地のような状況になり、空洞化した地方の商店街と同様に町並みやコミュニティの崩壊、空洞化の進行がみられる。完全な空きビルにならないために既存テナントとの権利関係も複雑なので建て替えや再開発もなかなか難しい。

こういった状況の下で、千代田区が中心となって古い不動産を束ねてコンバージョンを行う「家守事業」をスタートさせた。

空室は都心の貴重な財産であるという発想から空室で装備的なものが備わっていないが交通の便が良いというメリットに着目して、そこにある老朽ビルをどう使うかというのが家守事業の出発点であった。

(図表 4) 家守事業について

<p>・江戸時代の「家守」</p> <p>→不在地主に代わり、長屋の諸事の差配を任された“大家さん”</p> <p>○店子に商売の仕方、お上との接し方等を教え、安定的な賃料収入を確保</p> <p>・現代版「家守」</p> <p>→空室群をマネジメントし、タウンプロデュース(=まちづくり)を行う職業</p> <p><家守の業務></p> <p>○空室状態に手をこまねいている建物オーナーから床を賃貸で仕入れる</p> <p>○オーナーと新しいテナント候補者 (SOHO 等) のマッチング</p> <p>○内外装を別の用途に変更し、その維持・管理を実施</p> <p>○テナントの起業育成、ビジネス機会提供、資金調達サポート等を行うこと で、安定的なテナント料収入の確保に貢献</p> <p>○イベントなどでテナントと地域住民、地域 (周辺) 産業との橋渡し</p> <p>○家守事業全体の資金管理</p>	<p>家守事業についてはその概要を図表 4 に示した。江戸時代に地域のマネジャー的役割を果たしていたのが家守である。そういった存在を復活させて中小ビルの空室を現代版</p>
--	--

の長屋として使えないかといった発想から、空室と SOHO の事業者をマッチングさせたのが家守事業である。

江戸時代の家守は、不在地主にかわって長屋の管理を任された大家のこと。店子 (テナント) に商売の仕方、役所との接し方を教えて、安定的な賃料収入を確保させた。商売の仕方という意味では、アドバイザー、コンサルタントという役割も果たしていたし、役所との関係ではどういふ補助金を申請すればいいのかを教えたりということで、現代版の家守も同じような役割を担っている。

まちづくりを行う職業と定義づけられているのがオーナーと新しいテナントのマッチングである。神田の場合だと、例えば IT 事業者、SOHO 事業者のほかにアート系の個人事業者をビルオーナーである江戸っ子の年配の人たちとマッチングさせることになるので、双方に信頼関係を築かせるきっかけづくりを行っている。

内外装を用途変更してその維持管理を実施するプロパティマネージャー的役割も担っている。

維持管理ができずに汚らしい床、壁、天井の物件ではクリエイティブな仕事をする人たちは満足しないので、資金をかけずに若手デザイナーなどの協力を得て特殊な内外装を施している。

テナント企業の育成も行う。せっかく入居しても家賃が払えなければ意味がないので、ビジネスチャンスも作ってやらなければならない、資金調達もサポートしてやらなければいけない、ということで、この辺も江戸時代の家守とやっていることは変わっていない。

あとは、神田でも行っているように、イベント的なものを企画することで、新しいテナントと地元の人たちとの橋渡しを行い、地域との連帯感を持ってもらい、エリアマネジメントにつなげていくようなことも現代版家守は行っており、あわせて事業全体の資金管理も行っている。

家守事業のもともとの目的は空室を束ねることなので、本来あるべき姿は1棟コアになるような物件があって、そこから徒歩5分ぐらいの圏内で空室を束ねて、それぞれのオフィスの状況を把握し、テナントが使える共用部分をコア物件に備えるという形を目指している。

(図表 5) 負の遺産を正の資産に変える (従来型不動産ビジネスと家守事業との違い)

<従来型>	<家守事業>
新規につくる	既存物件の再生・活用
予め一律につくる	個別に、段階的に
不特定多数への広告	家守の持つネットワークを用いピンポイント募集
長期、半永久	短期、暫定利用

しかし、このビジネスモデルが成功すると、地域の価値は明らかに上がってくる。新しいテナントが入ってきて、そこで仕事、生活をすることによって、地域の周辺産業もまた戻ってくる。そうなるとその地域のビルオーナーたちが息を吹き返してくる。「ゾンビビル」のような、本来は退出してもらわなければならないような老朽ビルも様々な要因で残っているが、これらが息を吹き返してくると、本来の目的である建て替えだとか、再開発あるいは証券化とかが、将来的に可能になるであろう。建て替え、証券化は、家守の目指す所とは離れてしまうが、実際に神田地区ではそういう動きも起きつつある。

図表 5 に、従来型不動産ビジネスと家守事業との違いを示した。

空室がビル内に点在しており、1棟丸ごと建て替えできないなど問題点はある。法人向け用途にどんなに内装をきれいにしても新築ビルにはかなわない。そもそも新しい法人テナントが見つからないのは、人口減少により働く人の数が減っているのが原因であるので、最適かどうかはともかくとして、こういう方法があり得るし、実現している事例が何件かある。

重要なポイントは、新規につくるのではなくてあるものを使うこと。このスキームはあくまでも短期暫定で、地域価値がどんどん落ちていくことを、とりあえず止めることが目的である。特に、地方都市の中心市街地、商店街も同じだと思うが、空けたまま放っておくとどんどん価値が下がっていく。再生不可能、更地にすべきだという議論もあるが、空洞化を何とか食い止めることで、食い止めた後どうするかは、それぞれの物件のオーナーの判断になる。タイミングをみて建て替える、あるいは、新しく入居したテナントにそのまま使わせるという判断もあると思う。

（図表6）家守事業成功に向けた3つのステージ

＜第一段階＞

空室が埋まりオーナーに家賃収入がもたらされることでビル経営が安定化する水準

（第1ステージ：空きビル再生）

＜第二段階＞

新たに流入した入居者がコミュニティを形成、飲食業等周辺店舗も含め「まち」が活性化する水準

（第2ステージ：賑わい再生）

＜第三段階＞

地域に無い文化を持った新たな人々と伝統的産業を有する地域コミュニティの融合・協働により、「まち」に留まらず「産業」も活性化する水準

（第3ステージ：地域経済の再生＝最終目標）

まず、空室を埋めてオーナーに家賃収入をもたらすことで、空きビルを再生するのが第一段階。その次に、新しく入ってきたテナントが自分たちのコミュニティをつくって、周辺の町がもう一度にぎわうというのが第2ステージ。第3ステージは、ここまでいくと家守事業的には大成功（図表6参照）だが、新しい産業、伝統産業が相まって活性化する地域経済の再生が最終目標となる。

家守事業には様々な関係者が登場してくる。家守があってオーナーがあって店子という賃貸借、転貸借による横の関係。地元の自治体もそのエリア価値が上ることを望む、あるいは安

全・安心なまちづくりの観点から様々な形で支援をしたいと思っている。地元住民も空洞化が進行すると困るので、時間はかかるが家守事業を応援しようとする。地域の金融機関も自らが根を生やしている地元経済がどんどん枯れていくことは、その金融機関にとっても良いことではないので、こういう動きには積極的に関与しようとしている。また、コンバージョン自体があくまで内外装工事なので大手の出る幕がない。地元の工務店にとっての貴重なビジネスチャンスにもなる。このように極めてローカルなコミュニティだが、家守事業が目指す地域価値の向上はこれらの関係者によって支えられている。

(4) 家守事業の事例紹介

ここで、家守事業の事例を紹介する。千代田区では中小企業センタービルという老朽化したビルを「ちよだプラットフォームスクエア」と名前も変えてコンバージョンした事例がある。これを推進したのは千代田区である（図表7参照）。

(図表7) ちよだプラットフォームスクエア

《物件概要》

- | | |
|------------------------------|----------------------------|
| 1. 住所 東京都千代田区神田錦町3-21 | 2. 従前使用形態 中小企業センター |
| 3. 建物面積 5,712 m ² | 4. 建築面積 810 m ² |
| 5. 規模・構造 RC造地下2階、地上5階 | 6. 築年数 23年 |

《事業内容》

- ▼旧千代田区中小企業センターをSOHO用途にコンバージョン。
- ▼SOHO エージェントに対し、ビルマネジメント等のノウハウを提供、近隣の空室の活用を見据え「家守」として育成をはかる。初の家守育成事業。
- ▼ビジネス・マッチングなど、SOHO 事業者に対して様々な支援サービスを提供する複数の SOHO エージェントを誘致。同エージェントが、SOHO 事業者を推薦、当施設への入居を促す。
- ▼カフェ、パブリックなラウンジ、ビジネスコンビニなどを一階部分に設置、地域におけるコミュニティの拠点機能を持たせる。

*SOHO エージェント：SOHO 事業者と連携を取り組織化し、発注企業との出会いの場を SOHO 事業者に提供したり、企業と交渉し、受注した仕事を SOHO 事業者に割り振る、また技術面、営業面でのサポートを行う組織。

場所は地下鉄東西線竹橋駅から徒歩5分はかからないところ。住所が千代田の神田錦町。このビルでは、地方企業東京支社として商業登記しているケースがある。地方企業の場合、東

京に支店を持っているケースは少ないため、ここを支店にして名刺に「東京支社千代田区神田錦町プラットフォームスクエア内」と書いて営業しているのである。

築23年と老朽化しているが、SOHO用途にコンバージョンして多様な事業者を入居させている。弁理士、弁護士から名刺1枚で営業、あるいはそこでアトリエのようにソフトを組んでいるSOHO事業者など。

公共スペースとしてカフェ、ラウンジ、ビジネスコンビニ、秘書サービスなどが備えられているので、ビル入居者だけでなく、周辺の人たちも集まってくるビジネス拠点になっている。もともとが公社なので、B2階、4階、5階は公社がそのまま使っていて、1階は公共的なスペース、2階、3階をフロア貸ししている。B1階はラウンジ、貸会議室とあるが、会議室が各テナントのオフィスに備わっているわけではないので、借りたい時に借りるということで、B1階は大きいものから小さいものまで、何種類かの会議室を設けている。

(図表8) オープンレスト(ちよだプラットフォームスクエア)



図表8もオープンレストと呼ばれる賃貸スペースの1形態。SOHO事業者であれば1つのブースで十分オフィスになる。パソコン1台で動き回っている入居者は、月1万から2万ぐらいでここを借りている。この席数が、例えば80あるとすると、80人が揃って同時に仕事をすることはないので、90とか100の契約も可能となる。その分賃料収入が上がってくるわけだが、バッティングすることはまずないので、常時どれぐらい来ているかを見ながら、その数を上げていくこともできる。

図表8はオープンだが、クローズドレストというパーティションがついているスペースもある。消防法などの規制があるので、天井との隙間が空いており、声が漏れたりして完全密室ではない。広さによって8万とか10万とか、ちょっと高いところもあるが、個室貸しである。賃貸スペースはオープンとクローズの2種類。ビジネスコンシェルジュ(図表9参照)が1階

にあり、契約をしている事業者は、顧客に「自分のオフィスで打ち合わせをしましょう」と名刺を渡す。顧客がくると1階に秘書サービスがあって「何々さんに会いたい」と言うと「B1階の第何会議室にお越してください」となり、会議室で待つ事業者と商談をする。顧客には席貸し（オープンネスト）契約者であることは知られずに済むことになる。

(図表9) ビジネスコンシェルジュ(ちよだプラットフォームスクエア)



廃材をリサイクルしたデスクを利用してコストも抑えている。上記のオープンネストより少し値段も上がるが、トランク型デスク（色々な書類やパソコンが置ける鍵のついたトランク）というタイプもあり、鍵をしめれば専用オフィスになる。

官民協力プロジェクトとしてオープン当時は話題になり、老朽公有資産のコンバージョンの事例として取り上げられたりしたが、今はどちらかという周辺地域の活性化で効果が出てきている。1階部分を開放しているのので、周りから人が集まってくる。ビルテナント専用の食堂にしてしまうと、採算上厳しくなるが、いつも人が集まっているので、周辺ビルの人たちも食事をしたりお茶を飲んだりしている。

家守事業が理想型とするコア・サテライト展開も、近隣ビル内にアネックスができていることから、本件プロジェクトが老朽ビル再生から地域活性化に発展しつつあることの証左といえるだろう。図表10に、本件の特徴を整理した。

(図表10) ちよだプラットフォームスクエアの特徴

- | |
|---|
| <ul style="list-style-type: none">①家守育成型－ 中小ビル連携を推進するために不可欠な「家守」を育成・輩出②官民協力事業としての先進性－ 区有財産の民間事業者によるコンバージョン実施及び運営の一括委託③インキュベーション施設機能－ 複数のエージェントとマネジメント事業者（プラットフォームサービス社）、公共（千代田区）が連携し SOHO 事業者をサポート④地域活性化（まちづくり）の視点－ 地域への施設開放、近隣空ビル・空室への展開を当初より想定 |
|---|

図表11に、民間企業が民間所有ビルの再生を担ったREN-BASE UK01の事例を紹介する。

(図表11) REN-BASE UK01 (大蓄ビル)

《物件概要》	
1. 住所 東京都千代田区内神田 3-5-1 大蓄ビル 2F	2. 従前使用形態 オフィス
3. 床面積 約100坪 (2F部分)	4. 規模・構造 RC造地上6階地下1階
5. 築年数 47年(1957年築)	
《事業内容》	
▼民間事業者が内神田の中小ビルを借り受け先行的にコンバージョン事業を開始	
▼席貸し (シェアタイプ)、席貸し (専用タイプ)、ブース貸しタイプの3パターンを用意	
▼クリエイターなどの拠点として、テナント同士や地域住民との交流を演出、神田地域の再生を目指す。	
既に、地域の交流拠点、情報発信基地として機能している	

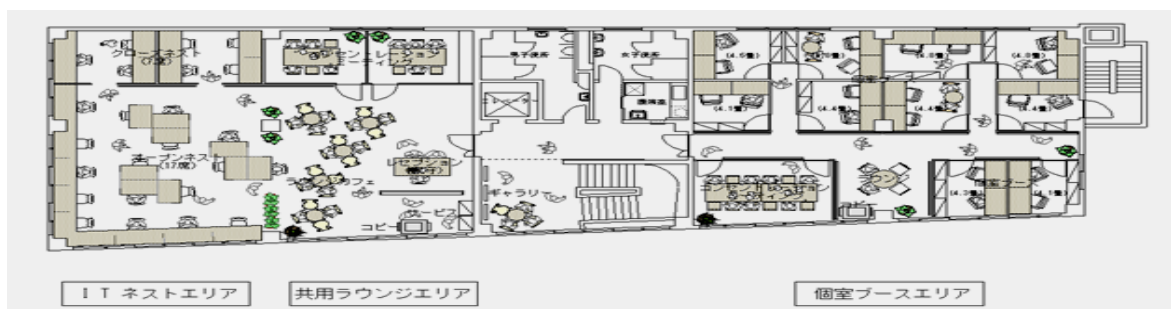
(図表12) REN-BASE UK01 (大蓄ビル)



本件は築47年のビルで神田駅から2、3分。現在このビルの前は更地になっている。再開発になるのか、建て替えになるのかわからないが、そういう波が押し寄せているところで、ビルの2階部分が100坪空いていた。そこを図表12のようにコンバージョンした。これも席貸しとシェアタイプ、専用タイプ、ブース貸しなど様々なタイプを用意している。特徴的なのは地元神田の住民とテナントを交流させて、地元根付かせているのと、地元住民にも新しい視点を入れていること。

図表13に示したように、半分をオープンスペースとすることで自分たちのオフィスと、オープンな会議スペースとに分けている。

(図表13) レイアウト (REN-BASE UK01 (大蓄ビル))



家守は共用ラウンジエリアに常駐している。クローズドスペースは間仕切りをしている。このブースの中央部分にもテーブルがあって、テナント同士の打ち合わせに自由に使っている。テナントは独立したアーティストが多く、自分たちの仲間を呼んできて打ち合わせや商談会なども行っている。

本件のコンバージョンは自己資金でまかなっているため金融機関は関与していない。民間ビルオーナーと家守が賃貸借契約を結び、個別テナントに転貸するという簡単なモデル。

(図表14) コンバージョン前と後の内装 (REN-BASE UK01 (大蓄ビル))



1階はコンビニと居酒屋が、地下1階は焼肉屋になっている。2階は空いており、上層階の管理事務所はオーナーが入っている。

図表14にコンバージョン前と後の内装の違いを示した。

民間企業がリスクテイクして地域再生に取り組んでいるケースで、イベントによるプロモーションとかも行っている。低廉なコンバージョン費用で小規模オフィススペースを提供して、ワンルームマンションに職場を構えるSOHO事業者をターゲットにした。家賃も8万から10万ぐらいで、交通利便性が高いのでお客さんが集まって来る。

実際、アーティスト系の人が集まってくるので、地元神田・日本橋地区で芸術系イベントも行っている。この地区は空きビル、空室はいっぱいあるので、そういったところを期間限定で借りて、原状復旧を条件に学生も混ぜ込んで、「セントラルイースト東京」といったイベントを継続して行っている。

こういうことを行っていると、この地区はおもしろいので住みたいという学生たちも出てきたりしている。オフィスだったところが住居として利用されるといった効果も出ている。

図表15に、本件の特徴を整理した。

(図表15) 本件の特徴 (REN-BASE UK01 (大蓄ビル))

- | | |
|------------------------|--|
| ①家守事業第1号案件—先進性 | これらの事例のほか
に、学校をコンバージョンしたケースも見られる。世田谷の中学校をコンバージョンして、映画 |
| ②純粋な民間事業—リスクテイク | |
| ③地域コミュニティとの連携—町内会組織と連動 | |
| ④地域再生—イベントによるプロモーション | |
| ⑤拡張性—東神田プロジェクトへの飛び火 | |

とか映像関係の事業者を集めている事例がある。「世田谷ものづくり学校 (IKEJI R I N S T I T U T E O F D E S I G N)」となっているが、内装を変えれば結構見られたものになる。廊下が通路となり、教室がギャラリーになる。学校なので結構天井が高くアーティストが手を入れれば綺麗になる。

豊島区の「にしすがも創造舎」も、中学校体育館をコンバージョンして劇場にした。築40年の中学校は、墓場が近くて騒いでも余り近所に影響がないということもあり、劇団の稽古場兼劇場になっており、体育館だけでなく校舎も稽古場になっている。

本件は豊島区とNPOが家守の役割を担っており、劇団とかに、年間ではなく、時間貸しや、一日貸しで利用させている。大規模な稽古場があつて、音楽室はスタジオになるし、板張りの教室もダンスの練習に利用されている。

体育館も階段状にイスを並べることによって立派な劇場になる。舞台もあり何よりも天井が高いのが特徴。豊島区が、NPOが行う事業に対して地域再生計画に位置づけてビジョンをつくって、それに合致する事業ということで様々な支援が受けられている。

廃校活用の場合はどちらかというと過疎化の進んだ地方が先行していた。最近では少子化で廃校が増えてきた東京でもそのアイデアを活用しているという珍しいケース。

(5) 質疑応答

●唐渡委員 空洞化した地域をどのように再利用していくか、具体的事例をご報告されたわけですが、家守事業がビルをコンバージョンした後の家賃は周辺地域と比べて、あるいは以前の水準と比べてどうなっているか。

●大西課長（日本政策投資銀行） そこまでは調べていないが、千代田区では調べていると思う。もともと千代田区の空洞化するエリアを何とかしようという起爆剤として行っているのも、その効果を確認しているはず。豊島区の中学校を劇場に変えた事例は、地域再生計画として国に計画を提出することで豊島区は芸術と文化の町になることを宣言しているのも、それによってどういう成果が出たかも調べていると思う。

神田地区でどれぐらい地価が上がったとか、テナントが入ってくるようになったかは、調べれば出てくると思う。ただ、神田の場合は別の要因で、家守事業よりは建て替えが進み始めている。大手町・丸の内地区からの余波で、川一本越えただけで立地はほとんど変わらないが地価が格段に安いということで、建て替えがどんどん出ている。

●唐渡委員 神田は交通の便が圧倒的に高いので、需要は潜在的にあると思うが、例えば地方都市でやろうとすると、地方は経営と資本が大概分離していないし、中心部でも、みんな車に乗っていて、まず人が歩いていない。そういった場合、こういうやり方というのは効果があるか。

●大西課長（日本政策投資銀行） この方法も全部が全部うまくいくとは限らない。所有と経営が分離していないのは地方都市の中心部と一緒に。結局、商店街は所有と経営が一緒なのであいう状態になっているが、神田の場合は空洞化が進行する前にこういうことを始めた。これは千代田区の手柄だと思う。地元のビルオーナーたちと勉強会をつくって、こういうこと（家守事業）をやったらどうかということで、まずは自らの持ち物を提供し、千代田区中小企業センターの建物をモデルに試してみた。プロジェクトがうまく回り始めれば、周りで同じようなことをする人が出てくることになる。

例えば地方都市の場合でも、公の物件があれば公の物件からやればいいと思う。なかなか民間で始めるのは、成功体験がないので苦戦している。広島、金沢では少しずつそういう動きが出ている。あくまで暫定利用だが、でもそれをやらないことには、そのまま空洞化してしまうのでそのスピードを緩めるというような効果だと思う。

成果がこんなにあると説明しても、そもそも地元の方々との発想にギャップがあるし、成果がないならやる意味もないとなるので、PRの仕方が難しい。こういう事例を見せても、場所

が千代田区、豊島区、世田谷区と言うと、どうしても地域の方は引いてしまうので、幾ら状況が一緒だとか、風俗ビル、消費者金融のビルが駅前に乱立しているのは、どこの地方都市の駅前に行っても一緒に共通点があるというところからスタートしていきたいが、なかなか地方都市の場合に積極的な取り組みが出にくい。

●前川座長 神田だからそういったものを設ければ色々な需要があるが、地方都市はどうか。

●大西課長（日本政策投資銀行）そこはあると思う。実際、神田に来ているテナントも最後に見せたRAN-BASEは、渋谷、六本木、表参道とかから来ているSOHO事業者だったりする。

●前川座長 地方都市の場合は結構厳しいのではないかな。

●大西課長（日本政策投資銀行）地方都市の場合は、そもそもSOHO事業者がいないので、SOHO事業者向けでない方がいいのかもしれない。地方によってどういう事業者がいて、今の家賃水準だと入ってこられないが、小分けにして新たな賃料を設定してあげると入ってくる可能性があるかの下調べは必要だと思う。

●麦島土地市場課長 コンバージョンだが、色々と事例に関わってきた中で、水回りとか技術開発的なもので非常にコンバージョンが難しいという経験はないか。国として何か最新の技術で検討しないといけない場面、ある意味で規制の裏返しみたいなどころだが、そういうので何か目についたものはないか。

●大西課長（日本政策投資銀行）今の流れに逆行するが、例えば建築基準法とか、消防法とか既存の枠の中でやるので、例えば、窓が足りないとか、窓に穴をあけるなら壊した方が早いということもあるし、エレベーターがどうだとか、階段の幅がどうだとかいう課題はある。オフィスのままでの利用については余り制約はないが、オフィスに住居に替えるということになると、そもそも水回り設備があるのかというような大変になるケースもある。何でもかんでも魔法のように、オフィスに住居にコンバージョンするというのは難しいと思う。ただ、物件によってはそういったことを工夫してやっているのだから、建築基準法があるからコンバージョンが進まないわけではない。

ただ、エリアを決めて推進するという方法はあるかもしれない。今少し下火になっているが、構造改革特区的なやり方はあるかもしれない。特定の産業を集めようということになった時に、例えば用途地域みたいな話になる。これはどちらかというところだと地方自治体の知恵の出どころで、こんなのどうでしょうかという企画提案を国土交通省に持ち込んで、現行法とのせめぎ合いの世界になると思う。

●吉田委員 あくまでも暫定的ということだが、物によってはもう少し定着するような形も可能性としてはあり得るのではないか。例えば、ニューヨークのソーホー地区は、老朽化して使えない元工場やビルをオフィスにして使ったり、ブティックにして使ったりしている。そういうところのオフィスは、訪ねて行くと社長の犬と社員と一緒に仕事をしたりなど、従業員の働き方が、六本木ヒルズのようなオフィスの姿とはちょっと違って、もうちょっとアットホームなオフィスの姿がある。余りひどい品質のものは暫定的にしかならないと思うが、それほどひどくなければ、幾つかの層、幾つかの違うパターンがあると思う。暫定的じゃないような形も部分的にはあり得るとまたおもしろい部分があると思う。

●大西課長（日本政策投資銀行） 学校とか公共的な建物はとても頑丈でなかなか壊れない。行政所有物件なので、永久的に利用形態を固定することは難しく何年か単位で区切って転がしていくことになる。ただ、芸術の拠点などそういう利用形態が根づいてくると、逆に壊せなくなり、その物件を地域のシンボルにしてパーマネントの利用になることはあると思う。

民間の物件でも、ワンフロアだけでなく、丸ごと1棟単位で特定の業種・職種の方々が入ってきて、何とかのメッカみたいなものになった時には、仮に建て替えてもそういう使い方をするというケースは出てくると思う。

ニューヨークのソーホーもそうだが、味のある物件で仕事をしたいとか、おしゃれな人たちが仕事をしているから、ハードは老朽化していてもいいとか、世間の評価が一度確実なものとなった物件は、パーマネントのものになっていくと思う。

ただ、日本でそういうものが出てくるかどうか。コンバージョン物件のすぐ横に民家があったりするので、廃校活用の事例もそうだが、世田谷ものづくり学校で芸術の拠点を目指しているが、風変わりな人種が出入りすることへの苦情など軋轢はある。どれもこれもまだ始めて5年はたっていないので、そのまま進むのか、方向転換するのか、そのうち建物が壊れてしまうのか、見極めどころだと思っている。

●赤井委員 ニューヨークのソーホーと、日本の神田とかそういった地域の根本的な違いは、アメリカが非常に豊かだったころに、日本では例えば明治時代の建物と同じようなスペックで、非常に耐用年数が長いものを相当なお金をかけてつくっていたので、その後産業構造の変化の中でレガシー（文化遺産）になっていったものはあると思う。

ある意味、神田は日本が貧しい時に突貫工事で作って、30年、40年たってそろそろ住めなくなってきたところが空いてしまったので、とりあえず埋めるという廃物利用みたいなところがある。一時的というのは事実で、そのまま20年引きずって、地震があった時に中にいる

人が生きていられるかという、かなりそういう点でも懸念あると思う。

中心市街地もそうだが、空洞化することによって地域自体のバリューが劣化することを防ぐという意味での幾つかのオプションナリティーの中にこういうこともある。ただ、有効利用というところで見ると時には必ずしもそうなのかという、とりあえず埋めるというところにも関係してくると思うので、こういうやり方もあるのかなと思う。しかし、これが再生ということではないという感じもする。

これは政策投資銀行としてこういうものに取り組んでいるの。

●大西課長（日本政策投資銀行） 我々がかかわっているものもあるし、資金を出しているものと出していないものがある。出しているところも、10月1日から民営化するので、その後こういうことをやっていけるかは疑問ではある。ただ、投資物件というものがごろごろある時代であればいいが、全くない、あるいはどちらかという地面に沈んでいるというものを掘り返すというのは本来は地元行政の方がやれば、民間はその後の段階から入って行って投資をすればいいということになる。

●赤井委員 こういうプロジェクトに対する政策投資銀行の方向性だが、金融機関なので貸し出しという形で、その採算性はどうなっているのか。損をしなければできないものなのか、あるいは一定の収益が見込めるもので、民間でもある程度の下駄をはかせてもらえば、資金を導入できるような対象になり得るのかどうか。

●大西課長（日本政策投資銀行） 我々はそもそも政策金融機関なので、融資をする時の金利を低目に設定したりとかということもあるし、国が推進する地域再生の枠組みを使うと補助が出たりとか、そういったものを組み合わせてパッケージとして取り組んでいるので、純粋に金融の視点でやった時にどうかと言われると難しいと思う。

●赤井委員 不動産投資市場というこの研究会の枠組みで考えていった時に、そういう部分を考えていくと、1つのオプションナリーとしてこういうオプションもあり得る。特定の状況に対する対応策になってくるのではないか。

●大西課長（日本政策投資銀行） 例えば古びた商店街もある目線から見ると、早く両手を挙げてもらって出ていってもらった方が投資しやすいという考え方もある。

●赤井委員 再開発ですか。

●大西課長（日本政策投資銀行） 再開発も含めて、あるいは全部更地として駐車場というケースもあるかもしれないが、例えば商店街も、店としては成り立たないので、そこを福祉施設に変えたりとか、まさに小手先かもしれないが工夫をしているところもある。それで、確かに

その地域が一時的に衰退をまぬがれ、息を吹き返すということを再生と呼べるかどうかというのは議論があるところだと思う。

●赤井委員 地方の関係ということについてだが、地方の場合は所有と活用というのが必ずしも分離していない中で、全体としての産業の衰退があつて、物件の所有と利用が分離していないいわゆるオーナーオキュパイドのものがシャッター通りになってしまう。そういったところに何らかの利用だけをしたい人たちを、駅前を目抜き通りに持つてくることによって当然にぎわいがでてくる。逆に言うと、オーナーオキュパイドではない形に転換することによって、それは賃料を生む収益物件になるそこに資金を導入して投資の対象になってくるということの切り口が地方の場合はあり得るのかなと思う。

従来型の今存在しない産業の方々、またかつてはお金があつたので買って持っていた、しかしながら業務をしていないので、休眠会社のようになつてしまった、シャッターが下りている。そこに何でもいいが、コンビニを入れてもいいと思うし、飲み屋でもいいかもしれないし、何でもいいと思うが、それによって収益物件に変えていくというところ、そういう示唆はここから若干受けるところがあると思う。