

【講演録47】

金融ビッグ・バンと不動産市場の構造変化

三井不動産投資顧問（株）
専務取締役 吉村 慎治

今日ご案内いただいたのは、「金融ビッグ・バンと不動産市場の構造変化」というちょっとだけそれなりの題なのですが、レジユメにあるように、日本はここ10年近くの間、ずっと騒がれているバブル崩壊から、デフレ・スパイラルになるのではないかとという大きな経済の動き、そういう中で橋本首相の提唱で出てきているいわゆる金融ビッグ・バン、2001年へ向けての金融制度大改革が、すでにスタートしています。いままでもすでに非常に大きな変化が不動産市場、またこれからお話したいと思うのは、その不動産そのものと、そこへお金が流れ込んでいくことで不動産金融市場というか、そういう不動産市場と、不動産資本市場というところで、大きな変化が起きているのではないかと。そういうことを、この間のバブルの発生と崩壊のプロセスをざっと見ながら、今後将来的に果たして日本の不動産のあり方、不動産資本市場のあり方がどうなっていくのか。こういうことを予測というと大げさですが、そういう考え方を少し私見を混じえて、後半はほとんど私見ですが、述べさせていただきたいと思っています。

お手元にレジユメで配っていただいておりますが、これは1983年を100とした場合の地価公示とGDPの推移で、東京圏の商業地、住宅地の公式価格ベースの推移と、東京圏のGDP等をグラフにした、すでに皆さんもお馴染みのグラフかと思えます。これで見ただけでもわかるように、83年を100としたときに、ピーク時で340ぐらいまでいったものが、97年の商業地で見ると130を切っている。この間、東京圏のGDPは190ぐらいまで伸びているので、指数の伸びを下回ってしまっている。こういうことは去年、一昨年あたりからだいぶ言われているわけです。

その大きな流れは、ご承知のとおり1985年のG5で、円ドルのドル高政策の転換が大きく打ち出された後、世界経済をだんだん支えていかなければいけないと言って、86年のブラックマンデーがあり、そのあと少し落ち着いてきたわけですが、その後も日本だけは「日本機関車説」と言うか、世界の金融経済政策運営の中で、低金利政策をずっと続けた。いわゆる公定歩合2.5%の超金融緩和。いまは0.5%ですから、いま考えてみると、2.5%はそんなに低くはなかったのかもしれませんが、ただこの間の貨幣の供給量はものすごく大幅に伸びて、後に見ていくように、不動産関係の融資で貸付金が大幅に伸びたわけです。それによっていま申し上げたような、商業地を中心にした地価の高騰が

起きたわけです。

大ざっぱに申し上げて、その後の不動産選別融資規制のような非常に厳しい規制の時期を経て、地価が一方的に下落して、93年あたりからこれではまずいということで、逆に金融が緩和に向かい、現状はすでに0.5%という公定歩合の時期がずっと続いているわけですが、いまだにここ数年も地価が下落している。特に商業地の二極化と言われる悪い部分については、限りなく下落している状況が続いているわけです。ここで1つ申し上げたかったのは、この表の東京圏の商業地の下落率、ピーク時の340から130ぐらいということで、ざっくり言って商業地の値段は、3分の1ぐらいになっているということです。

次にこういうプロセスの中で、商業地の価格が支えられる根本の原因は、何に利用するかが根底にあると思いますが、当然その最有効利用はオフィスビルです。そのオフィスビルの賃料がどう推移してきたか、東京ビルディング協会のグラフがお手元の資料のいちばん上に出ています。これは平米単価ですが、1983年は6,500円。これを100とすると賃料でピークは、地価のピークの91年より1年遅れて92年で、83年を100とすると、おおよそ270ぐらいの1万7,400円のピークを付けて、その後97年で同じく指数として140ぐらい、9,143円まで下がっています。土地は大ざっぱに言う3分の1弱になった。それに対して賃料は、ピークから2分の1弱ぐらいにしか下がっていない。83年を100とすると、87年の賃料は140ぐらい。それから前の頁の商業地は、130を少し切ったところだったわけです。

こうして見ると、下落幅こそ土地は3分の1になり、賃料は2分の1になって、最近よく言われている不動産価格が収益還元という価格に落ち着いてきた、つまり土地や実際にそれを利用したところの、例えばオフィスビルを建てたときのオフィスの賃料利回りを中心に、不動産の価格が形成されるようになってきたと言われているわけですが、新規賃料だけを見ても、たしかに不動産価格のほうが大幅に値下がりしているということなのです。

もう1つ、ここに挙げたグラフは新規賃料のグラフです。不動産関係の皆様、あるいは興味のある皆様はよくご承知のとおり、日本には借家法というものがあります。これがために特に戦後の高度経済成長の中では、いわゆる継続賃料と新規賃料の乖離がずっと継続的に起こってきたわけです。「不動産価格の収益還元」を言うときは、当然そこに現に賃料が上がっている不動産でなければ収益還元も何もないわけです。そういう意味で、いま申し上げたように不動産価格は非常に大きく下落した。一方賃料はある程度の底があって、新規賃料も、不動産物件価格に比べれば、そんなに下がらないというプロセスの中で、いま申し上げた継続賃料と新規賃料の乖離がなくなってきた。一部では逆に継続賃料のほうが高いというプロセスが結構続いて、私ども不動産屋の間では「減賃、減賃」と、「減額賃料改定」と言ったわけですが、そういうプロセスが結構ありました。戦後非常に長い間続いてきた継続賃料と新規賃料の乖離が、ある意味では精算された。それがバブルの大き

な出来事の1つではないかと思っています。質的な変化の1つではないかと思っています。

それにより、長く建っていて、賃料が上がっているビルディングが、当然収益還元価格ということで不動産を考えるとときには、現に賃料が入っている不動産を考えるわけなのですが、それを考えたときに、例えば1970年代、あるいは1960年代にそういうものを考えようとする、都心に5年前、10年前に建て、すでに満杯になっているビルというものが、収益的な考え方からすると、もっとも価値があるわけです。ところが、この現に上がっている収益だけをベースに、実際に入っているいわゆる継続家賃をベースに考えると非常に利回りが低くなってしまっている。

ちなみに例えばこのビルに、2万5,000円の賃料が平均で入っているとすると、実際隣の更地にいま新しくビルを建てれば、こちらのビルは5万円で貸せる。こちらは10年前から入っていて、もっとも安定的に収益が現に上がっているもので平均すると2万5,000円の賃料しか入らない。それだけで利回りとして半分になってしまう。そういういびつなことがずっと戦後このかた何十年も続いてきた。

これはご承知のように借家法のいわゆる正当事由、賃料を改定するとき、日本の借家、ビルの契約などにしても2年契約、メインで3年契約、短期契約で行われるわけですが、いわゆる更新拒絶、契約を止めたい、ほかの人に貸したいというときに正当事由が必要なのです。それはこのビルがいま平均賃料2万5,000円です。隣にビルを建てれば5万円で貸せるのです。私はこれに5万円払ってくれないのなら「出て行ってください」とは言えないのです。賃料が安いというのは、更新拒絶の正当事由になっていないのです。これだと隣に建てればいま5万円で貸せるのです。なのに2万5,000円でずっと入っていても、これは更新を拒絶できない。

それで力関係でご承知のように、供託すればいくらでもいられるとか、裁判沙汰になってもなかなか解決できない、あるいは仲裁、鑑定をとっても、せいぜい中を取って1割上げてやれば「我慢しなさい」ということで終わってしまって、あげくのはてに何年間も供託されて賃料が入らないでということになってしまう。ずっと戦後の高度経済成長のプロセスの中で、そういうことの積重ねとして、いま申し上げたように隣の入っているビルと、新しくここに建てれば取れるであろう市場賃料の間に、場合によってはもっとひどい乖離が生じてきたわけです。

不動産価格の大きな崩壊はざっと3分の1と申し上げたのですが、皆さん、実感しておられるように、場合によっては例えば10分の1といった感覚のほうが正しい所もあります。不動産の物件価格自体は、例えば容積率600%の土地だとすると、バブルのプロセスでは土地を買うときにはきちんとまとまった土地にして、6種建てて、それで有効活用することをベースに考えて買われているわけです。例えば恵比寿とか目黒とか、ちょっと1本裏へ入っているけれど、まとめれば良い土地になるなという所で、1階が八百屋さんで、2階にそのご家族が住んでおられるというような間口2間か3間ぐらいの30坪、5

0坪の土地をそういう600%で買うわけです。

これがまず価格そのものがいまから見れば、600%で見て、3倍だったわけです。ところが、まとまらないで見ると、そういう間口狭小の小さい土地は、何が最有効利用かと。そこに7階、10階のビルを建てて、1フロアーが30坪か40坪のビルでは、全然賃料負担力がないわけです。そういう所の最有効利用は、そのままだと本当は200%かそこらなのです。1階でラーメンショップをやって、2階で寝泊まりしているのが最有効利用、せいぜい3階を建てて、そこにじいちゃん、ばあちゃんを泊らせるのが最有効利用なのです。そういう土地の状態がある中で、それを600%で買ってしまうわけですから、早い話が $3 \times 3 = 9$ で、ざっと10分の1になってしまう。これが今起きてきていることなのです。

いきなり悲観的で、乱暴なことを申し上げたのですが、こういうプロセスの中でも、実は土地は買われてきている。ずっと土地は動いてきている。それも今日はこの言葉を何度も何度も申し上げると思いますが、収益還元という価格の考え方が、だんだん浸透してくるプロセスの中で、土地が本来の正しい意味での投資目的という意味で買われてきている。これをざっと見てみたいと思います。

去年の7月26日号の『週刊ダイヤモンド』から、3頁ばかりコピーを取ったものがお手元にもあるかと思います。国鉄清算事業団の土地などを中心にした、大規模な取引だけがここに出っていますが、この中でも1995年、1996年にかけての飯田橋貨物、あるいは新宿高島屋、それから丸紅ビルの取引等々、錦糸町が96年ですね。大きな取引があって、その後97年になって汐留、品川という清算事業団の大型物件が出てきたわけです。そのあと今年の春に旧国鉄本社跡地、それから東京駅八重洲北口の同じく国鉄清算事業団の大型物件の入札があったわけです。大きくこういう中で、土地が徐々に買われてきている。その流れをざっと見たいと思って、こんなものをお配りしたわけです。

同じく『週刊ダイヤモンド』の記事で、これは下から見ていただいたほうが良いと思うのです。95年の朝日ソーラー、あるいは下から5行目ぐらいのムラタ製作所ほか7社。これは渋谷の東急と国鉄の山手線の間にはさまれた国鉄清算事業団の土地です。ムラタ製作所は本社が京都で、こちらに出てきている。そのほか商工ファンドでしたか、商品先物の会社とか、あるいは金融関係の会社とか、いわゆる新規上場企業とか、元気のある企業が7社連合で、幹事役を新日本製鐵がなさって、この土地を入札して買われた。私ども不動産会社等にとっては、新日鐵がそういう幹事をやったことが実は衝撃的だったのです。よくよく考えてみると、そういう自社ビルニーズというものが、このとき結構出てきていたのです。

それはその後を見ても、いまは飛ばしてしまいましたが、95年3月、契約ベースなので下のほうになっていますが、ニチメンが日産自動車グループから本社ビルを取得なされた。そのほか必ずしも本社だけではありませんが、デサントとか、あるいはナショナル住

宅、それから下から3分の1ぐらいですが、丸紅が三菱地所から丸紅ビルディングを買われた。これとニチメンの取引は非常に大きいわけですが、いずれも自分が使っていたビルを賃貸から取得して、自用に切り換えたわけです。

これは非常に大きな例ですが、そのほか全く新しく自用に買っていきこうという動きでノエビア、学研、山崎パン、田崎真珠とか、それから一連の97年の清算事業団はちょっと飛ばして、上のキッセイ薬品とか、イワタニ産業とか、こういうあたりはそれぞれ独特のお仕事、商売の中で、不景気の中でもずっと伸び筋で頑張ってきた。それで新規上場、あるいはずっと古い企業で関西系の本社でやっておられて、東京に拠点を持ちたかったという企業が、自社ビルニーズを中心に買ってこられた。

次の頁に外資系が出ています。同じように95年、96年を中心に買ってこられたのは韓国勢です。ジンルジャパンとかハンファ、これは韓国火薬です。第1京浜に沿ったSTTのビルを買われたわけです。それから三星電子。これは自用に供しようということで居抜きで半分買ってしまったのですが、いまだに動いていないようです。そのうえでSKグループジャパン。こういう韓国系の企業等が、本来的には自用にしたいということで買ってこられたわけです。

いずれもこういうものの考え方自体は、収益還元ということを申し上げましたが、ひっくり返してみると、不動産の価格がそこから上がる賃料と、利回りを比較で申し上げますと、金融資産の利回りにリスクプレミアム等を乗せたものとなる、あるいは借入金の金利ということになるわけです。こういうものと、不動産の価格とそこから上がる賃料、あるいは払わなければならない賃料、それと自分が金をどこかに投資したときに得られるであろう投資利回り、あるいは金を借りてきたときの借入金金利、こういう金融の利子率、それから不動産そのものの収益率、それから不動産の価格という関係が均衡の取れるものになってきた。

このいちばん大きな原因は、バブルの崩壊の中で、いままでずっと右肩上がりの不動産価格期待が大きく崩れて、それで1つには不動産の価格そのものが、将来の値上がり期待を織り込んだような価格から、そういうものを外した価格になりつつある。したがって、いままで不動産は何でもかんでも不動産であって、ずっと値上がりするであろうということで、一律にある意味で高い値段が付いてきた。これが先ほど申し上げたようなそれぞれの不動産の所在と、形態と、それから現にどういうふうに使われているかで、そこからどれだけの収益が上がるかということによって、不動産の価値が図られるようになってきた。ですから、なかなか使える見込みがないなど、あるいはここにビルを建ててもなかなかテナントは入らないのではないかと、よっぽど縁がないと入らないなどという所は、例えば表面的には賃料1万5,000円と言っているけれども、それはたまたま入ればそうなのですが、入らなければ1年も2年も入らない。こういう所の土地というのは、いまでも限りなく下落しています。

片一方で、いますでに賃料が5万円を付けているわけです。大手町のファースト・スクウェアとか、ファイナンシャル何とか、ああいう所では本当に外資系の企業、あるいは日本の金融ビッグ・バンに備えた金融関係の統合等々で、家賃が5万円を付けようとしているわけです。11月以降は若干悪くなっていますが、そういったはっきりした二極化が起きてきているわけです。

話が少し反れてしまいましたが、いま申し上げたことは、要するにどういうふうにするかによって、最有効利用によって上がる収益と、それから不動産の価格と、それを調達するための資金、あるいはそれを買うべく持っていた資金を運用したときに得られる利回りというものの関係が、正常化してきたことが収益還元価格ということなのです。ですから、いままで専ら借りていたほうが得だと。将来の値上がりを見ないのなら、3年も入っていれば、家賃は市場賃料の2割引、3割引になってくるわけです。10年使っていれば半分になるわけです。この人たちは動く必然性は何もないわけです。ですから、ある意味では日本ではベンチャーは育たなかった。

外資系企業にとっては、日本に来る最大の参入障壁は不動産だと。これは10年前から入っている大企業が、立派なビルを全部市場賃料の半分の家賃で占拠していて、新しく外資が来ようと思って、1,000坪借りようとする、10年前から立派な会社が2万5,000円しか払っていない。新しく借りようと思ったら、どうして5万円払わなければいけないのやと。1,000坪借りるのです。大変なことです。これが最大の参入障壁だったのです。そういう関係が1つにはなくなってきた。それから不動産自体が、右肩上がりの価格を先取りしたような値段から、平準化されてきて、いま言ったような形になった。その1つのいちばん最初の現れが自用ビルニーズ。つまり借りているのも、自分で資金を投資して買ってしまおうのも同じになったということです。

これはいまビルで話しましたが、数年間、いわゆる「一時取得者層」と言われてマンションでも、かなり大掛かりに起こってきたことです。マンションでは、家賃を払うように借入金を返してしまっただけで全部買えるのだから、という議論がなされてきましたが、そういうことではなしに、いわゆる収益還元利回りということで、オフィスビルで典型的に現れてきたわけです。そういうことで、自社ビルニーズと投資用のビルの違いが1つだけあります。

前の国鉄のサークルの絵を出してください。最近の土地の取引の事例の話を上げたときに、1972年が1つのターニングポイントではなかったのかと。まず自社ビルニーズの非常に象徴的な取引は、96年4月の丸紅ビルディングの取引でした。これはいかに大手町の端とは言え、三菱村の一角のビルを三菱地所が売られたわけです。また丸紅が買われた。これは築23年経って、これからいま申し上げたような不動産マーケットが二極化していく中で、新しいビルには5万円払われている。古いビルは同じ大手町でも2万5,000円といった二極化現象の中で、今後築23年のビルが競争力を持つために、賃貸ビ

ルとしてどれだけの資本投下があるか、ということをおそらく考えたのでしょう。三菱地所のニーズと、いまこの低金利下で、家賃をいくら払っていたか正確な数字は存じ上げませんが、3万円を払ってずっと入っているよりも、買ったほうが安いではないか。その金利のほうがずっと安いではないかという丸紅のニーズが合って、自社ビルの取得がなされたということだと思ふのです。

こういう動きと、これから申し上げる投資用ニーズ、資金運用のための不動産取得との違いは、自社ビルの場合は、自分が隆盛、商売繁盛で使っているかぎりは100%使えます。空室率ゼロです。ただ投資用の場合には、空室リスクを見込まなければいけません。この点だけが若干違う。しかしながら、この点も些少と言うと極端ですが、この点を加味して考えれば、いま申し上げた投資用も自用も、すべて収益還元という1つのキーワードの中で考えられるのだと、私はいつも申し上げています。

そしていま申し上げたような純粋な投資用のニーズ、私は自用も投資用だと思っていますが、いわゆる世間で言う意味での投資用、一般論として投資用と言うときには、資金運用のために不動産を買うわけです。つまり金があって困っていると言うと変ですが、困ることはないのですが、これを運用しなければいけない。このある人たちは株を買い、あるときは債権を買い、そしてそこから利息を取り、配当を取り、そしてこれが値上がりしたときに売却して、キャピタルゲインを得るわけです。これが資金運用です。資金運用のための株や債権への投資は良いことだと思われているのですが、日本では不動産に対して、不動産を資金運用の対象として買うことが非常に長い間なかった。

これはなぜかというのは、先ほど申し上げたように、資金運用の対象としてもっとも適したのは、きちんと現に収益が上がっているビルです。繰り返しになりますが、1940年代、1950年代には、10年間安定した大企業が入っていて、毎日必ず間違いなく賃料が上がってくるビルというのは、隣にいま新しく建てて、テナントを募集すれば取れるであろう賃料の半分の賃料しか入って来ないという現状があったわけです。資金運用の対象としては、間釈に合わなかったわけです。

そういう中で、戦後の高度経済成長の中で、唯一資金運用対象として不動産を取得してきたのはある意味では生保です。運用資産の5%から1割程度を不動産投資に回してこられたわけですが、生保がなさったことは、この資金運用の対象として、ある意味でもっとも望ましいと思われる、すでに安定的なテナントが入っている、リースアップされたビルではないのです。更地を買って、自分で開発してテナントを入れたのです。というのも当然のことですね。そのほうが当然利回りが良いからです。そのうちこれも何年か経ってしまえば、もちろん利回りは落ちてしまうのですが、ただ簿価は低い。含みが出るから良いではないかということで、右肩上がりの戦後の高度経済成長の中で、資金運用というよりもインフレヘッジのために、生命保険の預かり資産を運用する長期運用の手法として、生命保険会社が唯一のインスティテューショナル・インベスターとしては、日本で不動産

を買ってこられた主体だったわけです。

それが1997年2月に、汐留をA、B、Cと3つの街区に分けて、清算事業団が土地を払い下げた。A街区は電通、C街区は日本テレビ、そしてB街区が私ども三井不動産投資顧問の前身である、三井不動産資産情報営業部でお手伝いさせていただいたのですが、アルダニーインベストメンツという、シンガポール政府系の外資の資金運用会社が、純粋の投資目的で日本の不動産を買われたわけです。

このシンガポール政府投資公社というのは、世界中で株債権の膨大な運用をしています。あそこは外貨準備がどんどんたまってきてしまう国なので、その一部を不動産に回しているわけです。ニューヨークでもシカゴでも、すごく立派なビルを持っています。そして日本でずっとビルを物色していたのですが、やはり日本では既存のものを買っても仕様がな。またなかなか買えないということで、初めてこの投資案件、開発物件を買われたわけです。この97年2月の1、380億円という札が、本当の純粋の投資目的、いわゆる資金の運用対象として不動産を買われたということです。

先ほど申し上げた1996年の丸紅の非常に大掛かりな自用ニーズと、三菱地所が売られたニーズのマッチ。三菱地所も借入金で持っているよりも、売ってキャッシュで借入金を返したほうが良い。借入金で持っていて、家賃をもらって、将来もしかしたら同じ家賃をもらい続けるためには、さらに資本支出しなければいけないかもしれない。そうすると借入金がまた増えてしまう。それよりは売ってしまって借入金を減らしたほうが良い。それから丸紅は家賃を払っているよりも、借金をしてでも買って、それでも金利と家賃との関係で割に合う。こういう自社ビルニーズ、あるいは売却ニーズと、さらに純粋の資金運用目的で不動産を買うというニーズがここで出揃ったわけです。長々としゃべってききましたが、冒頭に今日、何度も何度も言うかもしれないと申し上げた、いわゆる不動産の価格が収益還元価格に収斂してきたということを3通りの面から申し上げたかったわけです。

一方、ごく直近は本当にこここのところ非常に目まぐるしい変化が起きています。その後去年の7月でしたか、タイの通貨危機から始まって、暮れにかけては韓国、インドネシアは今年に入ってからもやられています。この間、いま申し上げた汐留の入札には、シンガポール政府投資公社と同時に、A街区で激しくせり合ったのがパシフィックセンチュリー・グループでした。これは外資の購入事例の表の上から2番目に出っていますが、このパシフィックセンチュリー・グループのリーカーシンの次男がやっておられる所が、電通と非常に近差で、坪2、500万円台の値段を出して、汐留A街区で敗れたわけです。

その後パシフィックセンチュリーは、八重洲南口の少し小ぶりの土地を、坪単価6、000万円ぐらい出して買われたわけです。それで長江実業、あるいはリーカーシンとハクスワンポアグループと言え、まず華僑のこの人がやる真似をしていて金を損することはないというようなグループなので、先ほど申し上げたシンガポール政府投資公社と並んで、こういう本当に名立たる不動産投資のやり手が日本の不動産を買い始めたということ

で、非常に注目されたわけです。しかしいま申し上げたように、夏ごろから秋口にかけて、急速にアジアの通貨危機で華僑系統は少しおかしくなって、韓国などはかなりやられてしまって、なりを潜めてしまったわけです。

そういう中で、いま申し上げた八重洲北口と、東京駅丸の内の旧国鉄本社ビルの入札がありました。ご承知のように、旧国鉄本社ビルは日本生命が主力になられて、三菱地所と組んで、坪8,000万円ぐらいで買われたわけです。八重洲南口のほうは、三井不動産も札を入れましたが負けて、森ビルが4千数百万円で買われたわけです。

東京駅丸の内のほうは、たしかに高いと言われる面もいろいろありますが、非常に超長期の資金運用なので、そういう意味では間尺に合うのだというコメントを、あの直後に日本生命も出していたと思います。いずれにしても、そういう資金運用目的で不動産を取得することが、徐々に復活しつつあるということは、確かな事実です。2番札は明治生命でした。そういうことで、収益還元価格の不動産の見方が、そういう方面から定着していったと言えると思います。

実はこういうプロセスで、もう1つ、皆様もよくご承知の、いま非常に話題になっている不良債権問題が起きてきたわけです。これはざっと飛ばしていきますが、ここにあるのは1987年から1991年までの5年間に、不動産に対する貸付が、商業用不動産融資で74兆円から150兆円弱まで、全く倍増したということです。住宅向けの貸付も、8割方の増加を示して180%、商業用は200%になったわけです。この間に増加した130兆円ぐらいの貸付というのは、ある意味で危ない貸付だったのかなど、95年当時、私どもは思ったわけです。そのときに長信銀、あるいは都銀の公表不良債権が初めて出て、それが37兆円でした。それに住専等の債権、それからノンバンクの融資が当時残高33兆円ありましたので、こういったものはかなりやばいのではないかとということで、ざっと60~70億円は不良債権があるのかななどと、当時私どもは思っていたわけです。これは私どもの亡くなりました坪井会長なども、そんなGESTIMATIONをしていたわけです。

分類債権というものが、去年になって初めて大蔵省から公表されて、もっと早く出しても良かったのではないかと思うのですが、これにもちょっと驚きました。これは98年1月現在のベースですが、今年の1月現在の集計で、日本の貸付金は600兆円あるのです。これ自体、かなり異常で、いま貸渋りと言われていますが、日本の大きく間接金融に依存した資金構造というのは、どんどん変わらざるを得ない。600兆円というのは、絶対額として多すぎるということで、いま貸渋りというよりも、やはりある程度長期的に、こういうものがずっと減っていくということは、免れないのではないかと思うのです。

そういった中で、第1分類から第4分類までということで、分類債権が公表されて、第1分類は何の支障もない。第2分類は少しウォッチする必要がある。第3分類、第4分類は回収に非常に困難があるとか、あるいは回収不能というもので、こういう2、3、4に

分類されるような債権が12%ぐらいある。それに対して、去年の3月末に公表されていた公表不良貸付が29兆円。おおよそ3倍の怪しい債権があるではないかと言われた数字です。

この3月にバラバラと地銀、第二地銀の数字が発表されていて、集計されたものが手元になかったのですが、いわゆる公表不良債権としては、大手19行で旧来基準によると16兆円。これは19兆円から16兆円に減った。新基準で言うと22兆。これは延滞が3カ月から6カ月の間にあるものと、それから減免債等、範囲を広げたために増えたわけですが、いずれにしても相変わらず20~30兆円の不良債権があり、さらに若干回収が惧危される、あるいはよく監視する必要があると言われるいま話題になっている第2分類を含めると、80兆円弱の分類債権があるということです。こういうものが、いま非常にいろいろな問題になっている1つの大きなバックグラウンドです。

まず日本の不動産の状況そのものが、欧米、特にアメリカなどと違って、先ほど少し申し上げましたが、間口3間、4間、2間、3間とかでは、30坪の土地と申し上げたのですが、非常に狭小に日本の土地は分割されているのです。日本の土地で大きな土地というのは、大名屋敷跡です。これだけです。これは官庁街と、例えば東京駅の周辺を見ます。そうすると、八重洲の通りを挟んで駅寄りのほうは、ずっと大きな区画になっているのです。あれは大名屋敷跡なのです。あの通りを1本向こうに行くと、ご承知のように飲み屋街で、全部ものすごく小さな30坪、50坪の土地なのです。日本橋界限などはすべてそうです。いま出ているのは住専系のある所の貸付金の担保土地のデータを取ったものです。貸付金の担保になっている土地の価値で申し上げますと、商業地が75%、東京の部分が50%、そしてそのうち1,000平米以下、つまり300坪未満の土地が95%ということなのです。

もう1つ、つい最近、土地総研でなされたと思いますが、遊休地、未利用地、低利用地の調査があり、都心の低利用地あるいは未利用地を、総区画数で4,600区画論って、この状況を調べたところ、1,000平米以上の土地、300坪以上の土地は6.8%しかない。200平米未満、70坪以下の土地が半分あるということなのです。

それを反映して、オフィスストックがどういう状況にあるか、ということです。これはイコマでしたか、東京のオフィスの賃貸をやっている会社のデータです。いちばん右下の角で、23区のいわゆるオフィス賃貸用ビルというものを、この会社では2万5,000棟と数えているわけなのですが、この2万5,000棟のうち、1フロアの基準階の面積が200坪以上あるものは4%しかない。都心3区に1万2,000本のビルがあるのですが、1フロアの基準階の面積が200坪以上あるものは、600本しかない。都心3区の1フロア、200坪以上というのは、冒頭に申し上げた本当の資金運用の対象として不動産を買うような、いわゆるインスティチュショナル・インベスターが買う、ある意味では最低条件ではないかと思うのですが、それに該当するものは、1万2,000

本のビルのうち、600本しかないのです。面積としては、この5%はたぶん10%ぐらいになると思います。不良債権問題のバックにある担保不動産は、こういうものだという事です。

それからもう1つ、日本の不良債権問題の根底にあるのは、現在そういう不動産に関して流れ込んで来る資金の中で、自社ビルニーズ、あるいは韓国系の企業のニーズといったものから、本格的に華僑、あるいはアジアの機関投資家みたいなものが出てきたのが、アジアの通貨危機でちょっと元気がなくなってしまったという中で、欧米、特にアメリカの投資銀行などを中心に、不良債権あるいは不良債権の担保になっていた不動産の一部、不動産現物をアメリカのキャピタルゲイン狙いの資金が買い集めているということが報道されているわけです。

今年の3月末で、実物不動産で目立って動いたのは、新聞報道された大京のものです。モルガンスタンレーがこれを買って、これにJPモルガンが、日本で初めてノンリコースのファイナンスを付けた。実は私ども三井不動産投資顧問では、このノンリコースのファイナンスを付けるにあたっての価値の見方をいま申し上げたような収益還元、あるいはその再販価格の考え方の中から、JPモルガンにアドバイスさせていただいたわけです。それからヤマト生命のビルで、信託受益権の売買という形ですが、大きな実物の売買がなされました。

一方、いわゆる不動産担保貸付の売買は、バルクセールということで、額面にすると3兆円とも4兆円とも言われていますが、おそらく3兆円前後の額面での不良担保貸付が、外資に買われていると思います。これはすべていずれもまとめ買いという形で、実際その中でほとんど回収できないだろうというものが半分とか、半分以上とかあるわけです。これは非常に大ざっぱにゼロと。それからこれと、これはある程度回収できる、これは半分ぐらい回収できるのではないかと、そういうものを非常に大ざっぱに見込んで、加重平均でやるわけです。

ゴールドマン・サックスがカーギルと組んで、250億円ぐらいの債権を買ったときに、これは5セント・オン・ア・ダラーではないかと言われたのです。1ドルに5セントしか払わないと言われたわけですが、これは今のようなことがバックグラウンドですから別に驚くにあたらない。その後、そういう取引も随分洗練されてきたようで、3月末にはさくら銀行が4,000億円ぐらいの額面の貸付金を、16%ぐらいで自分が回収するという話をバックに売却なさったという取引があったわけです。

先ほど申し上げたアジアの長期思考の機関投資家、あるいは大金持の財閥といったものの投資の考え方が、長期的な利回りと、それからキャピタルゲインも含めて、直接華僑の方から聞いた言葉ですが、日本はこれだけ優秀な民族がいて、このまま終わるはずがない。税制だって変わるはずだと。こういうことをパシフィックセンチュリーのリチャード・リーさんもずっと雑誌などで書いています。そういうある程度の長期思考の中で、現実の取

益還元価格として、利回りとして6%とか、あるいは5%とか、優良なオフィスについてはそういう利回りが得られれば、これを買って長い間持っていようという投資が、マンションなどについてもそうなのですが、行われてきた。

一方、アメリカの投資銀行などが預かっている資金は、アメリカ国内のいまの株式ブームの中で、キャピタルゲインも含めると、年率15%とか20%とかで回るので、そういう利回り狙いで、いま申し上げたような貸付金を売買したりしてきたわけです。これも昨今、結構お腹いっぱいになると、意外とそういう日本の貸付金のバックにある問題が、だんだん直接わかってきて、どちらかというといま申し上げたトロフィービルはなかなか買えないので、ジャンクビルとトロフィービルの間にあるような、基準階面積で言うと200坪はないが、50坪以上はある、良い所であれば、70坪ぐらいでもいいねと。それから基準階面積が150坪あるかないかというのは、不動産業界ではまともに貸せるか、貸せないかの境目みたいなものがあって、その辺まであれば、結構良いかなということで、そういうものは実は少しずつ動いているのではないかと実感しています。

そんなことで、若干復習じみた話を少し長々としてしまったのですが、申し上げたかったことは再び繰り返しますが、収益還元価格という不動産の価格の考え方が、いろいろな方面から定着してきているということです。それから貸付金の状況で申し上げた、日本の異常な間接金融傾斜、貸付金が600兆円あるという状況が、世界のスタンダードから通用しなくなってきて、不良債権問題がBIS規制とか、あるいは保険会社の場合のソルベンシーマージンの規制とか、そういうことを中心に、総資産の圧縮、つまり間接金融から直接金融への変化ということで、大きく変わりつつあるのだと思います。ちょうどそういった時期で、頃が良かったのか悪かったのかという議論はいまなされていますが、橋本さんの6大改革、そしてその中の金融ビッグ・バンが提唱されたわけです。

この橋本さんの金融ビッグ・バンのスローガンが挙げられたのは、随分以前になりますが、「フリー・フェア・グローバル」という指針の下に、幅広い競争の実現、それから資本取引の自由化、そして資本取引の自由化によって、資本市場の機能向上、資産運用と金融商品の規制緩和、資産運用を自由にしていく。それから資本市場の効率を上げていく。これが2つの中心のテーマだと思います。そのための幅広い競争の実現であり、あるいは国境の出入りをなくす外為の規制の緩和であると思います。そしてもう1つ、こういうことで事故が起きないように、事後的な規制監視体制を見直していくのだということで、打ち出されたのではないかと思います。そしてこれは随分古いスローガンのようですが、私はこのスローガンは、ずっとこれからも貫かれていくし、また貫かれていかなければならないのではないかと、わざわざもう一度復習させていただいたわけです。

これが不動産市場にどう影響を及ぼしているかを、ちょっと前に整理してみたのですが、いま申し上げた中で、金融機関の競争激化が現に起きているように、確実に担保不動産処分の加速と大型化を呼んでいます。同時に、金融機関所有の営業用の資産の見直し

も、大和生命の例が出たわけです。あるいはさくら銀行は福利厚生施設を中心に、やはり3月末に資産のアウトソーシングを大幅にやられています。これはほかの銀行も、皆さん、多かれ少かれやっています。そういうことで、一般の企業についても、さらにそういう不要な資産はオフバランス化していく、日産自動車の本社ビルのセンセーション・アンド・リースバッグなどという記事も出ていましたが、そういうことが確実に起きてくる。

自慢ではありませんが、こういう整理を、私はもう1年半前にしたのですが、そのときは大和生命の、日比谷通りに面した帝国ホテルの隣のあのビルが、何百億円で売られるということは、あまり誰も考えなかったと思うのです。ですが、そのときに私は1年半前にこういう整理をしました。そしてそれは確実に起きてきています。またいま申し上げた新しい資金の運用効率、運用規制の緩和、そういう中でこの市場に新しい資金が流れ込んで来る。これはまだまだ完全に実現していませんが、海外からの不動産投資は実際に確実に起きている。それから年金、信託、あるいは保険等の資金、さらに言えば公的年金や簡易保険とか、そういう資金もこれからは先ほど申し上げたように、株や債権で資金を運用するのと同じように、不動産で資金を運用するというので、不動産市場に流入してくると思います。こういう不動産資本市場の新しい流れと、資金でこういうものが出てくる。

そしてこれを乗せるようなブークルと言った意味では、今度SPC法が出ていますが、新しい不動産投資のための税制の制度的な改革等々が、いろいろ行われると思います。SPC法は1つの取っ掛かりで、最後に少し申し上げますが、いろいろ制限があって使えない、あるいは使い勝手が悪いとは言われていますが、私は第一歩としては非常に画期的なものなのではないかと思っています。それから長期的に見れば、1年半前に金利は上がるのではないかと思って書きました。その間に外れたのではないかと思ったのですが、やはり外れていなかったと思います。

現状、0.5%の公定歩合はずっと変わっていませんし、国際金利はある意味でさらに下がり続けています。円ドルの関係等々で、ここのところまたちよっと上がったたりもしていますが、実際の限界的な調達金利は確実に上がっています。つまりこれは別に貸渋りでも何でもなくて、ある程度長期的に圧縮せざるを得ないのだと思います。そしてそのプロセスで、去年いっぱい、それから今年に入ってから、いわゆる転換社債とかという資本絡みの調達が株式の低落でうまくいかないものですから、現状ではストレートボンド、普通の社債ですね、あるいはコマーシャルペーパーは銀行引受けという形が主流になっていて、滞っているようですが、ストレートボンドの発行は非常に多くなっています。そういう直接金融にだんだん行かざるを得ない。そしてそういったものがスムーズに移行しないために、特に不動産資本市場での資金不足が起きていて、その資金不足の谷間を縫って、欧米系の資金が高利回りを狙って投資をしているのだと思います。

一方で、金融機関、不動産、あるいはノンバンク等々、さらには一般企業、事業会社もそういう資産圧縮をしていく。これは単に売るということではなくて、要するに間接金融

に頼ってきた借入金を減らしていく。片一方で社債等々、あるいは売った資金でR&Dとか、あるいは最新鋭の工場とか、そういうものも本業のいちばん必要な、あるいは情報化投資とか、そういうことをやっていくということがどんどん起きてくるのだと思います。

いま申し上げたようなことを2つに整理すると、真ん中に大きな丸が書いてあって、いまのところ空っぽなわけですが、片一方で不動産市場では、実物の不動産がどんどん投資用、資金運用を目的とし、あるいはもう少し幅広く言えば収益還元利回りの考え方で、つまり自用ニーズなども含めて、借りたほうが得か、貸したほうが得か、金を借りてきて買って貸しても間尺に合う、あるいはずっと自分が借金で抱えて貸しているよりも、売ってしまって借金を返したほうがいい。こういうものがすべてバランスが取れて、ある程度のリスクの個々の判断によって動くという収益還元の市場に不動産が出てくる。

そして片一方の右側で、不動産資本市場へ新しい資金が確実に流れ込んできています。そしていまはそういった国内での不動産資本市場、国内での直接資本市場そのものが、まだ完璧にスムーズに動いていないために、一時的な資金不足と、とりわけ不動産資本市場においては、そういうものがほとんどと言っていいほど整備されていない。REITもありませんし、CMB Sも、商業用不動産担保貸付の制度もありません。証券化の制度もありません。そういった中で、資金は外資にいまかなり偏っているわけですが、着実にこういう所へもそういう資金が流れ込んでくるということで、これからは金融ビッグ・バンの1つの帰結として、不動産市場と不動産資本市場の融合の中で、不動産が資金利回り、収益還元価格ということを基準に取引される、新しいマーケットが出来てくる。これは再三、長々と冒頭に申し上げたように、戦後の日本でいまだかつてなかったことが、いま急速に現に起きてきているし、これから1、2年で驚くほどの大きな変化が起きてくると思っています。

いまアメリカの不動産に対する資金供給がどうなっているかということで、これはEREヤーマスのいちばん新しく送られて来た絵です。ここにある3、5兆ドル、一昔前であれば350兆円、いまのレートで言うと500兆円ぐらいのいわゆるコマーシャル・リアル・エステートがあると言われていています。これは商業用のビルであり、ホテルであり、あるいは賃貸用の住宅も含まれます。自分が現に住んでいる住宅は、レジデンシャルで別です。それから農業用は別です。そういうものを除いたいわゆる事業用不動産というものへの資金供給の形を見ると、3分の1以上が、いわゆるインテイスチュショナル・インベスターによって資金供給がなされている。

アメリカでは、このキャピタル・ソースという考え方は不動産への資金供給すなわち不動産投資ということですが、狭い意味での持ち主（「所有者」）ということでは、この中のエクイティを供給している人たちです。これは左下に書いてありますが、当然のことながら、いちばん大きなものは年金基金です。年金基金がアメリカの商業用不動産の3兆5、000億ドルのうち、1兆4、000億ドルの機関投資家による資金供給で、この

うちの1割ぐらいは年金基金が出しているということです。

そしてこのところ急速に伸びてきているのが、右のREIT、不動産投資信託と訳されていますが、非課税の会社形式の投資ビークルが機関投資家のエクイティー3,200億ドルの内35%を持っています。そのほかに伝統的な生保会社が15%、外国の投資家が8.7%持っている。この人たちは片一方で当然借入れも起こします。この借入れがどう付けられているかは右側ですが、商業銀行がこれは当然いちばん多いです。エクイティーを持った機関投資家の内、REITは50%くらい、外国投資家も相当の借入（レバレッジ）を使っていると思われますから、ざっと商用不動産3兆5,000億ドルのうち5,000億ドルくらいは、機関投資家が「持ち主」ということになります。

また、その他のデット資金も、借主（不動産の「所有者」）は、ノン・インスティテューション（一般事業会社等）ですが、米国の不動産への貸付は、ほとんどが、ノン・リコースのプロジェクトファイナンスです。従って、元利金の支払が滞れば、貸主はそのまま不動産の「持ち主」として代わります（フォア・クローズする。）。その意味で、商用不動産3兆5,000億ドルのうち1/3以上に当たる1兆4,000億ドルが、直接・間接に機関投資家の「投資対象」になっていると言えます。

では、翻って日本はどうかと言うと、このノン・インスティテュショナルというのは、例えば三井不動産や三菱地所もこの分類で言えば、ノン・インスティテューションなのです。これ等の会社は、自己資金と、コーポレート・ファイナンスの借入によって、不動産を持っています。基本的にこのインスティテューション（機関投資家）というのは、生保やREITにしても、あるいはペンションファンドにしても、資金運用目的で不動産を取得していて、人の金で持ってきて、そのお金で不動産を買って、そこから運用収益が上がるかぎりにおいては、その運用主体では課税されない。タックス・イグゼンプテッドなインスティテューションが、不動産を所有していくというのは、必然的な流れだと思います。要するにタックスアブルなキャピタルでは、不動産はだんだん持っていけなくなってくるのです。

それともう1つ、逆に裏返すと、不動産は伝統的に株や債権と並んで、資金の運用対象なのです。もちろん株に3分の1、不動産に3分の1、債権に3分の1と投資している機関投資家は、おそらく世界中でもあまりないと思います。きちんとしたまとまりで、年金資金基金にしても、生命保険の積立金の運用にしても見れば、例えば株が3割、債権が5割、2割が不動産。これにはもちろん外債やフォーリングカレンシなどの運用も入るわけです。3、5、2とか、あるいは4、4、2とかということが伴いますが、1割から2割ぐらいは必ずそういう中で不動産に運用されるわけです。その結果、米国では、商用不動産3兆5,000億ドルのうち価値にして5,000億ドル（70兆円）程度が機関投資家に「所有」され、1兆4,000億ドル（200兆円）程度の資金が不動産「投資」に回っているわけです。

200兆円というと、生保の金が全体で200兆円。郵貯の金が200兆円ですね。郵貯の金は不動産に一銭も投資されていません。それから簡保の金も100兆円あります。若干間接的に投資されているものはありますが、ほとんど数字として挙げるほどのものではありません。それから年金信託等もありますが、これもほとんどありません。日本の「不動産担保貸付」は、「会社貸付」(コーポレート・ファイナンス)です。従って不動産の収益性に全く無頓着であったために、今回のような事態になってしまったのです。不動産の現物投資については再三申し上げた生保は、営々として自ら開発なさってきたのです。先ほど申し上げたような理由で、もっとも資金運用の対象として適している、10年前からテナントの入っているビルは買えなかったのです。それで自ら開発なさってきた。そしてこういうものの積み立てた額が、おそらく10兆円ぐらいあると思います。そういったものが唯一なのです。日本でもこういうカテゴリーで商業用不動産と、事業用不動産というものを集めると、おそらく500兆円とか700兆円とかになると思うのですが、そのうちのたぶん10兆円とか20兆円ぐらいが、インスティテューショナルなオーナーシップなだけなのです。これがおそらく200兆円とか、少なくとも今後10年あたりのうちに10倍して、100兆円ぐらいのものがインスティテューショナルなオーナーシップに移って行く、また、ノン・リコースの不動産貸付として「不動産投資」に回ってくるというのが、これから起きてくる大きな流れだと思います。

株式についても、株式所有の相互持合いが崩れて、これは機関投資家によって吸収されるのだということが言われています。ですが不動産について言えば、いわば貸渋りと言うか、資本市場の未成熟の中からこれが崩れて、インスティテューショナルなオーナーシップに移って行くのだと。これが今後10年間のトレンドで、必然的に起きてくるだろうと思っています。

こういった中で、不動産所有の機関化が起きる中で、不動産に関連したいろいろなサービスを見ると、先ほどの図の真ん中の部分の所で「新しい不動産業」という形で四角く埋めたのですが、左に不動産市場があり、右にそれに対する不動産資本市場があります。こういうものを結び付ける新しい不動産サービス、関連業務として、私どもは去年の10月から名前を「不動産投資顧問」という形で、新しい会社をつくったわけです。そういう1つの業務がある。これは資金を預かったり、あるいは投資のお手伝いをしたり、新しい投資のビークルを開発して、これを営業する。欧米流に言えば、いわゆるインベストメントバンキング、投資銀行の不動産部門の仕事です。投資商品の開発ですね。こういったことが新しく出てくる。

それと同時に、いままで専ら自分のお金で不動産開発をやって、そしてこれを所有してきたデベロッパーが、フィーデベロッパー、請負業にだんだんなっていくだろう。いまでも三井不動産が賃貸営業をやっているオフィス、あるいは商業用施設の床は、400万平米ぐらいあります。このうちの半分弱が人様のものなのです。そういった人様のものた

めの管理業務が、どんどん増えてくると思います。

次の頁に不動産関連サービス業務というのを「資金供給サイドを代理するビジネス」、それから「資金需要サイドを代理するビジネス」という整理の仕方で、私は資金供給サイドを代理するビジネスとして、不動産投資顧問業を書きました。そして一方、資金需要サイドを代理するビジネスとして、投資銀行の不動産部というものが、アメリカに当てはめてみればあるのだと思います。そして従来の不動産に関するサービス業務というのは、この中間部門にある部門だけだったわけです。左右にある新しい業務が、これからどんどん広がっていかねばならないだろう。ただ、これは優れて専門的な不動産に関する収益還元、キャッシュフロー分析、あるいはマーケットの大きなトレンドの中で、このマーケットの位置づけがどうかとか、そういう大局的な経済分析といった中から、最終的なキャッシュフロー分析を、お客様にきちんと納得させられるような能力を持った人たちが、やっていくことになるのではないかと考えています。

そういった中の端緒に、これからついてきているわけです。現状はジャンクなプロパティ、つまり基準床の面積にしてペンシルビルの50坪しかないビルみたいなものが、日本のオフィスビルの中では割合としては非常に多いわけです。23区、2万5,000棟ある賃貸ビルのうち、基準床面積50坪以下のビルが89%なのです。23区の2万5,000本あるうち、200坪以上あるものは1,100本ぐらいしかない。さる賃貸会社の統計によると、100坪と200坪の間のものがやっと1950本。残りの2万3千数百本は全部基準床50坪以下のビルなのです。

こういった状況ですので、現在起きていることというのは、ちょうどいま申し上げた1,000本のもものは買えないし、残りの2万何千本の50坪以下も買う気もしないが、ちょうど中間にある2,000本ぐらいのものが、少しずつ動いてきている感じがします。でっかいものもこの間動きました。大和生命みたいなものも出てきました。そしてこれからどんどん1つには実物不動産がそういうふうに動く。そして不動産投資市場にどんどん出来てくる。そのバックの考え方が収益還元の不動産価格だと。

そういう流れがいま起きつつあるわけですが、さらにこれがいくには、そういったものの不動産の蓄積ができて、いわゆる機関的な所有というものがある程度まで蓄積されると、そこで「不動産投資顧問」などという名前を私どもは付けましたが、本当の不動産投資顧問というのは、ストックのお世話をするのです。ですが、まだストックがないから、不動産投資顧問業の本格的なものはいけません。いまのところは、そのストックを作るお手伝いをしているのです。入口だけやっているのです。それで汐留のような海外投資家の代理業務、あるいはアドバイス業務と、それからいま取引されている不動産の調査業務、デュー・ティービジネスと言っていますが、物件の法的、物理的、あるいは経済的など言いますが、要するにどういう形でキャッシュフローを生むかということの分析です。

こういうことを中心とした分析業務等を「不動産投資顧問」と称してやっているわけで

す。本当はインスティテューショナル・オーナーシップのビルがたくさん出てくれば、これの預かりをして、資金を預かってこれに運用して、そして「これをそろそろ売ったらどうですか」とか、「リニューアルをするために投資をしたほうが良いですよ」とか、そういういわゆるアセット・マネージメントをしていくのです。これが不動産投資顧問なのです。だけど残高がないから今はできないのです。そういうところで出発しているのですが、これから急速に残高がたまっていくということだと思います。

そしていま話題になっている「土地、債権流動化トータルプラン」。この中には保岡先生の委員会でもとめられて、いまこれにさらに「ブリッジ・バンク構想」というのが加わって議論をされています。ここにも「デュー・デリジェンス」という言葉が使われていますが、あまり適正評価手続などと言うと、法律で決めたりされるのではないかと思って心配なのですが、すべてマーケットできくのです。マーケットが適正だと判断するのが適正なので、マーケットが拒絶するのは適正ではないのです。要するに債権などにしたり、金融商品などにしても、投資家買って怪我をしたらどうするのだということですが、そうではなくて、売れる債権は良い債権で、売れない債権は悪い債権なのです。そういうふうに分けていかないと、これからはいけないのではないかと思うのです。

ただし1つだけ申し上げれば、売れない債権が悪い債権だということがわかる前に、ちょこっと買ってしまふ人がいるのです。こういう人はひどい目に遭うのです。そういうことをすべて防ごうとすると、最初からガチガチにやるしかなくなってしまうのです。ですから、多少はそういうところはあるのですが、市場にきくというのはそういうことだと思います。

少し外れましたが、経済的な側面のキャッシュフロー分析を中心にしたデュー・デリジェンス手続というものから、担保債権の価値、ないしは不動産の価値を考えていこう。そしてサービサー、これも弁護士法の制約を破っていこう。それから競売制度を改善していこう。霞ヶ関の法務省の3階のを、要するに3セットも4セットもバカバカバカッと作れば良いではないか、ということをおし上げるのです。そういうところではないとは思いますが、発想としてはそれに近い。迅速化するということが盛り込まれています。それから臨時不動産関係権利調整委員会。こういうものがどう機能するか。少なくともいままでよりは良くなっていくのではないかと思いますし、特に競売関係などは、良くなると良いなと思っています。

この中でブリッジバンクの話は、ある意味では当然のことで、北海道でああいうことで拓銀が倒れたときに、借入金の供給がいきなりポーンと途絶えてしまうということで、地域経済に非常なダメージが起きたわけです。これはどこでも共通のことでどうしてもやらなければいけない部分。ただその中で、いわゆるモラルハザードの問題がいま議論されているわけです。ちょっといまそういう意味では、若干アウト・デイティングになってしまったかもしれないのですが、ずっとこの間語り続けられてきた証券化が、次の「SPCを

活用した資産の流動化のイメージ」の中に入っています。

この図は、証券化というものの構造を非常に典型的に書いてあるので、わかりやすい図だと思います。左側に原資産があります。証券化対象の資産があります。右側に証券市場があって、証券というものがここで流通するわけです。真ん中にこれを媒介する、原資産を証券に化けさせる、あるいは原資産のファイナンスを証券によってつけるスペシャル・パーパス・コーポレーションとここでは言っていますが、あるいはより一般的にはSPV、スペシャル・パーパス・ビークルという1つの会社なり、あるいは匿名組合とか、あるいはパートナーシップとか、信託とか、そういう1つの機関がここにいます。「乗り物」とかと言いますが、そのビークルを使って、そこが不動産を保有する。そしてその不動産を保有する資金を、証券を発行することによって賄う。これがいわゆる証券化ということです。

信託であれば、不動産を信託に入れる。そして信託受益権を発行する。信託受益権が右側で、信託される不動産が左側です。あるいは匿名組合であれば、不動産を匿名組合で買う。その買う不動産が左側で、匿名組合の出資権というのは右側です。そして匿名組合契約をやった所の営業者というのがSPCになるわけです。証券化というのは、「証券化」という言葉で言われているのは要するに全部同じです。これは証券化というよりも、いま申し上げた信託や匿名組合で使う信託受益権、匿名組合出資権は証券ではありません。しかし、日本では証券化と全部言われているのです。これは欧米の人が聞いたら、頭がこんがらがってしまって、何がなんだかわからなくなってしまうかと思うのですが、要するに資産金融です。資産直接金融。

日本ではずっとコーポレートの会社の間接金融だったわけですが、これに対して資産を担保にして、直接金融を付ける。資産限りの金融を付ける。これを日本では何となく証券化みたいに言っているわけですが、そういうものの構造はすべて左側に原資産があって、真ん中にビークルがあって、そして右側にそこが発行する受益権があるということです。株式もそうだし、社債もそうです。

ところでSPC法なのですが、基本的には不良債権を流動化するための器だと思います。税制は、例えば賃貸収益が、SPCが保有している資産について上がり、あるいは売却益が上がったといったときに、SPCは税金を払わないでいい、法人税を払わないでいいというのがもっとも大きなこの特徴です。そしてその条件としては、SPCがそこで挙げた利益の90%以上は、これで言う左から右に投資家に配当しなさいよと。もちろん社債があれば利子を最初に払うのです。そして残ったお金で配当するわけです。いずれにしても、社内留保はしてはいけません。

これはすこぶるアメリカのREITに似た仕組みで、REITの場合は、これが95%以上になっています。そういった意味で、非課税の、会社法上の会社ではないのですが、会社法に準じた会社ができたとすることで、これは極めて画期的なことだと私は思ってい

ます。いわば証券化の第一歩。そういった意味では、これからいま申し上げた資産担保直接金融というものが、本当に証券化というところまで進んで行くための1つの勉強材料というか、1ステップとして、SPC法によってSPCが発行することができる特定社債や、特定出資、あるいは特定CPをマーケットである程度流通できるのか、できないのか。なかなか期間が限られた資産流動化計画の中ですから、本格的な流通は、私は正直言って難しいと思います。しかし、こういうものがどういう条件であれば投資家に買われるのかということ、これを使うことによって勉強することができます。積極的にこういうことはやっていく価値があるし、やっていかなければいけないと思っています。

いま積極的にSPCの評価面を申し上げたのですが、SPC法のSPCと、アメリカのREIT、リアル・エステート・インベストメント・トラストの違いが何かと言えば、細かなところは別として、いちばん大きな経済的に見た場合の1つの違いは、REITがゴーイング・コンサーンである。つまり継続企業として、いわば未来永劫あることが原則であるのに対して、SPCは資産流動化計画を大臣に認可してもらって、それで設立するのです。そして資産流動化計画が終われば解散するのです。解散しないまでも、継続して使うこともできます。2つも3つもの資産流動化計画に、1つのSPCを使うことはできませんが、仮清算をして、ある1つの資産パッケージ、流動化計画に対して出資した人は、そこで全部お返し下さいよと。実質的には解散するのと同じだと思います。そういった意味で、REITがゴーイング・コンサーンの大原則で成り立っているのに対して、SPCは資産流動化計画のためのビークルであるということが、もっとも著しい違いです。

それからもう1つ、SPC自体は、例えばここでSPCが100で買った資産を120で売って、20の売却益が出ても、課税されません。20の利益を配当すればいいわけです。100は出資の返還になりますから、課税されません。ただし、もともと100の簿価の資産を資産の原保有者、原資産の保有者が、簿価50で持っていた。これを100でSPCに売った。そうすると原資産の保有者は、この50のキャピタルゲインを認識しなければなりません。そしてこれは課税されます。

アメリカのREITが著しく伸びたのは、1990年代になってからなのです。60何年からREITの仕組み自体もあるし、68年のレーガン税制の改正によって、パートナーシップからREITへのかなりの乗り換えが起きたのですが、本当に現在のように倍々ゲームで増え始めたのは90年代なのです。そしていま上場されている220数口のREITのうち、150口以上、4分の3ぐらいがいわゆるUPREITという仕組みで出来ているのです。

このUPREITというのは、「アンブレラ・パートナーシップ・リート」の略で、この仕組みは、いわゆるパートナーシップで古くから所有している不動産、アメリカの場合は大体古くからの不動産オーナーというのは、先ほどの分類でいくと、ノンインスティチュショナルなオーナーです。こういうオーナーシップに属する不動産は、直接不動産登

記して吉村慎治が持っているのではなくて、吉村アンド・パートナーシップで持っているわけです。

民法上の任意組合と、商法上の匿名組合の中間みたいな感じなのですが、パートナーシップで持っていて、そのパートナーシップは、それ自体は非課税なのです。民法上の任意組合は非課税で、不動産を直接持っているのと同じです。信託にも近い感じですが、実質的な所有者は、パートナーシップの出資者です。このパートナーシップ形式で持たれている。新しくREITが傘下に作ったパートナーシップに、このパートナーシップの不動産を渡すために、この前のノン・インスティテューションが持っている、ノン・インスティテューショナルなオーナー、個人オーナーが、新しくREITのインスティテューションの傘下にあるジェネラル・パートナーシップに、このパートナーシップの持ち分を交換する。それによって実質的には不動産は、REITの傘下に入るわけです。ノン・インスティテューショナル・オーナーシップから、インスティテューショナルなオーナーシップに移るわけです。このとき、パートナーシップの持ち分の交換については非課税です。課税されないのです。

吉村アンド・パートナーシップの何口分と、サム・ゼルさんのエクイティ・リートの傘下にある、「エクイティ・パートナーシップ」の30%の持ち分と、吉村アンド・パートナーシップの持ち分を全部交換しましたと言って、課税されないのです。そのときに同時に、サム・ゼルさんの「エクイティ・パートナーシップ」のパートナーシップの30%については、上場されているエクイティ・リートの何万口と将来交換しようという予約契約を結ぶわけです。これがUPREITの仕組みです。そしてこれを実行して、上場されているエクイティ・リートをもらってしまうと、もちろん課税されます。あるいはこの不動産が売却されれば課税されます。しかしながら、ノン・インスティテューションが持っていた、吉村が個人的に持っていた不動産が、あるいは事業法人が持っていた不動産が、あるいは三井不動産や三菱地所が持っていた不動産が、REITの傘下に入るときには課税されないのです。そういう仕組みがUPREITです。この仕組みによって、急速にアメリカではREITが伸びてきたわけです。SPCとREITの非常に大きな違いはその2つです。

次の頁にREITの発行残高が出ていて、いまのレートで言うと14兆円ではなくて20兆円ぐらいになるのかもしれませんが、急速に伸びてきている。それと同時に先ほど申し上げたように、REIT自体も借入れとエクイティが半々、ないしは6割ぐらいが資本金で、4割ぐらいは借り入れたりしています。そのほかに外国人投資家などというのは、当然商業銀行から借りて買うわけです。

先ほど話そうと思って飛ばしてしまったかもしれないのですが、日本の不動産のいまの不良貸付の解決の困難さというのは、アメリカの不動産貸付と比べたときに、不動産そのものの実態に大きな差があるということは申し上げました。一方、貸付制度そのものがま

た違うのです。アメリカの場合は、基本的には貸付制度は1物件、それも当然不動産の内容を申し上げたように、ある程度安定した収益がある物件です。1物件1担保。そしてその担保物件限りです。これはノン・リコース・ローンと言います。基本的にはノン・リコースの場合は、ファースト・モーゲージだけです。1物件1担保、担保物件限り。

それに対して日本の不動産担保貸付制度というのは、1物件40番抵当まで。40番抵当なんて限ったわけではありませんし、2番抵当ぐらいまでしかない場合もありますが、40番抵当ぐらいざらに付いています。それからウィズ・リコースです。つまり私はビルは持っていませんが、ビルを建てるときに借りた金でそのビルを売ってまだ返せない、私の家を銀行さんは取りに来るのです。ですから、何がなんでも抵抗しないと困るわけです。家を取られてしまうわけですから。そういう1物件1担保、担保物件限りという貸付制度と、日本の1物件複数担保、それからウィズ・リコースという貸付制度の間に大きな違いがあります。そこがまたある意味で債務者が必死にならざるを得ない理由でもあるわけです。最近ある意味で、ずっと3月末まで猛烈な勢いで不良担保貸付を買ってこられた外人さんが、若干スローダウンしている理由がわかってきた。

いま日本に来ている40数社あるインスティテューショナルなインベスターのほとんどが、皆さん、私どもの門を叩きます。私どもはお会いしています。そして皆、私どもは「不良担保貸付はやめたほうがいいよ」とアドバイスしています。やめたほうがいいと言うか、「慎重におやりなさい」と申し上げます。違いをわかったうえでやらないといけない、違いますよと申し上げます。違うから慎重にやりなさいと言います。でも、結局3月末までにそのうち20社くらいは買いました。そしていまそのうちの何社かは、かなり実際問題としていろいろ悩んだりしているようです。

話が前に戻ってしまいましたが、そういった制度の違いを背景にして、貸付金が証券化されている。商業不動産担保貸付の証券化されたものというのが、コマーシャル・モーゲージ・バッグ・セキュリティ、CMBSです。商業不動産の所有権そのもの、資本金を非課税の株式として売却するのがREITで、これが急速に伸びたのですが、去年は全然伸びなかったそうです。ここのところナスダックなどを中心に、アメリカの株式のキャピタルゲインがものすごく良いのです。基本的にはここ1、2年を見ると、REITは収益利回りではSP500とかナスダックなどに勝っている。だけどキャピタルゲインで負けている。そして総合利回りでは負けているということが、ここ1、2年続いているようです。

これは非常に象徴的な出来事で、今後の日本においては、やはり不動産の利回りはある程度高いものが要求されるのではないかと。つまりキャピタルゲインがあまりなければ、総合利回りを追求する以上は、インカム利回りがある程度高くなければ誰も買わないということになってくる。これは逆に言えば、不動産価格の収益還元が徹底したところに落ちていくということだと思います。

昔、買う人はネットで2桁などと言っていたのが、欧米銀行もそういうことで、不良貸

付などを買うよりも、実物のしっかりしたものを買わなければということで、そのネットであれば、本当のトロフィー・ビルディングであれば、5%、6%でもいいよとだんだん下がってきた。売手のほうもそのうち上がるのではないかと、上がるのではないかと、誰が8%、7%の利回りで売るかと言っていた人が、いつまで経っても全然上がらないなというので、3%や2%の利回りでなければ売らないと言っていた人たちも、5%や6%でも仕様がなから売るかとなってきた、取引がだんだん出てきた。そういうことがこの1、2年は非常に大きく起きてくるだろう。そういったことがある程度起きて蓄積された後に、そういうものの証券化なり、あるいはそれに付いてくる担保貸付の証券化なりが進んでくるのではないかと。

非常に大きく言えばそう思っていて、所有のオーナーシップのノン・インスティテューションからインスティテューションへの変化というのは、もう1つ言えば、証券化の要請をも伴っているのです。というのは、最近の日本の証券投資顧問業は、厚生年金基金の自主運用の資金を一任勘定で預かれるようになったのです。一方生保の一般勘定で預かっていた、予定利回り5.5%とかというのを下げ始めました。そうしたらパーツと何十兆円という金が生保から投資顧問に流れたのです。こういうふうにはインスティテューションの金が、運用者の間を渡り歩くのです。ですから、いかに不動産と言えどもやはり流動性があるにこしたことはないとなってくるのです。

要するに不動産所有の機関化ということは、それをもう少し突き詰めていくと、不動産所有の証券化の要請にもなってくるのです。そして不動産所有の証券化の要請ということは、機関投資家がREITを買収するのです。もしこのREITが品薄株だったらどうなりますか。新日鐵の株を日本生命がドパーツと売っても、あまり目茶苦茶な乱高下は起きないのではないかと思います。ところが日本生命がその資金を持って仕手株をポツとやったら、ドパーツとなってしまふわけです。買うのはいいかもしれないですが、売れないです。少なくとも場では売れない。よっぽどこっそりやらないと売れないし、第一そんなにマーケットはないです。そういった意味で、REITは一昨年はほとんど数が増えなかったです。ところが合併、合併で大型化したのです。ここ1、2年そういう動きなのです。要するに不動産所有の機関化、その証券化、そしてREITの大型化がすべて1つの流れの中で起きてきているということだと思います。

◆第47回講演会 1998年6月30日 於：日本消防会館
(ただし、米国の商業用不動産に対する資金供給の見方について、補筆・修文してあります。)