

名古屋の不動産投資環境・不動産投資文化に関する概説

川津商事株式会社 代表取締役
博士（経営学） 川津 昌作

最近名古屋でどのような投資ポジションを取ったら良いのかという問い合わせが名古屋以外の個人投資家、企業、シンクタンク等幅広くから急増している。名古屋が最近不動産投資の対象として注目されつつあるのが感じられる。投資を行う前提知識として、名古屋の投資環境、投資文化について概説してみる。

1. 名古屋圏の変遷・概要

名古屋は東海地方の核都市である。東海地方は愛知、岐阜、三重、静岡県の4県を含む。ただし静岡県東部は関東圏に含まれる事がある。表日本の地理的な中心地にあり、バックに控える三重県伊勢志摩地方、北陸地方、岐阜県・長野県にまたがる日本を代表するアルプス高原地域等の山海景勝観光資源へのインターフェイスにもなっている。(図1参照) 特に山岳地帯から得られる水資源、太平洋岸の恵まれた社会基盤インフラ、蓄積された資金を背景に、従来

から圏内はもとより日本全国から経済的な人口動態を吸収してきた。

日本の国土政策において、多極分散政策がとられるときは、東京圏、関西圏に次ぐ第三の経済圏として、各種統計の公表等もなされ存在感があるが、東京圏と関西圏の2極政策になると統計上からもれ、地方都市の中に埋もれてしまう立場にある。

上場企業の多くが東海地方を管轄する部署として名古屋に拠点を置き、一般的に名古屋支店、或いは中部支店の市場占有率は全国の10%台前半と言われる。日本のエリア別マーケティングシェアを市場占有率として見ると、名古屋圏は、関西圏同様に東京圏に対してチャレンジャーとも、他の地方都市同様ニッチーのポジションを取るとも、二つの違ったポジションが考えられる。愛知県を中心とした東海地方は「ものづくり」という言葉に代表されるとおり製造関連企業を多く抱えて発展してきた。現在全国の製造品出荷額の約20%以上を東海4県で占めている。前述の10%を目安とすると大きく突出している事がわかる。

各経済指標における全国を100%とした時の東海4県のシェア

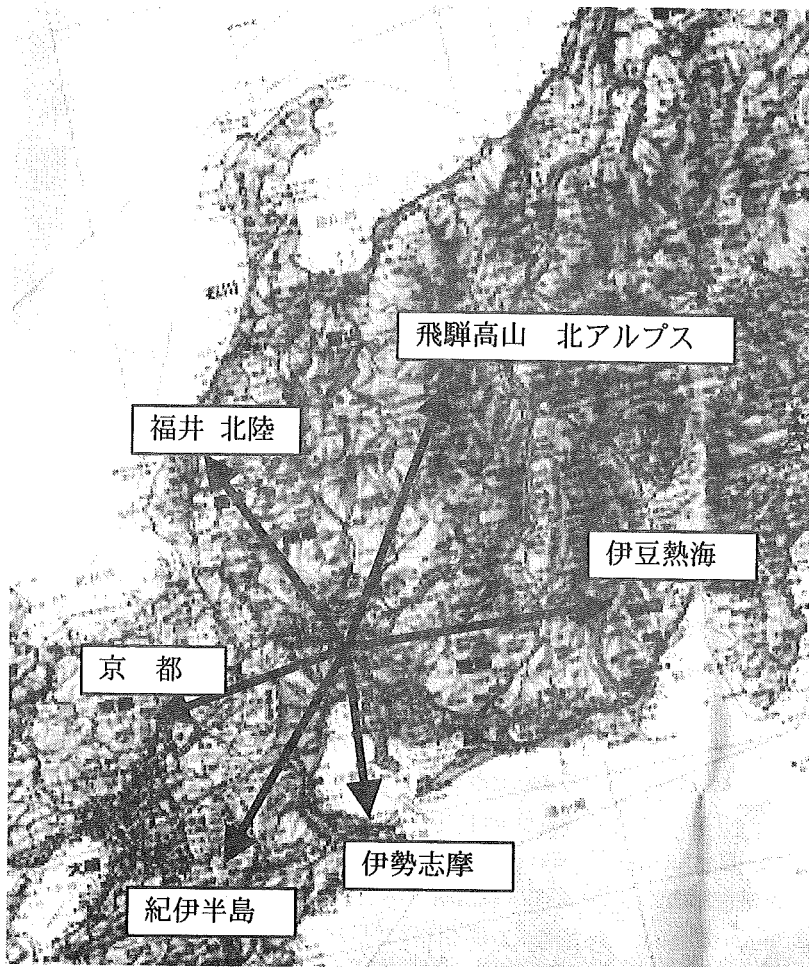
| 経済指標 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 4県民所得合計 | 12.6% | 12.3% | 12.4% | 12.3% | 12.3% |
| 小売業年間販売額 | 11.9% | 11.8% | 11.8% | 11.9% | 11.9% |
| 製造品出荷額 | 20.8% | 21.0% | 21.1% | 21.3% | 22.1% |
| 工業事業所数 | 17.6% | 17.4% | 17.5% | 17.5% | 17.7% |

資料: 東海エリアデータブック(中日新聞・UFJ総合研究所)

しかも1997年の20.8%から2001年には22.1%と遡増している傾向にある。そしてその内訳は、輸送関連製品が4割以上を占めている特徴をしめしている。現在の東海地方が、トヨタを代表とする自動関連企業を多く

抱えている現状からも推測できるデータであろう。東海地方のものづくりのルーツは自動車産業の興隆以前にさかのぼる。名古屋のものづくりのルーツは計器類製造から始まる。その後名古屋に製造の中核的な拠点を置く三菱が航

図1



空機産業（三菱重工）と自動車産業（三菱自動車）に力を入れ始める。多くの三菱グループ関連の企業が名古屋を中心に育って行った。三菱グループにおいてもかつては名古屋製作所の位置づけは中核的な存在であったといわれる。現在でも岐阜県南部に三菱を中心とした航空産業が現存している。しかし現在では、三菱重工の名古屋製作所（名古屋市千種区）がナゴヤドームになる等、これら三菱関連の工場跡地が新しい社会基盤整備の受け皿にもなっている。

同じく名古屋で豊田佐吉（トヨタの創始者1867-1930）が紡績の自動織機を開発して成功した。この成功して得た財を旧地名小諸現在の豊田市において自動車産業に投入する。その後トヨタ自動車の盛隆と共に名古屋市と三河地方においてものづくりの文化が引き継がれている。現在このような輸送機器産業の好調さを受けて、ビジネス参入してくる人・資源・資金が、愛知県周辺の三重、岐阜、静岡だけでなく、関西、西日本そして全国からの流入となっている。今後も名古屋圏に対する投資対象としての魅力は、これらの産業の好景気のあり方に大きく影響を受けるだろうと考えられる。

現在、名古屋では好調なトヨタ自動車グループ企業の経済活動に支えられ、また新国際空港の整備（2005）、万国博覧会（2005）の誘致等がこの時期に重なり社会基盤整備の推進がなされ、公・的民間を問わず大きな投資が進んでいる。しかし厳密には例えば2001年の製造品出荷額だけを見れば名古屋市（3兆8千億円）より豊田市（8兆9千億円）の方が多い。ファンダメンタルから言えば厳密には愛知県の中でも名古屋市と隣接する豊田市を含む三河地域を分けて考える必要があるが、トヨタとのビジネスの拡大を図りたい上場企業の多くが名古屋市の都心にその拠点を置き、トヨタ自動車2006年名古屋駅前に毎日新聞と再開する高層ビルに、2000人以上の社員を移動させ新たな企業拠点をすることなどの要因により、更に名古屋の都市機能が高度に集積する事が期待され、最近トヨタ自動車の業績と名古屋市の地勢がリンクされた見方がされる。（図2参照）図2において名古屋市と豊田市の間

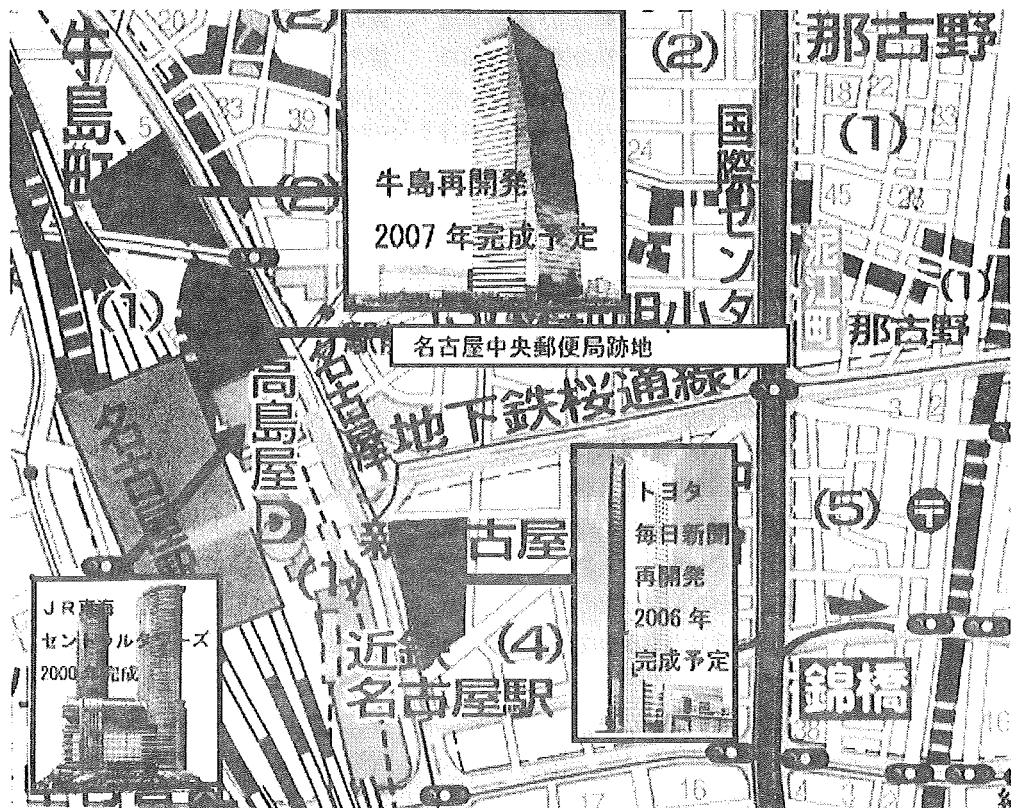
に位置する日進市は、近年愛知県内で人口増加率の最も高い自治体である。

特に名古屋の名古屋駅前エリアにおいては、商業ビルの再開が進み大きな民間投資が進んでいる。名古屋駅前の投資に関してみれば、全国の駅上再開の先駆けとなったJR東海の高層ビルセントラルタワーズ（2000年オープン）に続いて、豊田ビル毎日新聞再開の高層ビル（2006）、名古屋鉄道・中部電力等地元財界による牛島再開（2007）、更に三井不動産のビル南館・東館の建て替（2007）が完成を予定している。また最近話題になっている郵政民営化に伴う賃貸事業参入の候補となりうる名古屋中央郵便局跡地（敷地2ha）も名古屋駅に隣接している。現在の名古屋駅前が形成されて以来の大規模再開が始まったのである。これだけの大規模な民間投資が公的な再開と関係なくこのエリアに同時期に集中して行われる事は、名古屋の歴史を見ても何度もある事ではない。非常に意義のある時期を迎えようとしている。（図3参照）

図2



図3



2. 名古屋の不動産投資の特徴 一住宅系一

名古屋の不動産投資文化の一つとして上げられる特徴は、従来型のバイホールド投資である。資産として半永久的に所有する日本の従来からある投資手法である。これはバブル経済時に特に東京で根付いた1戸単位のワンルームマンション（1R）への投資モデルが、比較的浸透しなかった事が大きく影響していると考えられる。1980年代後半のバブル経済当時に、マルコー等の1戸単位の小型1R投資ビジネスが若干名古屋の市場に参入した事はあるが、このような投資ビジネスが根付くところまでには至らなかった。このような投資ビジネスが根付かなかった理由はいくつかあげられる。第一に、東京でのバブル経済の終焉時期に、このようなビジネスの名古屋への参入が始まっており、税務上の損益通算制限等が既にされていた時期にあり、市場が育成されるインセンティブが弱かった事等があげられる。第二に、この時期東京の1Rマンションデベロッパーが名古屋で展開しようとした商品が16㎡～18㎡という狭いマンションであった。この点は必ずしも理由として検証できるものではないが、名古屋のその後の商品規模（現在は25㎡が主流）から見て明記しておく。その後名古屋においては、1戸単位の住居マンションへの投資ビジネスモデルはほとんど普及していない。分譲マンションを購入して何らかの理由で住まなくなり、結果的に賃貸をしているケースはあるが、初めから所有と使用者が分離した運用目的の1戸単位で販売するマンション開発は行われていない。結果的にこのタイプの投資用マンション開発のデベロッパー、それらに投資をする投資家の育成がなされず、投資環境（INDEX等）の整備もなされなかった。戸単位のマンションへの投資はそのロットから若い投資家に適していると考えられるならば、これらの投資家はその後大口投資家の予備軍であるともいえよう。名古屋でこのような大口投資家の予備軍が存在しなかった事は、その後投資家層の拡大、投資文化の進化にはなかなか至らない状況を当然の帰結として結びつける事ができよう。このような運用目的のマンション投資が進んだ東京と比べると、期間を定めて運用をして、目的が達せられれば転売をする入口出口の期間戦略は育っていない。又同時に投資市場として中古の賃貸マンションの流通市場が育っていないのが事実である。買主が実際に住む実需売買市場しかなく、それも投資資産の流通市場としての機能を持っていないため極めて小さい市場でしかない。資産を運用するという概念においても転売を通じてキャピタルゲインを得るモチベーションが非常に低いといえよう。その分転売時における評価減リスクにさらされることも無かったとも考えられる。キャピタルゲ

インを確定させるニーズが希薄である事は、期間を定めて投資するための戦略、投資技術に対するニーズもそれほど関心がなかったといえる。

名古屋では、このように住居用の賃貸マンション1戸単位の投資市場が存在しないかわりに、一棟単位の賃貸不動産投資が従来から存在してきた。住居系の不動産賃貸としては先祖から引き継いできた100坪前後の遊休地に2階建ての鉄骨造のアパートからRC造、SRC造の7-8階建てのマンション投資が行われてきた。又これらの多くが相続税対策で建てられたものも少なくない。このように戸単位のマンション投資文化を経験せず、また先祖からの継承の資産を転化させた資産が多く、これらの投資行為には転売、或いは期間を設定して投資利益を確定するという考え方は少なく、投資資産の流通市場が無い、もしくはあっても非常に脆弱なものでしかないといえる。したがって最近の投資戦略の一つである売却による出口戦略は名古屋では非常に難しい。結果的にバイホールドを前提とした投資スタイルをとらざるを得ない状況にある。

一棟単位を投資のロットとする投資環境には、これらの投資スタイルを支える不動産投資ビジネスにも特徴がある。最初の1棟は建築販売会社とその運用会社となるケースが多い。名古屋では旧サワコー、大東建託、東建、ゼネラルホーム、中部積和不動産等が、一棟ごと開発して販売するビジネスモデルとして育っている。名古屋ではこの様なビジネスが成功する土壌があるといえよう。しかし2棟め以降の投資ノウハウを持った不動産賃貸事業者は、独自に建築企画・募集を行う傾向がある。そのような投資スタイルに対してニッショー、ミニミニ、エーブルといった、広域の入居募集の仲介専門の不動産会社が非常に大きな役割を果たしている。1戸単位の運用とは違い、一棟単位となれば、当然プロパティマネジメント等の投資技術が必要となる。これらの会社が直接賃貸ビルの単独のオーナーとアクセスを持ちオーナーのニーズに応えてきた。これらの高度な技術を持った仲介ビジネス企業の存在が、名古屋における一棟単位の投資モデルの普及に大きな影響を与えたと言えよう。しかしその一方で名古屋の賃貸物件の不動産仲介ビジネスにおいては、従来の駅前不動産というビジネスモデルがほとんど機能しなくなってしまった。これらの広域仲介ビジネスモデルにほとんど淘汰されてしまっている。なぜ駅前の零細、中小の不動産屋が淘汰されたかは、前述のように賃貸ビルのオーナーに対して仲介業務だけでなく、その他投資技術のサポートを行う機能が仲介業者に求められていく過程において、零細不動産屋ではこれらニーズに対応する事ができなかった事が上げられよう。駅前の不動産屋はある意味で地域を代表する文化であり、

地域のアイデンティティを示すものでもあった。そしてこのようなビジネスの消滅は、即地域単位のアイデンティティの喪失にもつながっている。数社の技術の高い仲介業者が投資市場に貢献している反面、数社だけが突出する寡占状態は、もしそれが一方的に中小の不動産仲介ビジネスを淘汰し、新しい不動産業者の登場を阻むものであれば、必ずしも市場の健全性から言っても市場に参加する者が望む状況ではないとも言えよう。

最近寄せられる東京の投資家からのニーズの中で、名古屋に特に魅力を感じる点は、ロットの小ささにもある。東京で10戸の1R一棟といえば最低の簡易アパートでも1億円以上になる。名古屋では今であれば1億円以下から購入が可能である。手元資金に退職金を加えレバレッジをかければ、現在の高額所得者層であれば誰でも購入可能なロットである。東京の投資家は、投資用のマンションを1～2戸購入して、そこそこ利回りを実現できた時、次に税制上の損益通算が可能となる事業規模に必ずなりたがる傾向がある。名古屋では比較的小さなロットで、10戸以上の税制上の事業所得のメリットが得られるランクアップした投資家となりうる。東京のリスクマネーから見れば札幌同様に利回り以上に投資の魅力がある市場ともいえる。

3. 名古屋の不動産投資の特徴 —オフィスビル—

商業用のオフィスビル市場を見てみると、Aクラスの大型物件は新築が非常に少ない（延べ面積1000㎡以上の新築物件が2003年で3件のみ）。中堅規模のビルにおいても名古屋駅前エリア、栄エリアを除いては最近ではほとんど見られない。新規ビジネスのニーズが名古屋駅前・栄等特定のトレンドエリアに限られる傾向にあり、しかも新・近・大へのニーズが強く、それ以外では十分なニーズが見込められないと言う偏った考え方が強い。名古屋での不良債権処理案件の1号というべき物件が、2001年の名古屋駅前の旧福徳相互銀行、後のなみはや銀行の物件である。当時グロス賃料が年間2億円ほど見込まれた。当時外資から名古屋の市場にビットで持ち込まれた。しかし名古屋の市場では、この物件の収益性を判断するベンチマークをもちえず、正確なビットが出来ずにいた投資家も多かった。結果は有りがちな、売主の外資が直前になってビットをとり下げてしまい成立しなかった。そしてその後名古屋の上場企業が信託銀行経由で外資から任意取得をしている。この購入会社の購入目的は税務上の買い替えの特例で、ある程度のロットの資産を買わざるを得なかった状況にあり、急遽不動産事業を拡大して購入したものであった。必

ずしも投資戦略上のものであったかどうかは不明である。

その後、東邦生命、協栄生命の破綻の物件が随時売りに出されているが、即売されている多くは買主が名古屋の事業主、投資家ではなく広域上場企業（エジソン生命の支店ビルを購入したNTT系列企業、個人の約数十億円の破綻ビルを名古屋ではない建材関連の上場企業が購入）である。更に最近の不良債権のオフバランス化に伴って、名古屋でも名古屋の賃貸収益物件が市場に売り出される傾向にある。上記の事例のような名古屋の物件であっても東京で売りに出されたほうが、名古屋の市場で投資を探すより足が速いケースが多い。現実に売主の外資系ファンドの担当者、或いはこれらのオフバランスを請け負う東京の仲介担当者からは、名古屋は非常に足が遅い市場という見方がなされている。

理由としては、住居系不動産投資同様、投資資産の流通市場が非常に狭いレンジでしかない為、この様な見方がされる。最近名古屋の投資家で希望される投資金額のレンジは1～2億円（レバレッジ後）である。非常にロットも小さければ範囲も狭い市場でしかないのが事実である。

名古屋の投資家が要求する中古の既存物件の利回りはやはりグロスで10%以上を希望している。弊社の考え方も、名古屋の現在の投資環境を考えるとリスクプレミアムを多きくとる必要があり10%以上を指示する。名古屋の投資環境の現状とは、投資家が必ずしも育っておらず、経験的な収益ベンチマークがそれほど認知を得ておらず、新しい投資技術（アセットマネジメント、プロパティマネジメント）を提供できる投資ビジネスが市場に存在していない状況をさす。グロス賃料でも10%以上の利回りは大きい。東京からバルクセールで出てくる収益物件の中には、10%以上の高い利回りを要求されるくらいなら自分のファンドで運用したほうが得得であるとして、売り物件を取り下げてしまうケースもある。中にはこれらの物件を10%以下の利回りでも十分と考える名古屋の業者が居ることはいる。しかし弊社の考え方としては、現段階の不動産新規ビジネス（再生ビジネス、再流通市場、リファイナンスの受け皿等）が名古屋の自前ではなく、東京の業者に頼らなくてはいけない時点においては、やはり高いリスクプレミアムは必要と考える。弊社の聞き取りレベルでも、現在名古屋で実際に自社の物件の運用を行っている投資家兼業者の多くは同じ考え方を持っている。つまり名古屋の投資家が考えるリスクプレミアムは、パイホールド戦略でのリスクをとる事ができる事に対する対価としての高いプレミアムである。今後新しい投資技術、投資ビジネスが育成され、市場環境が整備されれば当然低くなるプレミアムである。東京等外部からの投資資本は投資ビジネスはこの点に参入

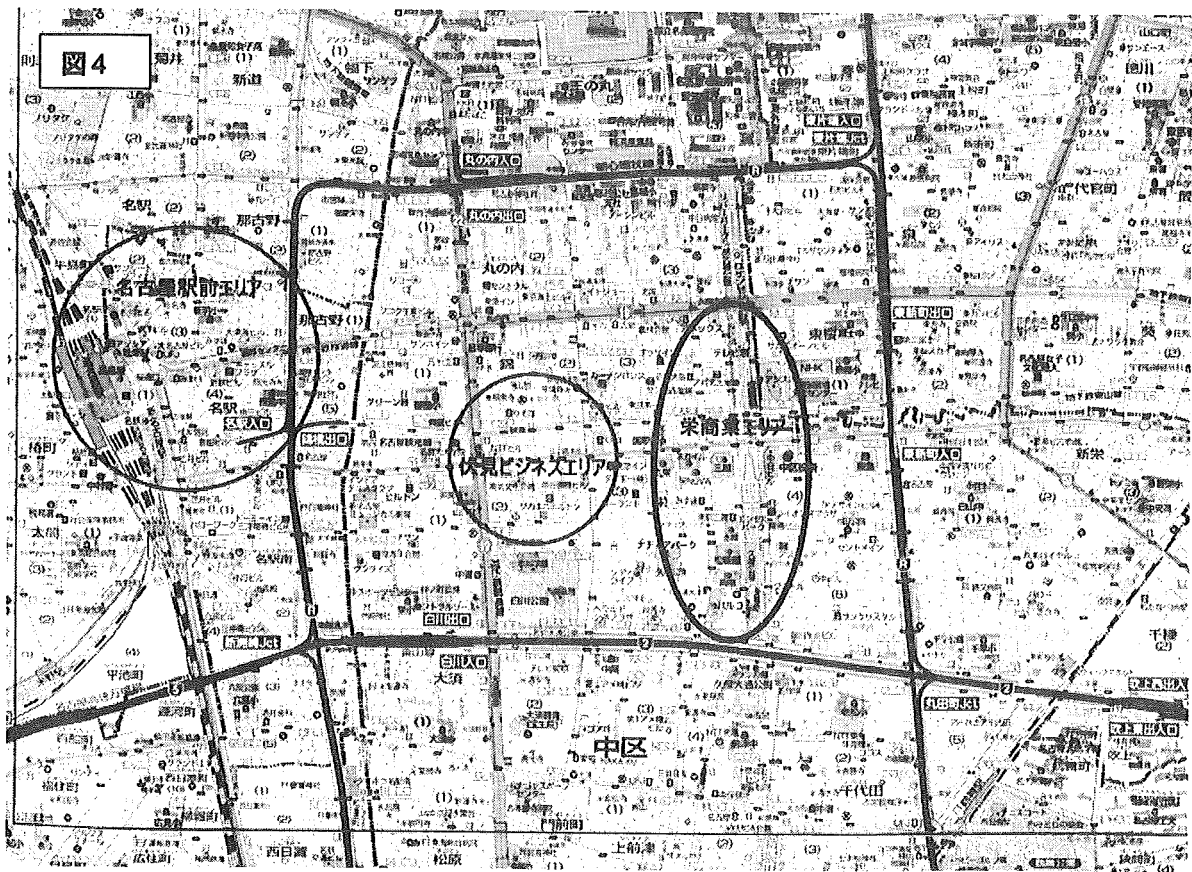
する商機があるのではないかと考える。いずれにしても投資家が少ない非常に狭い投資市場、未熟な投資技術、高い技術を持ったビジネスの未成熟などから、リスクプレミアムを高く評価せざるを得ない。このような投資市場の未成熟が、東京から出されてくる名古屋の物件にリスクプレミアムの均衡が見いだせられない原因があると考え。

現在の名古屋におけるオフィス需要のトレンドは大きく二つに分けられよう。一つは名古屋駅前、栄等のブランドエリアでビジネス拠点を置く事を最優先する需要。もう一つはシンボリックなトレンドではなく、機能サービス効用が落ちずに経費節減が可能となる、もしくは同じ経費で機能サービス効用が上がる移転需要である。前者の需要に対するビジネスチャンスは名古屋駅前、栄地区の再開発及びそれに隣接する中堅サイズビルの建設にある。しかし現在既にこのエリアにおいては地価が上昇(もしくは横ばい)傾向しており、開発用の土地が無い状態にある。当然このような状況を抱えるエリア内では賃料の上昇が見込まれる。後者の経費通減志向需要としては、周辺地域の比較的利便性の良い物件が対象となるが、建築のリニューアルがなされておらず必ずしも需要と供給が一致していない。名古屋駅前エリア、栄エリアのブランドエリアでのスーパークラス

のビルの建設と、周辺地域のリニューアルビジネスが今後のビジネスチャンスと考えられる。

名古屋駅前と栄エリアには、明確に違う特徴がある。名古屋駅前には従来地場のホリウチ、ナガタ、アキタ等の地主がいた。現在でもホリウチビルが何棟かのビル群をなしている。しかしそれ以外のところでは殆んどが、三菱地所、三井不動産、トヨタをはじめとする東京資本、または外部の大資本で所有されてしまっている。それに比べて栄は松坂屋、オリエンタル中村をはじめとする名古屋の地場の地主の所有で支配されている。前者の名古屋駅前エリアではこれらの大企業による直接的な再開発が進んでいる。現状では中堅以上の大きなオフィスビルを小さな投資家が投資できるような状況にはない。後者の栄エリアでは、所有権の移転による再生が進んでいる。三越の再開発、栄町ビル等の証券化等がそれである。二つの需要トレンドの中でリスクは非常に高くなっている。リスクを分散するシンジケートビジネス、或いは高度にリスクなれたリスクマネー(外資)でなければ対応できないと考える。外部から名古屋を見て不動産投資として魅力を感じる点もまさにそこにある。

又最近のオフィスビル移転動向として、栄エリアの大通りがブランドショップ店による顕著な賑わいを呈してき



たことにより、商業リテールとしての特徴を持ち始め、逆にビジネスとしてのイメージが損なわれつつある。ビジネスが栄から伏見、名古屋駅前エリアに流出する傾向が見られる。伏見（名古屋駅と栄の中間駅）は旧東海銀行の本店、大手ゼネコンが群をなしていたエリアであり、現在最もリストラの対象となっているエリアである。この移転ビジネスのトレンドにこのエリアの復権の端緒があるのかもしれない。（図4参照）

4. 最近の不動産投資事業の破綻事例から

名古屋には戦前戦後いわゆる過去の紡績、木材産業の隆盛により財を成した地場財界がある。これらの地場の財閥も名古屋の都心に多くのビル資産を持っている。これらの財閥は本業で蓄積してきた資本を、名古屋の都心部の不動産に投資をして、高度成長、バブル経済の名古屋の都市の形成に大きな影響力を持ってきた。しかし本家の紡績産業等が日本での機能を縮小している中で、本来非常に良い立地にある資産群エリアを活性化させる事ができずに陳腐化させてしまっている。昨年再生手続きに入った都築紡績等がその例である。都築紡績は栄、伏見エリアに「白川ビル」という名古屋ブランドで優良な不動産投資を行ってきた。しかしデフレ経済になり、バブル経済時に行った過剰投資（ゴルフ場、リゾートホテル等）の処理が出来ずこれらの負担に耐え切れなくなったというような報道が新聞等なされている。本業で蓄積した資本を、効率よく地元の都心の不動産投資に再投資した事自体は、非常に優れた投資戦略であったといえよう。しかしパイホール戦略にあり、投資規模、利潤の拡大しか経営目標に無く資本の効率性を考えず、又資産のバリューアップを考えてこなかった事に、サステナブルな経営戦略を見出せなかったのである。最近名古屋の地元財界の破綻のケースには同じような特徴が見られる。

5. 結び

名古屋の不動産投資の現状を特徴付ける一つの事例がある。東海地方は地震リスクに対する備えが社会ニーズとしてあるはずである。特に不動産投資においては避けて通れない問題である。しかし名古屋で不動産投資において免振ビジネスが進んでいるかと言えば必ずしもそうではない。そのほかにもエンジニアレポートなどを必要とする事案もあまり見かけない。名古屋では証券化による不動産資産を

シンジケート的なツールを使ったオフバランス事例がまだまだ多くない。2004年になり国内の公開REIT産業が1兆3000億円規模になっても、名古屋の物件がREITに組み込まれるケースも比較的少ない。名古屋ではまだ新しい証券化技術による公開に適合する不動産案件が非常に少ない。したがってこれらの対処に必要な投資ビジネスが殆んど根付いていないのが現実である。投資資産を評価するビジネス、バリューアップ戦略など出口戦略が必要とされ、そして投資案件を購入する入口戦略においても、今後も不良債権のオフバランス物件の市場への放出が何らかのリスクマネーのファンドなどを經由してくることが予想されるなら、このようなファンドが考えるスタンダードを備えた投資家の育成、すなわち投資市場の整備がなされなくては、良い物件はすべて東京資本、或いは外資に流れてその残りだけが名古屋の市場に登場するような現象が解消できないことになる。

名古屋の投資家が求める10%利回りはこのような投資技術をそれほど必要としないパイホールドの投資戦略にたった考え方から来るものとも考えられる。逆にこれらの投資技術を身近に感じている東京の投資家が6ないし7%の利回りでも十分に魅力を感じ名古屋に投資をしたがる考え方も十分に理解できる投資行動といえよう。投資技術だけでなく、契約技術など他にも多くの問題点がある。単純に不動産売買のトランザクションを見ても東京と名古屋でははっきりと違いがわかる。非常にこと細かくリスクを想定した重要事項説明書、売買契約書等、あいまいな名古屋のビジネスとは明らかに違う。まだリスクが認知できていないのかもしれない。不動産ビジネスの技術的なギャップが、そのまま東京資本に限らず日本経済の資本の還流の市場参入障壁とならないように、名古屋の市場の更なる整備、進化を努める必要がある。