

2004 APRIL/MAY
No.312/313

4/5 月号

不動産調査月報

特集

国土交通省「土地月間」講演会
不動産と金融

日本政策投資銀行地域政策研究センター

主任研究員 野口 秀行

CONTENTS

不動産と金融

はじめに 2

戦後の繁栄を支えてきた日本型システムの終焉 2

わが国産業・企業の主要指数の変化 2

総人口減少と先進国衰退国への危機 3

アメリカにおける最も成功したとされるビジネスモデル 4

日本経済の再生 5

IT革命に乗り遅れた日本の大逆転 5

金融市場の変貌と不動産投資～金融ビックバンとウインブルドン化～ 5

不動産投資と新たな金融手法～不動産証券化とREITの誕生～ 7

コーポレートファイナンスからプロジェクトファイナンスへ 9

もう一つの不動産金融～コミュニティにおける開発金融～ 13

国土交通省 土地月間講演会

不動産と金融

日本政策投資銀行地域政策研究センター
主任研究員

野口 秀行

(のぐち ひでゆき)



略 歴

- 1950年 熊本県生まれ
九州大学経済学部卒業
- 1974年 日本開発銀行（現日本政策投資銀行）に入行。
株式会社日本インテリジェントトラスト常務執行役員
開発総合研究所所長等を経て、現在、日本政策投資銀行設備投資研究所 地域政策研究センター主任研究員。
法政大学大学院、亜細亜大学大学院、東京大学、東京工業大学において各非常勤講師を勤める。

著書等 「近未来のまちづくり」「まちづくりキーワード事典」
ほか多数。

不動産と金融

はじめに

ファイナンスは、「安全性」「収益性」「換金性」の三つの原則に貫かれています。

一つは、手元にあるニワトリと向こうのヤブにいるニワトリ2羽とどちらに価値があるかは明らかで、向こうのヤブにいるニワトリを捕まえられるという補証はないので、いま手元にあるニワトリの価値が高いこととなります。

二つは、今日の1ドルと明日の2ドルのどちらを取るかは、明日の2ドルは明日手に入れることができるか誰もわからないのでリスクとなりますので、いま手元にあるものが極めて重要です。

三つ目は、卵を同じバスケットに入れると落とすと全部割れてしまいますので、ポートフォリオを作成することが必要です。

特に、不動産はリスクの高い投資で、それに対して銀行あるいはファイナンス会社からどういったファイナンス（融資・資金調達）をするかは難しい問題です。

日本は長い間右肩あがりの経済成長で将来を心配する人もいませんでしたが、バブル崩壊後、地価の下落は続いています。

戦後の繁栄を支えてきた日本型システムの終焉

「無為の蓄積」とCRICサイクル

危機（Crisis）が訪れると、応急措置（Response）を施し、事態が少しでも改善（Improvement）しだすと、とたんに慢心（Complacency）に陥り、そのうちに新たな危機が訪れるというものである。

90年代に世界経済を襲った3つの潮流に乗り損ねた日本経済

グローバル化（地球市場化）
 ディレギュレーション（規制緩和・撤廃）
 ITリボリューション（高度情報通信革命）

日本経済は、デフレと言われてから久しく、90年代は「失われた10年」と言われ、いま戦後の繁栄を支えてきた「日本型のシステム」が崩壊に瀕しています。

90年代に世界経済を襲った3つの潮流の一つが「グ

ローバリゼーション」です。従来は、労働と資本と土地のうち「土地は移動できないもの」でしたが、1989年にベルリンの壁そしてソビエト連邦が崩壊し、1992年には鄧小平の「南方講和」によって社会主義市場経済が導入されました。

それまで世界のマーケットは東と西に大きく2分され、資本あるいは労働の自由な移動はなく、20年前であればアメリカの大企業が中国や当時のソビエトに工場を建設することは考えられなかったことでした。

1989年からは基本的には西側の市場も組み込まれ、資本の移動は自由化され、よりコストの安い土地あるいは労働者を求めて資本が自由に動き回るという時代になりました。これが地球市場化、いわゆるグローバル化です。

わが国産業・企業の主要指数の変化

図表1

労働生産性	3.5% (80年代)	1.0% (90年代)
上場企業ROA平均	4.6% (90年)	2.9% (00年)
実質GDP伸び率平均	3.8% (80年代)	1.2% (90年代)

産業・企業の主要指標となる労働生産性と労働投入量を図表1で見ると、わが国の労働生産性は、80年代は毎年3.5%の伸びをみせ先進国のトップとなりました。90年代に入ると、労働生産性は急激に伸びが止まり先進国のなかで最低のレベルの1%の伸びとなり、経済成長の一つの要素としての生産性が落ち始めているというのが今の日本経済です。

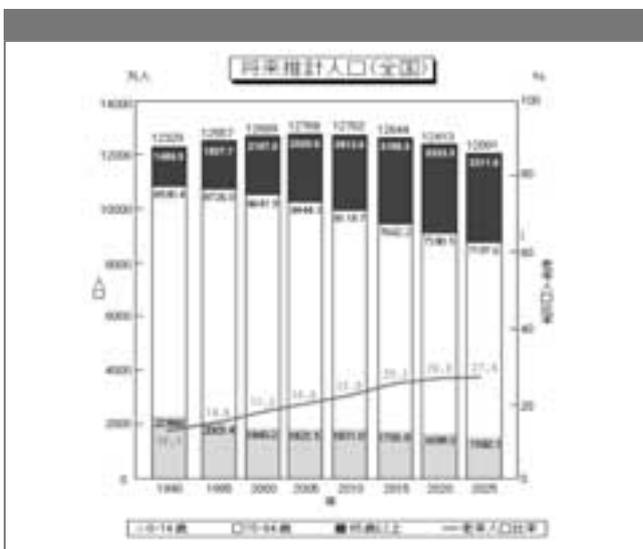
総人口減少と先進国衰退国への危機

図表2 階層別人口推移

	15~64	15~54	15~44	15~24	25~34	35~44
1990	8,590	7,143	5,466	1,881	1,586	1,966
1991	8,631	7,156	5,473	1,921	1,569	1,982
1992	8,662	7,162	5,420	1,913	1,601	1,906
1993	8,687	7,170	5,352	1,899	1,630	1,823
1994	8,704	7,184	5,277	1,876	1,658	1,743
1995	8,716	7,174	5,220	1,845	1,691	1,683
1996	8,709	7,138	5,171	1,802	1,733	1,636
1997	8,699	7,099	5,134	1,752	1,778	1,604
1998	8,689	7,065	5,107	1,697	1,822	1,588
1999	8,681	7,023	5,090	1,644	1,860	1,587
2000	8,663	7,016	5,069	1,597	1,874	1,599
その後	生産年齢人口	実際の定年を助業した生産年齢人口	消費の中核となる階層	若者市場の中核となる階層	子育てに追われ消費をしない階層	最も消費する階層

労働投入量は、経済を成長させるために必要な要素で、15~64歳までの生産年齢人口は、図表2を見ると1995年がピークアウトで1995年以降、投入量は減り始めました。経済成長率は労働生産性と労働投入量の積で表すことができますが、いまはその両方が低下し始めています。

図表3



図表3の日本の総人口は西暦2007年にピークアウトして約1億2800万人から徐々に減っていくと推計されています。今まで学んできた経済学は「人口は増える」という前提になっていますので、「人口が減少する」という前提の経済を、日本が世界に先駆けて実験することになります。

日本の総人口が減少する原因は、少子化に尽きます。女性が一生の間に生む子の平均数である特殊出生率が1.3人前後となり、縮小再生産をしていくということになります。

しかし、アメリカ、ヨーロッパの特殊出生率は1.3人前後と日本と変わりませんが人口が減っていません。それは、移民を受け入れているからです。OECD加盟国のなかで移民制度を持っていない国は日本と韓国です。日本は移民を受け入れなければ総人口、労働投入量が減少していくこととなりますが、マーケットを維持していくためにはある一定の人口のマスが必要です。

図表2にあるように、マーケティングの世界で消費の中核になる15~44歳までの層はすでに1991年がピークで5473万人、西暦2000年には5069万人とこの10年足らずの間に400万人も減っています。物が売れない、土地の値段が下がり始めたのは取得をする層の全体量が減り始めたことに尽きます。

過去の経験から景気は循環し好不況があるとしていましたが、経済を成長させるための要素としての生産性と投入量が減り始めると日本経済は構造的に成長できないという仕組みを内側に秘め始めたのです。

いくらがんばっても投入量は落ち、生産性は一向に上がっていかないと日本経済は少子化、人口減少と同時に極めて厳しい局面を迎え、少なくとも高度成長の時代ではもはやないということです。

成長させようとするためにはリスクは伴いますが移民制度を受け入れなければ人口は増えないということです。

また、経済を成長させるためにはIT化を進めていかなければなりません。ただし経済産業省の推測では、IT化を進めると、一時的に300万人の職がなくなると言われています。例えば大企業の工場を見学すると広大な工場の中で物を作っているのはほとんどロボットで、世界で動いている工業用ロボットの約70%が日本で動いています。日本が世界でもっともコストの高い労働者を使って物を生産するとなると、IT化、FA化を推進せざるを得なくなり、一つの工場を

誘致してきたとしても、ほとんど雇用が発生しないというところまで来ています。

日本の製造業は世界でもっとも生産性の高い工場ですが、トータルで見たときに日本の労働生産性は低く非製造現場の過剰雇用を日本は抱えています。(一時的に) 10%の失業率を甘受しなければ、長期的に見て日本の生産性を上げていくことはできないということになります。これは日本が20世紀型のシステムを保持してきたからです。

アメリカにおける最も成功したとされるビジネスモデル

図表4

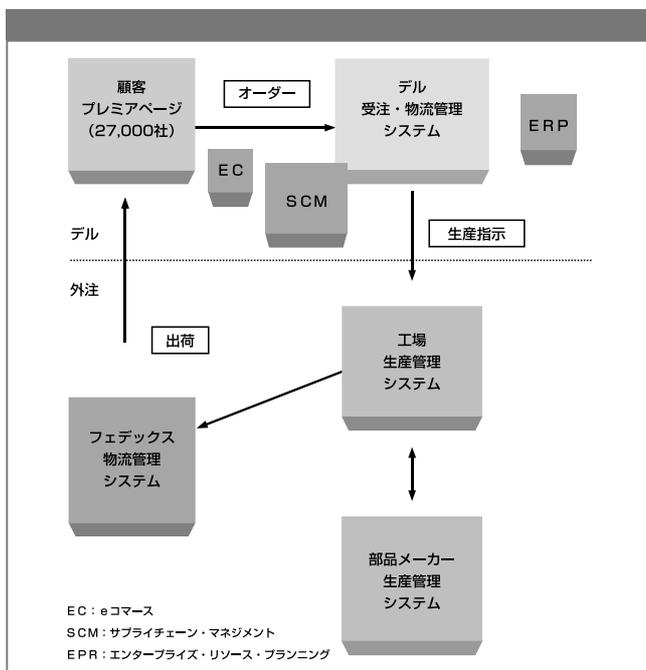
2001年におけるベンダー別の世界出荷台数見込み (速報値/単位: 1000台)

メーカー	2001年市場		2000年市場		前年比
	出荷台数	シェア	出荷台数	シェア	
Dell	16,996	13.3%	14,365	10.7%	18.3%
Compaq	14,253	11.1%	17,209	12.8%	-17.2%
Hewlett-Packard	9,184	7.2%	10,241	7.6%	-10.3%
IBM	8,254	6.4%	9,312	6.9%	-11.4%
NEC	4,920	3.8%	5,817	4.3%	-15.4%
その他	74,452	58.1%	77,335	57.6%	-3.7%
合計	128,060	100.0%	134,279	100.0%	-4.6%

注: デSKTOP・パソコン、ノート・パソコン、サーバーを含む

出典: Dataquest社 (2002年1月)

図表5 デルのビジネス・プロセス概要図



出典: Dataquest社 (2002年1月)

90年代は、アメリカにとって歴史始まって以来の持続的な高度成長を遂げた10年間でした。図表4にあるように2001年におけるデルのパソコンの出荷台数(見込値)は、世界の13.3%を占めています。

図表5のビジネス・プロセス概要図を見ると3つの特徴を持っています。

1点目としては、デルの販売方法は、インターネット通販のみです。すべて受注生産で見込み生産はありませんので在庫ゼロという特徴を持っています。

2点目は、インターネットを通じてすべてがカスタマイズ受注ですから、オーダーメイドのパソコンを取得することができる多品種大量生産のシステムを持っています。

3点目は、自社工場はゼロで、世界中に協力工場を持っています。デルは、いわゆるベンチャー企業で、テキサス州のオースチンに本社がありますが、マイケル・デルは40歳で創業して20年たった現在の売り上げは、トヨタをはるかに上回るビッグビジネスを展開しています。日本はアメリカの90年代に起こったビジネスモデルに移管せざるを得なくなっています。

また、今までの日本は、世界の工場として物を生産することがもっとも得意とする分野でしたが、N I E S、A S E A N、中国といった国々が技術力を持って日本のより近いところまでシフトしてきますと、日本は新しい産業構造に変えていかざるを得なくなっています。

パソコン業界は競争の厳しい世界で、あっという間に企業は淘汰されます。世界のマイクロソフト社の格付けはAAAで7年間はある程度予測がつかますが、15年の社債を発行するということになりますと格付けは取得できません。ドッグイヤーと言われるほど競争が激しく、製品のライフサイクルが短い業界ですから、工場を自社で持つという事はあり得ないことです。

シスコシステムというアメリカのベンチャー企業は、急激に成長した会社ですが、自前の研究所は持っていません。研究所を作るとなると土地や建物が必要になりますのでウェブ上に研究所を作っています。

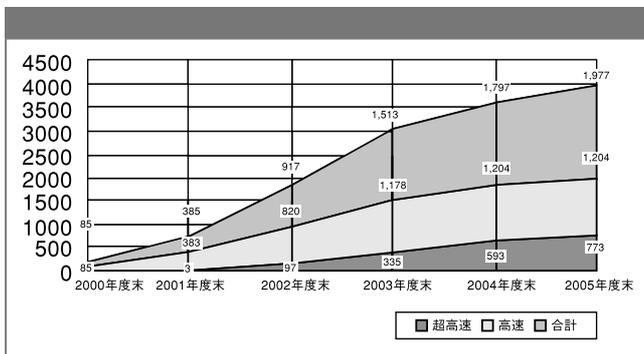
すでにアメリカは21世紀型のシステムにシフトを始め、日本もそれを追いかけて工場は海外へ移転しています。労働生産性を上げようとする本社機能を縮小していくことになりま。したがって本社機能、まさに東京都心あるいは地方の中心地にあるオフィスビルの需要が減るということの意味します。産業構造が

変化し経済が新しい時代に移り変わっていくなかで、不動産の考え方、あるいは見方が少なくとも投資家の間で変わり始めています。

日本経済の再生

IT革命に乗り遅れた日本の大逆転

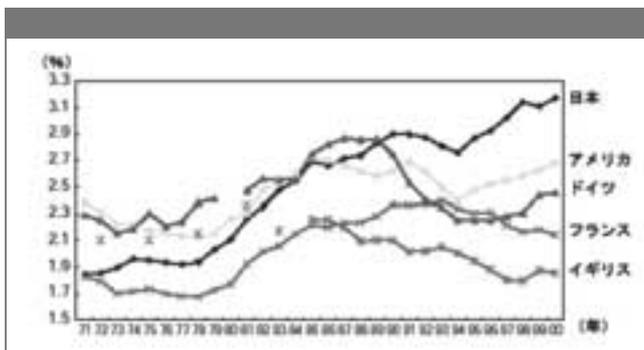
図表6 高速・超高速インターネット普及予測 (単位：万人)



図表7

企業名	2001年	2000年
1. IBM	2411	2086
2. NEC	1953	2021
3. キヤノン	1877	1890
4. Micron Tech	1643	1304
5. サムスン電子	1450	1441
6. 松下電器産業	1440	1127
7. ソニー	1363	1385
8. 日立製作所	1271	1036
9. 三菱電機	1184	1010
10. 富士通	1166	1147

図表8 主要国における研究開発費の対GDP比較推移



日本経済がこれからどうなっていくかについて具体的に説明すると、図表6にあるように、日本におけるIT環境は光ファイバー網が敷設済みです。2005年には日本の人口約1億2000万人のうち20%近い約2000万人が、高速および超高速のインターネットに接続が可能になります。現在ITという意味では日本は先進国のなかで最低レベルにありますが、一夜にして日本はインターネットというインフラでは世界の最先端に変わることがわかっています。

図表7は2001年のアメリカにおいて新たに特許を取得した企業のベストテンを表したものです。アメリカで特許を取得した企業のベストテンのうち7社が日本企業で、アメリカが2社、韓国が1社という割合になっています。

研究開発費の対GDP比を図表8で見ると、日本が圧倒的に上位にあることが見てとれます。日本の産業技術は80年代にピークを迎え、90年代はアメリカの時代でしたが21世紀初頭は、日本の時代に戻ると言われています。

クラスター理論で有名なハーバード大学のマイケル・ポーター氏がアメリカ大統領の諮問委員会の産業競争力評議会に毎年レポートを書いています。そのなかで、西暦2005年には世界の産業をリードする国はアメリカではなく日本であるというレポートを書いています。

日本は世界最先端のITインフラと産業技術、特に知的所有権を保有し始めています。最近ノーベル賞学者に日本人が多いのは、単なる偶然ではなくこれらの積み重ねの結果が現れてきているということです。

金融市場の変貌と不動産投資

～金融ビックバンとウィンプルドン化～

図表9 信用収縮～金融のシステミックリスクの発生

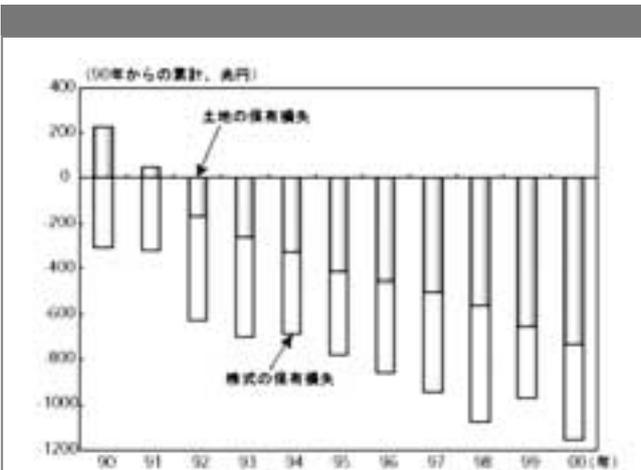
地価の下落 (兆円)

	全国地価	増加	
85	1,016		
90	2,455	+1,439	+42%
94	1,915	-540	-22%
99	1,072	-843	-44%

(参考) 世界の株価水準～株価の下落 (02.10.11時点)

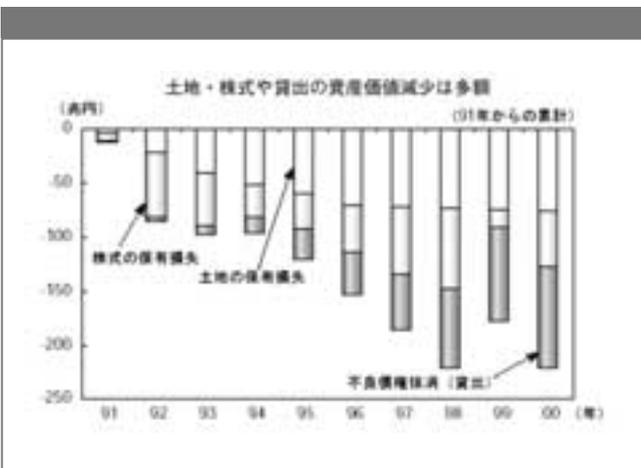
	最近の価格	最高価格(時期)	最高価格比
日経平均	8,429	38,915 (89.12)	-78.3%
米ダウ30種	7,286	11,722 (01.01)	-37.8%
ナスダック	1,114	5,048 (00.03)	-77.9%
英FTSE	3,773	6,930 (99.12)	-45.5%
独DAX	2,597	8,064 (00.03)	-67.8%
仏CAC40	2,758	6,922 (00.09)	-60.2%
韓国総合指数	584	1,138 (94.11)	-48.7%
台湾加権指数	3,947	12,495 (90.02)	-68.4%
香港ハンセン	8,858	18,397 (00.03)	-51.8%
シンガポールST	1,357	2,582 (00.01)	-47.7%

図表10 我が国全体でのバブル経済崩壊後の巨大なキャピタルロス



出典：経済白書

図表11 金融機関の保有損失



出典：経済白書

日本経済は低迷をしていますが、これだけのファンダメンタルを持っている国ですから経済はいずれ元へ戻っていきます。投入量は落ちていきますが生産性の向上は可能になると見ていますが、その際に不動産という観点で見直していくと一つ問題があります。

図表9～11で、バブル発生から崩壊までをトータルの国民経済で見えます。

図表9の全国の地価の合計は、85年が1016兆円、90年がピークで2455兆円、99年は1072兆円です。下落率は44%で、ピーク時に比べますとトータルで約1300兆円下落し、1300兆円のお金がこの国からなくなったこととなります。

その結果、図表10,11にあるように、日本の銀行はバブルが崩壊して不良債権を大量に抱えているという状態です。一方で経済が低迷して、この10年間に借金を重ねて、666兆円の公債残高を抱えています。これは国民1人当たり直しますと500万円で1家4人で2000万円のローンを抱えているとお考えください。

昨年ムーディーズは、日本の国債についての格付けを2段階下げました。もちろんOECD加盟国では最低となり、南アフリカのボツワナ共和国と同格付けです。海外の投資家が日本国債について、償還に懸念があり端的には日本国債を取得することは投資の対象ではなく投機の対象とみなし始めたということです。

日本の銀行はBIS規制によって、自己資本比率を減らさないように、リスクの高い企業や不動産にお金を貸すよりは、国債を取得したほうがベストという考え方です。

日本の金融市場では、民間が資本市場で資金調達をしたいと思っても、それ以上に国、地方のウェイトが高くなりすぎて、市場のフレキシビリティがなくなりつつあります。

日経新聞で毎月ご覧いただきたい記事は、毎月入札している長期国債の入札の記事に着目してください。たとえば国債を10兆円発行した場合に、応札が8兆円しかないとなれば2兆円未達になります。未達になると金利を上げざるを得なくなります。日本の長期金利は国債に連動していますので、国債の金利が上がりますと当然ながら日本の長期金利、名目金利が上がっていくこととなります。

投資をするあるいは事業採算性を検討するときに使う金利は名目金利ではなく実質金利で評価をします。実質金利は、名目金利プラス物価の下落率です。現在、

日本の長期金利は極めてゼロに近い低金利になっていますが、物価が急激に下落していますから、実質金利は高く投資利回りを計算しますと、不動産に対する投資はできないことになっています。

一方で物価の下落、地価の下落も止まらないそして名目金利が上がっていきまると、実質金利はさらに上がっていくという仕組みになっていますので、投資はしづらいということになります。中小企業あるいはベンチャー、そして不動産に対する融資は当然ながら劣後に扱われていかざるを得ないということを確認しておく必要があります。

不動産投資と新たな金融手法 ～不動産証券化とREITの誕生～

図表12 不動産投資に係わる様々なリスク

投資リスク		内 容
開発前	開発リスク	事業を立ち上げ建物が稼働し収益が得られる前のリスク。不動産事業には、開発許可や地権者合意の遅れなどによる開発期間の長期化、埋蔵文化財出土による工期の遅れ、土壌汚染による浄化費用の発生など、事業の計画段階では予測できないリスクが多い。
	事業計画リスク	立地判断や事業内容、用途などの誤りで竣工後にテナントが決まらないなど、収益計画の見直しを余儀なくされるリスクがある。
稼働後	市場リスク	景気変動や需給により、不動産価格、賃料、空室率が変動するリスク。テナントの倒産リスクや地価の下落に伴う担保価値の低下なども。
	管理運営リスク	不適切なビル管理やテナント管理により収益性が低下するリスク。
	流動性リスク	時価評価の難しさ、取引市場の不在、金額の大きき、テナント退去の困難さなどから必要なときに簡単に売却して換金できないというリスク。
	制度リスク	不動産税制や投資に係わる税制が変更されたり、地価上昇局面での規制強化が行われることが多い。耐震設計基準の変更等による建物の陳腐化も。
	震災リスク	阪神・淡路島大震災で顕在化した。東京圏の場合、投資期間が長期化すればするほどリスクは増大する。
	地域リスク	周辺都市の経済成長や商業施設の郊外移転などにより当該地域の経済的なポテンシャルが低下するリスク。逆に周辺開発や交通インフラの整備により不動産価値が上昇する場合もある。
	瑕疵担保リスク	設計ミスや手抜き工事など建築に係わる物理的リスク。
劣化リスク	建物は経年劣化するため、保守、修繕、改修など商品価値維持のために再投資が必要である。また如何に長寿命であっても物理的には有限であり劣化リスクからは逃げられない。	

図表12に不動産に対するリスクを掲げてあります。「REIT」というのは耳新しい言葉かもしれませんが、以前の投資信託は株、債券に対する投資でしたが一部法律を改正して、資金運用先として不動産を組み込んでかまわないということで、不動産の投資信託とされています。

アメリカは80年代の低迷時期にS&Lという貯蓄貸付組合が多数倒産しました。米国の銀行も大量の不良債権を抱えたときに公的資金の注入が行われました。日本ではRCC（整理回収機構）は、アメリカのRTCをまねたものです。そのとき大量の税金を投入して不良債権の一括処理をしてRTCは債権の担保としての不動産を抱えたわけです。

日本は不動産担保主義といわれますが、アメリカの担保も不動産で、アメリカのRTCは担保となった不動産を証券化して大幅にディスカウントして売却するという方法をとっています。瑕疵物件が多数含まれているということもあり大量にバルクセールをした結果、ニューヨークのウォールストリートがこれに連携しました。

基本的にはウォールストリートの証券会社、投資銀行、RTCがバルクセールした不動産を実物、あるいは証券のかたちで取得したときに、大幅にディスカウントした価格で取得していますから、取得した時点で含みが生じているわけです。通常REITは株式をニューヨークの証券取引所に上場しますと最初に取得した価格に対して大量の含みを持っていますから、高い株価をつけることができることによって不動産市場の活性化を図りました。

一方でアメリカは、新しいビジネスモデルの支援をしていくと同時に、不動産の市場をどのように活性化させるかに腐心し、1960年にできていたREITの制度を導入しました。

たとえば株式市場は東京証券取引所という中央集権的な取引所があります。中古車で喩えると中古車のディーラーが短期的に自動車を保有して、マーケットメイクをします。不動産は特殊な仕様を施した自動車を等しく、物件ごとに特殊性を持っていますので、右から左に短期的に売却すること、売り手と買い手を結び付けることができるかどうかというリスクがあります。

したがってバブルが崩壊して不動産市場が冷えきった状態では、マーケットメイクをする人がいないために供給と需要の裁定をするディーラーがいないところを補うのがREITという会社です。

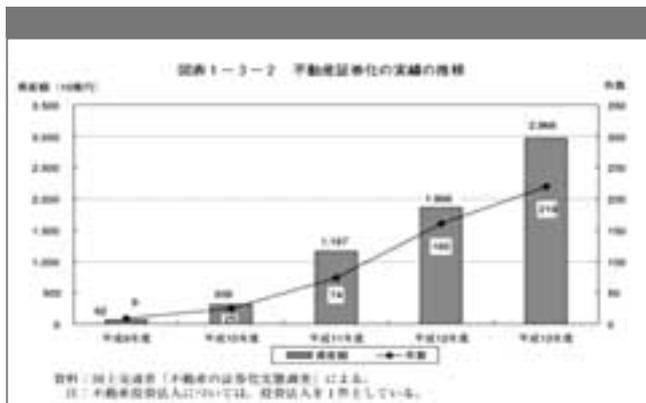
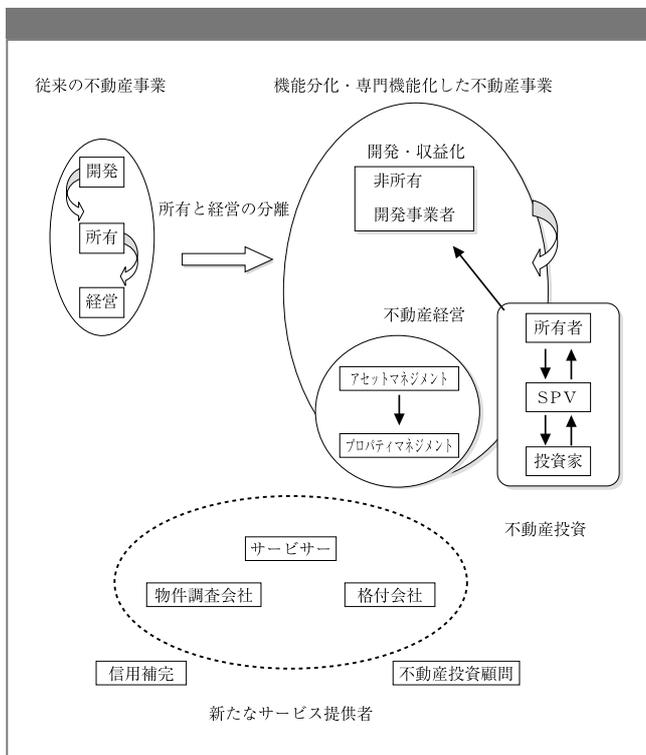
不動産の証券化とREITの大きな違いとして、不動産の証券化は物件が最初から決まっていますがREITは、最初に投資家から資金を集めてから物件を取得していきますので、物件は一つのビルとは限らず多数のビルからなっているため、問題は投資

資金を集めて物件を取得するところに意味があり、不動産を取得することによってディーラーの役割を果たすことになります。

アメリカが着目したのは、不動産市場を活性化させるためにはディーラーの機能をはたすべきだということで眠っていた法律をよみがえらせてREITに着目したわけです。

結果としてアメリカの不動産市場は90年代後半以降急速に回復をしています。ちなみに、ITバブルが弾けて、ナスダックが急落していますが、そのなかでアメリカ経済を何とか維持しているのは不動産投資が堅調だからです。

図表13 不動産事業の機能分化



いずれにしても不動産の証券化が進み、REITという制度が確立すると不動産に対する考え方は大きく変わっていかざるを得なくなります。

図表13のマーケットで見ると、実物の不動産を売買するだけではなく証券というカタチで、より流動性の高いものにかたよせて不動産を流動資産に変えていく仕組みを取りはじめたわけです。同時に、アセットマネジメント、ABSなどが出てきますと、自分の資産を所有すると使用総資本利益率は低下します。したがってできるだけ身軽になりratioを上げていくためには不動産は所有から利用へと変わっていくわけです。

時価会計制度の導入や、キャッシュフロー会計が導入されてきますと、少なくとも先見の明のある企業は自分で不動産は所有しなくなります。

図表14 米国の主な商業REIT

REIT	概要	GLA
Mills Corporation	・スーパー・リゾナルモールである「Mills」とコミュニティ型SCを開発・所有・運営 ・5つのMillsと11のコミュニティ型SCを所有・運営	73.4万㎡
Simon DeBartolo Group	・全米最大規模の商業REIT。リゾナルタイプ [®] のSCを開発・所有・運営 ・96年に商業施設やオフィス保有するDeBartolo Realty Corporationを買収	商業施設： 437万㎡ オフィス： 5.2万㎡
Westfield America	・オーストラリア、アメリカ、ニュージーランド [®] 等でSCを開発しているWestfieldグループの米国法人 ・全米でリゾナルタイプ [®] のSCを所有・運営	213.5万㎡
Chelsea GCA	・アットレットの開発・所有・運営のリーディングカンパニー ・Simon DeBartolo Groupと新たなアットレットの開発で業務提携	37.1万㎡
Kimco Realty Corporation	・東部・中西部で231ヶ所で食品スーパーやドラッグストアをキヤテナントにコミュニティ型SCを展開 ・1988年にPrice REITを買収	302.8万㎡
Price REIT	・会員制ホームセンターのPriceからスピノフして91年に設立。37のハワーセンター（ホームホやプライスコ等がキヤテナント）を所有	48.1万㎡

(7) 米国の主なホテルREIT

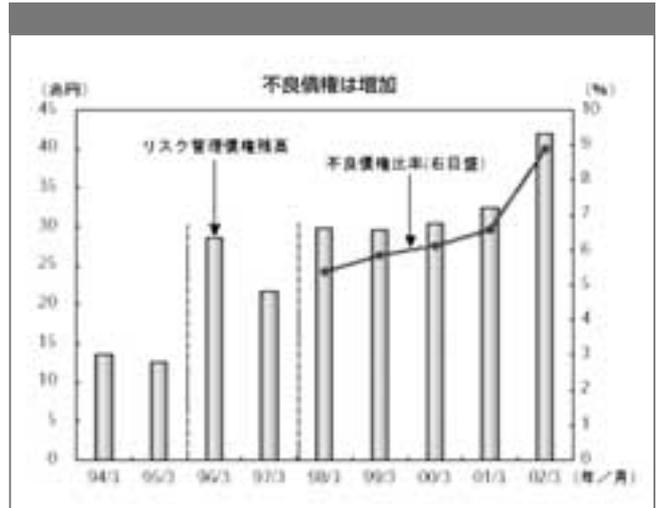
REIT	概要	ホテル数 客室数
Starwood Hotels & Resort	<ul style="list-style-type: none"> 高価格のフルサービスホテル・リゾート シェラトン、ウェスティンを関連企業とする世界最大のホテル運営企業 Ritz Carlton, Westin, Marriot, Hilton, Sheraton, Omni, Doubletree, Embassy Suites等のブランド 	650ホテル
Patriot American Hospitality Inc.	<ul style="list-style-type: none"> 高価格のフルサービスホテル・リゾート ウィンダムホテルを98年に買収 株価総額で全米2位のホテルREIT 	230ホテル 60,000室
FeiCor Suite Hotels Inc.	<ul style="list-style-type: none"> 高価格のフルサービスホテル、オールスイート エバンスイートの米国最大のオーナー Promus Hotel Corporationと業務提携 	74ホテル 18,000室
Hospitality Properties Trust	<ul style="list-style-type: none"> 高価格のリミットサービス、長期滞在型ホテル マリオットのコートヤード、レジデンスインおよびウィンダムのウィンダムガーデンを保有 	82ホテル 12,000室
Equity inns.Inc.	<ul style="list-style-type: none"> 中間価格帯の長期滞在型ホテル、高価格のリミットサービスホテル、オールスイート Interstate Hotels Company, Prime Hospitality Corporationの子会社に保有資産を賃貸 	89ホテル 11,000室

図表14はアメリカにはシェラトン、ウェスティン、あるいはRitz Carlton, Marriotというブランドのホテルがありますが、これらのホテルはStarwood Hotels & ResortというREIT会社が保有しています。ショッピングセンターは、アメリカにありますアウトレットの大半はChelseaというREIT会社が保有しています。

不動産の証券化が起こり、REITという制度が導入されることによって、日本の不動産市場は大きく変化を始めていますが、日本ではいまだに不動産は所有するもので、利用するものではないという発想です。

すう勢的にはアメリカタイプで不動産を所有するのではなく、REIT会社あるいはエクイティファンド、プライベートファンドのファンド会社が保有する、あるいは機関投資家と言われているところが実物不動産を保有するというかたちに移っていきたく思います。

図表15 不良債権の推移



出典：経済白書

金融の立場では、図表15にあるように不良債権を抱えて財務内容がよくない状態で日本の銀行は数が少なくなって、東京という金融市場で実際にプレーをしているのは海外の横文字の会社になりつつあるということで、全英オープンテニスのウィンブルドンのセンターコートでイギリス人がプレーをしないで、場所だけを貸しているという現象と同じということで「ウィンブルドン化」と言っています。

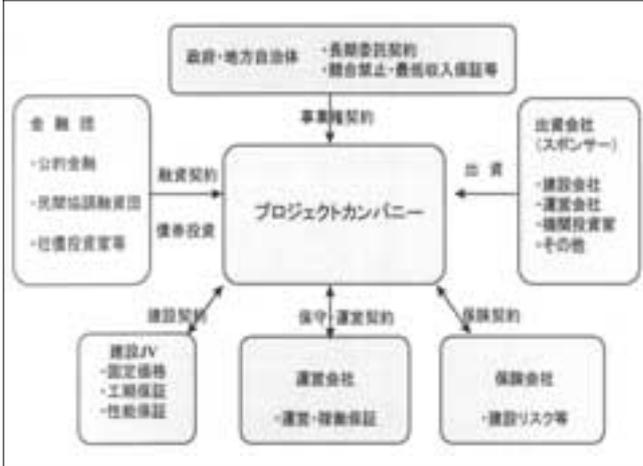
コーポレートファイナンスから プロジェクトファイナンスへ

図表16 プロジェクトファイナンス

(1) プロジェクトファイナンスの一般的な定義 (米国財務会計基準書第47号)

「大規模資金プロジェクトへの金融であって、貸手が原則としてそのプロジェクトの資金繰りおよび収益を返済原資とし、またはプロジェクトの資産（プロジェクトのキャッシュフローを生み出すための事業遂行に必要な諸契約を含む）を融資の担保として行うものを言う。当該プロジェクトの事業主体の一般的な信用力は通常重要な要素ではない。なぜなら、その事業主体が他に資産を保有しない企業であるか、または当該金融機関が、その事業主体の所有者（親企業）に対して直接遡及できないものであるか、いずれかであるからである。」

(2) プロジェクトファイナンスの基本的なストラクチャー



(3) プロジェクトファイナンスのポイント

- ・ 特定事業の遂行のために設立された単一目的会社（SPC）が借入人となる
- ・ 借入金の返済原資を一義的にプロジェクトからのキャッシュフローに求める
- ・ 担保は事業遂行のために必要となる資産・諸契約を基本とする
- ・ 貸手は事業スポンサー（出資者）に対する遡及権が限定されている（Limited Recourse）
- ・ 通常大規模な事業の資金調達に用いられる
- ・ 多数の金融機関が参加するシンジケーション・ローンの形式が多い

(4) コーポレートファイナンスとプロジェクトファイナンスの比較

	コーポレートファイナンス	プロジェクトファイナンス
借入人	スポンサー（既存企業）またはSPC	SPC（プロジェクトカンパニー：新規設立のJV）
返済財源	プロジェクトのキャッシュ・フローを含むスポンサー（企業）全体のキャッシュ・フローが返済原資	基本的には、プロジェクトからのキャッシュ・フローが返済原資
リスク分担	プロジェクトリスクをスポンサーが全面的に負担する前提で「償還確実性」を判断	事業関係者がプロジェクトリスクを分担し、契約によって保全する
与信判断基準	プロジェクトの事業性に加え、親会社の信用力・担保力を重視 プロジェクト審査能力・企業審査能力に依存	プロジェクトの事業収益性や資金繰りのみで判断 融資可能なリスク分担を構築
信用補強措置（担保）	スポンサー（既存企業）の一般資産の中から提供（持込み担保、追加担保、第三者金融担保等） 基本的に事後対応 スポンサー保証または担保処分等により最終的に回収	基本的にはプロジェクトのキャッシュ・フローを諸契約を通じて強化すると同時に、全てのプロジェクト資産・権利（注）を担保として提供 事前分担 注：鉱区権・製品・販売代金請求権・保険金請求権・土地およびその利用権・機械設備建物あるいはそれらのリース権
事業への関与	原則無	一定の管理下に置く（契約書の譲渡等）
貸付条件等	リスクに関わらずスポンサーとの間で相対で合意された一定条件で融資	リスクに応じた融資条件とする 幹事銀行が融資条件の取り纏めを行う
プロジェクト情報収集および審査	事業者の提出資料に基づいて各金融機関が独自に審査し、個別に判断	事業者が幹事銀行に情報提供し、内容については責任を負う 情報は機密契約の元金融団が共有 最終的な資金供給の判断は各金融機関が自己責任で行う
費用	審査費用は金融機関が負担 債券保全措置や担保処分に関わる費用は企業が負担	様々な手数料が必要 直接支払、手数料等により原則事業会社が負担

(5) プロジェクトリスクとその緩和措置

1プロジェクトリスクの内容		リスクの緩和措置
建設期間中	スポンサーリスク	出資義務不履行 貸出実行前の出資金払込み
	工事完工リスク	期限内未完工 完工不能 建設・機器納入業者の既往実績 Full Turn Key契約 完工保証
	コスト/タイム オーバーラン・リ スク	インフレによる 建築資材 人件費高騰 完工遅延による 建中金利 増加 第三者損害賠償発生 Fixed Price契約 建設業者との遅延損害賠償契約 スポンサーによる追加出資義務 予備費の確保
オペレーション期間中	技術リスク	安全基準未達 第三者（コンサルタント） によるテクニカルレポート
	O & Mリスク	運営・保守契約不 履行 操業リスク オペレーターの既往実績 操業保証 機器メーカーによる性能保証
	マーケットリスク 収支リスク	販売（量・価格） リスク→収入減 プロジェクト経済 性悪化 長期供給・引取り販売契約の締結 詳細なキャッシュ・フロー分析
	金利変動リスク	支払利息の増加 第三者（コンサルタント）による ファイナンシャル・レポート
共通	Force Majeure Risk	天災（地震・津波等） 労務関係（ストライク等） その他（疫病・ 化学・放射能汚染） 損害保険によるカバー 第三者（コンサルタント）による インシュアランス・レポート
	政治・カントリー リスク 契約解除リスク	外貨トランスファー 国有化リスク 行政リスク Escrow口座 オペレーション・ノウハウの移転速度 国にとってのプロジェクトの重要性 損害保険によるカバー E C A s、Multilateral

日本は、ブレトンウッズ体制が出来上がるまでは、資金不足の状態でした。マーケットに委ねると、東京の大企業にしか金を貸そうとしなくなり、解消できないリスクは金利を加算していくという方式を取らない限りは地方にはお金が流れていかない方式でした。

したがって当時の大蔵省は全国に均等にお金を配分させるために、行政指導で地方の中小企業に資金が配分されるような仕組み「護送船団方式」をとりました。

ところが80年代以降日本は資金が余り始めて、もはや護送船団方式は必要なくなりましたが、バブルで痛んでしまった後に金融が自由化され、倒産するはずがなかった銀行が倒産するという時代になっています。

これからは、不動産金融あるいはベンチャーなどのリスクの高いプロジェクトに対するファイナンスの仕方は、コーポレートファイナンスからプロジェクトファイナンスという考え方に変わっていきます。

従来はお金を借りるときに、親会社の保証あるいは県の債務保証をバックに資金を集めるということをやってきましたが、現在は、市街地再開発事業や区画整理事業で事業を計画して事業が終わるまでに10年～15年程度かかります。この間何が起るかわからないというリスクがある場合、お金を貸すという冒険は金融機関はできなくなっています。

ただし、プロジェクトファイナンスというかたちで採算性さえ確保できれば、そのプロジェクトに着目し、金融機関が全体のプロジェクトをコントロールできるような仕組みで融資をするようになりました。たとえば原料供給する商社との間で契約をするあるいは不動産投資の場合は、テナントの間で入居保証契約をすると、契約を全部担保に取ります。

金融機関にとって必要なことは、毎年そのプロジェクトから上がってくるキャッシュフロー、税前、償却前の利益がどのくらい確保できるかが償還財源になります。そのためにはプロジェクトから発生するリスクに対して関与しているか、もしくは情報を持っている人たちがリスクを負担するというかたちになります。これを「リスクアロケーション」と言います。

キャッシュフローを生み出すために必要とされる諸契約（インフレ条項がどうなっているかあるいは保険会社との契約、地震保険がついているかついていないか。）あるいは不動産、オフィスビルの場合、テナントとの賃貸契約期間が何年になっているかが問題になります。

たとえばローンが15年で、テナントとの賃貸借契約が7年しかない場合、8年間はリスクがカバーできませんので、金利として上乗せをしていくことになり当然ながら高い金利になっていきます。高い金利ならお金を貸してもいいというのがプロファイとお考えください。

日本経済が右肩上がりにどんどん伸びていく時代は終わり、全体としては安定成長期に入って経済全体が成熟化をしている一方で、バブル経済の残さがいまだに残っています。それは銀行がリスクテイクができないという状況を作り出しているわけです。

一方で、当面の景気対策で補正予算を組むために国は多大な借金をしています。その結果として金融

日本政策投資銀行は、我が国初の開発型メザニンファンドである「都市再生ファンド」を設立しました。

メザニンファンドは、ハイリスクハイリターンへの投資です。通常アメリカでは「401(k)」と呼ばれていますが、年金ファンドがこの役割を果たし全米で80万人の「エンジェル」と言われている大金持ちがハイリスク・ハイリターンの投資家になることができます。

日本の場合はいまだに高い格付けの債券しか取得できないという縛りがあります。high yield marketが金融市場のなかに当然なければならないわけですが、ベンチャーを育て、そしてアメリカの不動産開発を支援していく部分が今のところ日本に欠けています。

たとえばアメリカでは21世紀の次世代の産業としてバイオベンチャーに対して出資をしています。出資をした時点で損金算入を認めて、税制を組み込んでいくために税制の大幅な改革を行い、ハイリスク・ハイリターンのリスクをとって面白いという投資家を育成することが必要です。

もう一つの不動産金融

～コミュニティにおける開発金融～

経済産業省にエクイティファイナンス研究グループがあります。

経済そして不動産市場、金融市場の構造が変わり、そしてビッグバンのなかで銀行自体が変わり、これから違ったかたちのマーケットが出来上がっていく時代の変革期にあるということをご認識いただきたいと思います。

地方債については2006年に事前協議制に移行し、資金調達には市場から調達しなければならなくなります。したがって地方自治体も格付けの取得が迫り、昨年、ある自治体が地方債を発行しようとしたときに大手の銀行に拒否されました。マーケットに対していかに説明責任を果たしていくかということもこれから必要になります。

金融市場は早いスピードで変わりつつあり、市場プレイヤーが日本人だけでなくは必然にならざるを得なくなります。人との付き合い方も変化して、プロジェクトメイキングが大切になりファイナンシャルアドバイザーが必要になってきます。

不動産投資は通常のビジネスよりはるかに多くのリスクがあります。たとえば地震のリスク、市街地再開

発事業や区画整理事業のように十何年も時間をかけていくということになると行政リスクになります。地価が下落をしていくときには経済変動リスクをどう適用範囲としていくかということが必要です。

そういう意味で、これから不動産投資を行うあるいは金融との間でどういう折り合いをつけていくかということになります。

本稿は、去る15年10月15日、当研究所主催の「平成15年度 土地月間講演会」における野口秀行氏の講演内容を録音テープをもとにとりまとめたものです。



当研究所は「不動産に関する理論的および実証的研究の進歩発展を促進し、その普及実践化と実務の改善合理化を図ること」を目的として、昭和34年に、各般の専門家を集めて設立された財団法人です。

【不動産に関する理論的・実証的研究】【不動産の鑑定評価】及び【不動産に関するコンサルティング】の3部門の調和のとれた有機体たることを目指し、本所のほか全国52支所が一体となって活動しております。

編集発行人／理事・調査企画部長 飯田 英明／財団法人日本不動産研究所 調査企画部 © 2004

〒105-0001 東京都港区虎ノ門1-3-2 勸銀不二屋ビル TEL03-3503-5330 FAX03-3592-6393 2004年(平成16年)5月15日発行

JREI Japan Real Estate Institute

不動産調査月報 No312/313 ISSN 1344-8765