



『日銀券(上・下巻)』(新潮社刊)

『周極星』(中央公論新社刊)



どを勉強していたものですが、このLBOの発想やスキームを不動産の投資家を集めるときに使えないか、いわゆる証券化の手法で不動産を売れないかと考えたりもしていました。私はリートのマーケットなどいろいろな債権を証券化して、小口の投資家の運用の選択肢をひろげていくという動きがもつと進んで欲しいと思っています。日本企業の資金調達はどうしても融資が中心ですが、社債やCP(4)の発行など、もつと洗練された市場が育つのを期待しているのです。資金の調達側も運用側も必要性を感じているにも関わらず、なぜ証券化市場が育たないかと常に思っていたものですから、ようやくリートが活性化してきたことがとてもうれしいですね。リートの市場が活性化してくるとキャッシュフローを重視することになり、不動産売買そのものが透明化してくるのです。昔の日本の不動産投資というキャピタルゲイン(値上がり収益)狙いが主でした。安く買って高く



寺澤 日銀がリートを買ったという発想はおもしろいですね。あれだけ当座預金を積んでもデフレ対策としてはブタ積み(効果のない当座預金の積上げ)だったと言われたりしました。流動性の高い資産を増やせば資産のリバランシング効果で商品や土地に影響してデフレが解消する、という当座預金の増強に比較して、リート購入は直接的で強烈な効果があがったと思います。けれども日本では、土地の証券化というのは、基本がキャピタルゲインである間は出来ませんね。アメリカでも証券化に成功したのは1993年以降です。リートは1960年からじまっています。リートは30年以上伸びなかつた。伸びるようになったのは、レーガン大統領が税制でキャピタルゲインを優遇し、経済を活性化させた、しかしそのことで財政赤字が大きくなったのですが、その後年優遇税制を廃止したのですが、その後不動産価格が下がり、S&L、Savings and Loans米国の貯蓄貸付組合)が破綻をしてこれは大変だということで日本の金融危機と同じように金融機関の救済をしたわけです。その出口として証券化という手法

時は不動産市場も非常に停滞していましたので、日銀がリート(REIT 不動産投資信託)のマーケットに買いを入られるとどうなるかと考えまして、その世界をいろいろと勉強しました。私は銀行を辞めた後、一時期アメリカ西海岸などの不動産ビジネスに関わったことがあったのです。たとえばハワイの土地開発プロジェクトでは、ゾーニングをとり、真中にゴルフ場、まわりに住宅やホテルを建てて開発し、分譲するという典型的なリゾート開発ですが、それに日本から投資家と呼ばれる、できれば富裕層を取りこみたいという話がありました。米銀時代、ニューヨークでLBO(レバレッジド・バイアウト)を受け、企業買収の際に買収先の企業の資産を担保にするというスキームな



三軒茶屋(東京都世田谷区)



豊洲二・三丁目地区(東京都江東区)



大手町地区(東京都千代田区)



大阪駅北地区(大阪市)

つていると思います。防災性に問題がある密集市街地を再生させるとか、工場跡地を蘇らせるとか、UR都市機構ではすでに臨海部の晴海や豊洲の再開発などを手がけ、いまは都心の大手町、大阪の梅田北ヤード地区など様々な事業に取り組んでいるところです。

幸田 人口減少や高齢化などいまままでになかった時代を迎えるわけですから、都市に対する国民のニーズも姿勢もいままと違うものになってきますね。

寺澤 世田谷から目黒にかけての住宅地でも事業をやっていますが、いま必要な事業はただ壊して新しいものをつくるというのではない、その地域の安全や高齢者のための施設、育児施設、そして防災機能もたせなくてはならないですね。そういう総合的な調整機能がUR都市機構にはあるのです。

幸田 政府関係の方などにお会いしますと、前向きな発想を持ち、すばやく動く方も大勢いらっしゃる。でも一般の国民

はどうしても国や役所のやり方や結果をただ批判だけして、その場の溜飲をさげて終わり、というのが多いですね。でもそれではお互いに不幸です。これだけの活動をしているのですから、もつとPRしていただきたいし、国民ももつと知ろうという努力が必要ですね。そして単に情報として受けとめるだけでなく、自分もどのように関わっていくかを考えるなど、両者のコミュニケーションをもつと活発にすることが必要です。もしも私の作品などが両者の通訳的存在として役に立てばうれしいですね。

寺澤 ほんとうにそうですね。市民のみなさんと最も密接に係る景観についても、UR都市機構の組織に民間の専門家に入ってもらって積極的にまちづくりのデザインコントロールなどはじめています。たとえば青山の神宮外苑に絵画館へ続く銀杏の並木道がありますね。その青山通りから絵画館を眺めた先に新宿のUR都市機構のプロジェクトがあった。超高層の再開発ビルを建てる予定だったので。しかし絵画館の背景にビルの

頭がでてくるのはよくないと考えて高さを抑えました。景観を優先して採算性を犠牲にしたのです。国会議事堂周辺の高層の建物も問題になっていますが、UR都市機構は未然にこのような問題を解決しています。

幸田 そんなこともやってみようかなというですね。景観というのは大切にして欲しいですね。日本のこれからの重要な観光資源ですから。

これから取り組む証券化とは

寺澤 幸田さんの『周極星』を読ませていただきました。証券化の話、我々も取り組んでいます。平成17年度に、分譲住宅や個人の方に宅地を販売してそれを割賦で支払っていたら、その割賦債権の証券化をやりました。3200億円証券化して市中に2800億円分売却してキャッシュにしました。これは従来型の証券化です。いまニュータウンの事業では、定期借地で土地を貸して施設をつくって



神宮外苑 銀杏並木と絵画館

いただいたのですが、そうするとニュータウンの商業施設の土地はバランスシートにいつまでも載っていくことになりません。しかしこれから10年でニュータウンの事業完了をすすめるためには、10年でオフバランスしなければいけない、そのための手段として事業用借地(事業用定期借地権が付着した土地の所有権、いわゆる底地)を証券化しようと考えて、勉強しています。

幸田 証券化商品の市場は日本でも育って欲しいと思っています。むしろなぜ育たないのか、歯がゆい思いを抱えています。2001年に『日銀券』という小説を連載しました。日銀の金融政策を扱った小説ですが、連載がはじまった当時は本心に厳しい経済状況で、日銀にいろいろなものを買ってもらいたい活性化したいという意見があり、アセットバック(資産担保)の商品がいくつか買われました。当

を使ってからです。救済の中でRTC(Resolution Trust Corporation)整理信託(公社)がその土地、モーゲージ(抵当権)をインカムゲイン(利子、配当収入)で評価をして、それを証券化するときの手法がインカムアプルーチ収益還元法です。日本でも1994、5年です。土地の鑑定評価で収益還元法というのが定着してきて、リートが出てくる道が生まれたということではないかと思えます。UR都市機構の事業用借地の証券化もインカムゲインをベースにやる、徹底してやれば新しい市場ができるのではないかと、いま一生懸命勉強しています。アメリカ並みに証券化をするためには恐らく3つ条件があると思っています。一つはインカムゲインに基づく土地の評価、二つ目は非常に重要な透明性です。証券化対象資産の透明性を担保するものとして格付機関がきちんとみているということですね。証券化のためには格付機関がその土地をきちんと見て、キャッシュフローを評価し、キャッシュフローのリスクに応じてリターンを変えていくような仕組み、そのようなインフラがきちんと定着してこなくてはならないのです。また事業用借地にそれがありませんから、UR都市機構がつくっていか

- 3 LBO (Leveraged buy-out)
買収先の企業の資産を担保に借入れ、少ない自己資金で買収する方法。
- 4 CPA (Commercial paper)
企業が短期の資金調達のため発行している単名・自己宛の無担保約束手形。
- 5 IRR (Internal Rate of Return)
投資した金額に対し投資活動の結果得られる金額の平均利回り実績。