

第6回資産債務改革の実行等に関する専門調査会

日 時 平成19年3月22日（木）10：00～11：45

場 所 合同庁舎4号館 共用第2特別会議室

（八代会長） 本日は有識者からのヒアリングということで、マーチャント・キャピタル株式会社の黒住忠朗代表取締役、それから株式会社インフィニタム・パートナーズの松本代表取締役からヒアリングを行いたいと思う。

それから、財務省からは伊藤委員が座長を務められている国有財産の有効活用に関する検討フォローアップ有識者会合の中間取りまとめ案について、その概要を報告していただく。 それでは、まず黒住代表取締役からご説明をお願いしたい。

（黒住マーチャント・キャピタル株式会社代表取締役） 皆様が相当闊達に議論されているというのは、ウェブ上でもいろいろと確認させていただいており、その中で私自身も当然行政の規制法上のいろいろな制限等も含めて、すべてを理解しているわけではないので、過去6年間に渡って投融资活動を相当規模やっている中での経験に沿って、いろいろな提言ができればと思っている。

お手元の資料では、概念的なものを述べているが、その他についての詳細は質疑応答の中でいろいろと触れていければいいと思っている。

実物資産のオフバランスという観点で、例えば事業法人、あるいは若干半官半民の機関への提案も含めてのこれまでの経験から考えるに、大まかにはオフバランスには2つの流れがある。3ページ目に概略を記載している。基本的に、オフバランスには、まず完全に売り切るという行為と、もう一つは、平易な言葉で言ってしまうと、何らかの形で売却した資産に若干のコンタクトあるいは連携を維持し続ける会計上のオフバランスの、大まかには2種類存在すると思う。証券化という言葉も、例えばここではサブコントロール化という表現を使っているが、若干の資産への関与を、資本の観点含めてオリジネーターである売主が維持しながら会計上のオフバランスを実現するという意味で後者に入ってくる。いずれにしても売り切るか、あるいは後段のような資産への連携を維持しながら会計上でオフバランス処理をするかという2つの大きなコンセプトがあると思う。これは、後ほど本議論でオフバランスに触れていく中で、行政財産でもこのようなコンセプトでオフバランスを考えることにより最も有効な戦略を目指せるのでは、という観点ありきで、提言している次第である。

完全売却というものについて、概略を含めて述べさせていただきたいのだが、これに関してまとめているのが4ページ目になる。

完全売却なので、第一義的には高値で売りたいというのが当然あると思う。高値といっても、ただ単純に高く売るための手段を、例えば入札だとか、複数の投資家を呼んで交渉

上で高値を誘導する、そういった良く見られるアプローチを否定するわけではないが、大事なのは、資産自体を検証し、それに応じてどのような売却方法を充てていくのかという、戦略を講じる、この資産ありきの発想も重要だと考えている。

実質的に、例えば資産の所有者から見れば、あるいは行政資産を保有する所有者としての行政という観点で見れば、売り切るべきもの、たとえば所有するという観点でそのリスクに耐え切れないもの、そのような資産は早々のタイミングで売り切るべきであろうし、資産の各リスクにたいして、所有者としてある程度許容でき、そのリスクというのは当然経済性という観点ではリターンが伴うべきものであるから、そのリターンを享受すべきであれば、一定期間なり保有し続けた後に売却してもよいだろう。保有という観点では、リスク見合いのリターンを導き出す努力をするものであるが、そういった形では時間軸という観点や、あるいはリスクが何であるかという観点で資産を分析する、そしてその売却手法を戦略的に講じる、こういうことが非常に重要だと考えており、この観点で、4ページに3つ大きく書かせていただいている。その1つ目にあるように、資産あるいは資産群の固有のリスクを理解するということが非常に重要になってくると考えている。実物資産への投資では、よくアセットマネジメントという形で言葉を使って、リスク、リターンの見合いをいろいろと議論しているところではある。

このアセットマネジメントであるが、リスク見合いのリターンを、運営の中で吟味してリターンのレベルをあげていく、あるいは隠れた経済性の上振れ要因をみつけていく、つまるところ扱う不動産や資産のバリューアップを図るのが一つの目的になっているものである。これにはいろいろな観点があるのだが、そのバリューアップについて考えていくと、資産自体のバリューアップを図るのに一体どのようなコンセプトを重視すべきなのかという議論が始まるわけで、5ページ目になるが、大まかに不動産資産でバリューアップとはどういった要素があるのかということをもとめさせていただいている。

この4点は、大きくは、資産に直接タッチをしてバリューアップするという観点と、もう一つは資産自体のバリューアップのプロセスを熟考して、その中で、一番いい方法で売却を検討していくといった観点の、2つの概念に分かれる。A、Bというのがその実物にタッチをするという方法、C、Dというのがプロセス上でバリューアップの実現を目指す要素、というまとめ方になっている。具体的な話については、議論の中で詳細な部分が求められればできる限り情報は出させていただき、いろいろな提言をさせていただきたいと思っている。まずは本プレゼンの全体を一通り概括していくことを目指したいと思う。

リスクを理解し、バリューアップ等のアセットマネジメントの検証を実行できれば、次に重要になるのが、3ページ目のB、Cに触れているところであるが、バリューアップの考察の後段にあったプロセスという観点とも連携してくる。単純に言ってしまえば、「誰に」「どうやって売るか」という2つの大きなコンセプトに凝縮される。まずは、売却先を類型化していかなければいけない。この売却先の類型化と平行して、資産の類型化ということも当然入ってくるが、売却先を理解して、彼らがどういう評価手法でアプローチし

てくるのか、ここが重要な検証となる。このような発想無しでは、最も有効な形での資産の売却はできないと考えている。

我々自身が、例えば、小さい事務所ビルを一つ購入し、これをどうやって売ろうかという議論をする場合、単純に考えればそれは仲介業者に渡して売ってもらうという手も含めて様々なアプローチがあるが、いずれにせよ、一つの物件としての資産評価を追うのが通常であろう。しかしながら、そういう小さいビルというものを一つの大きなポートフォリオとして、たとえば10棟ぐらいにポートフォリオ化してプライシングをすると、そのプライシングの結果が、資産一つとして評価をするよりも数段に高い評価となる場合があり、また、そのようなポートフォリオ型の投資を好む投資家が結構な割合で存在する。価格レベルが2割から3割ぐらいかわってくる。こういったことに鑑みても、投資をする人たちのネイチャーを理解するということと、評価手法を理解しておいて、それに対して資産の類型を当てていくと、こういうことが売却のプロセス上、非常に重要な検証の一部となってくるのではないかと。3ページでは、B項にて、売却先を検証し種別と性質を理解しようというまとめ方と、C項にて、売却の手段の検証をしようということ、ここにまとめさせていただいている。

6ページと7ページで、実際、先ほどの売却先、つまり買主はどう類型化されていくか、それから、売却先のプライシング方法はどうか、そういったものは実際どのように援用されているかをまとめさせていただいている。

実質的に売却先といっても不動産であるから、そうたくさんいろいろな買い手がいるわけではない。大まかに言うと、投資家層という類型と投資家層以外の類型ということになると思う。

投資家層においては、これに限られるわけではないが、おおまかに5つに分けられると思っている。生保等の金融機関やREIT等を含めた日本オリエントな投資家層、多くは90年代後半から日本にやって来ているのが北米の投資家層、それに若干遅れて参入して来たのが欧州系の投資家層、昨今増えてきているのが豪州のマネーで、これは後ほど機会があればお話ししたいと思うけれども、LPTという豪州のリートにあたる投資家層、こういったプレイヤーたちが非常に大きな不動産の購買力を実現している。また、アジア系の投資家層、この層は歴史的にはスポット的に日本における不動産投資を実践してきている。

これら投資家層では、申し上げた5つの類型におけるそれぞれのプレイヤーが、いろいろな評価手法、アプローチを駆使しているが、大まかにはそれら評価のあり方やアプローチに性格づけが存在しており、後ほど議論の中で話す機会があればその辺のことも触れさせていただきたいと思っている。

それから、投資家層には分類されない、不動産や実物資産の買い手の購買力もしっかり存在しており、基本的には大まかに次の5つの中に入ってくると思う。不動産デベロッパー、これは非常に強い購買欲を持っている。それから、不動産転売業ということで、昔のような単純転売もいまだ存在するものの、なんらかの経済毀損要素を抱えた物件を購入し、

問題解決というリスクをとるといところで利益をとるとい気の利いた転売プレーヤーが非常に増えてきている。例えば、かつてのような地上げをする時分では、小さいベンチャーのような会社で資金調達をして実践することは大きなハードルがあるものだったが、最近ではこのあたりの与信や資金調達の手法論の門戸が広く開いていて、様々なプレーヤーが地上げという行為を、かつてよりは効率的あるいは効果的に実践している。これらは大きな購買力になっていると思う。

言い尽くされた議論なのだが、不動産の取引では隣地の所有者、これは非常に大きな購買力にはなっているものである。それこそ私の過去の経験上、不良債権の投資に従事していた際、担保処分で山林の原野があり、その担保の処分方法を暗中模索する中、大抵の場合、隣接の土地所有者あるいは近隣の所有者などが購入するところに落ち着くことが多かったことを思い出す。経験的にも隣地というものは非常に強い購買力候補先になるのではないかと思う。これは地縁という言葉でまとめてもよいのではないかと考える。それから、一般的なエンド先、事業法人、個人、これらは、別段不動産の収益にかかわらず、不動産を欲しいという層にもなり、資産の類型に応じて考えるべき購買力だと思う。ただし、あまり大きな購買力にはならないだろう。

最後に、事業法人の副業務的な投資ということで、これは本業以外で安定したキャッシュフローが欲しいという昔ながらの不動産所有ニーズではある。かつてのバブル時代にて、この発想で本業利益を毀損した事業法人も多くあったが、最近では事業法人サイドの不動産の目利きも鋭くなってきており、事業法人による収益投資は引き続き絶えない要請なのだろうと考えている。むろん昔ほどのボリュームではないが、根強くこの収益投資というものが事業法人の財務ニーズで継続していることは特筆すべきことである。事業法人が、バランスシートコントロールの為に不動産売却をせざるを得ないという流れは、かつてほどではないとも感じている。

おおまかにはこういった投資家層以外の、5つの買い主群が存在すると考えられ、個々それぞれいろいろなアプローチを援用するだろうけれども、潜在的な買い主として必ず把握をして、資産のオフバランス先の検討に加味するきだと思っている。

次のページであるが、内容として細かく話していくときりがないのだが、先ほど触れたように、要はそういう投資家層やそういった投資家層以外の買い主たちがどういった評価手法を使うかということをもとめている。オフバランスを検討するときには非常に大事な議論になるべきである。これは私自身がかつての業歴の中で、所属する法人の要請として用いなければならなかった評価アプローチに対する自責の念も含みおいて申し上げるのだが、例えば投資家層から申し上げると、その評価手法は簡単に言えば、ディスカウントというアプローチが原則である。細かい手法論は変わってきたのだが、実は評価の構造的な部分も含めて、一番のキーワードとして懸念しなければいけない。売り先に回って買い主を考える際、特に買主が投資家層である時に、彼らのアプローチに対して、検討せねばならないことは、ディスカウントを主体とするプライシング手法の中に経済のマクロの成長

をいかに見込むことができるかどうかという点である。残念ながら、大抵の投資家では、マクロの成長を見込むにしても賃料の値上げ要素を内部的に支障がない程度で、現時点の価値をベースに織り込むのが限界であり、あるいは、まったく見込めない投資家も多い。たまにメディアに見られる投資家による購入のCap Rateも、高く宣伝しようとする投資家も存在し、市場はその投資家が安く買っているということの評価しようという傾向もある中、資産が大幅に安く購入されてしまっているという事実を放念しているのは残念なことだ。マクロの成長に水を差すような意見すらもつ投資家が日本にも存在することも非常に残念なことだ。

ほかのいろいろなファクターもあるが、例えば鑑定評価という議論でも顕著な側面がある。鑑定評価というものは、当然その土地の賃料の値上がりとかも見込む場合もあるけれども、そこはなかなかほとんどの事務所さんがアグレッシブにはいかない。鑑定評価が投資家にとってどのように使われるかという、大まかには2つしかない。不動産の買値の裏づけをとるため、もう一つは出口の価格の裏づけをとって、そこからディスカウントでパーチェスプライスを計算するための、この2つの援用方法である。

当然同じ鑑定評価だったら、買い受けのときに鑑定評価を裏付け書類として使う方がいいのではないかという議論はあるけれども、実際そこは例えばある不動産に対して鑑定評価をとって、同じ評価になることはほとんどない。つまり出口で鑑定評価を使う投資家でも、鑑定評価の行程で適正な範囲で良い評価を得る為に、様々な物件に関わる議論をもち、リーズナブルな範囲で価格を決定する、そこから利回りに応じたディスカウントしていくというアプローチをとるところもある。ディスカウントのアプローチでも、出口価格にマクロ成長を、できる限り加味しようとするアプローチであり、単純にディスカウントするプレーヤーが多い中、評価すべき姿勢だと思う。いずれにせよ、その場合の鑑定評価は一定の目線で固有の不動産の要素を実務の目線で加味したものになっており、よい価格となる可能性が高い。一方で、買い受けの購入価格に対する鑑定評価の援用を使うような場合では、それは買値の裏づけとればいいので、投資家の買値はおよその場合将来価格に比してディスカウントを加味したものではあるから、評価の実践でもぎりぎりまで詰めることはないところではある。つまり、ぎりぎりの議論により評価をきめるモチベーションが低くなる。例えばキャップレートの議論をすれば、この指標は、それこそJ-REITで言うと買い受けの資本コストと強く連動しており、たとえば金利が上がり資本コストがあがれば、購入のキャップレートも上がらざるを得ないだろうから、内部の投資委員会にかけるときにある程度高いキャップレートでないと通らないわけである。そうすると、そこがコンサバになってしまうので、どうしても鑑定評価上ではその制限が出てきてしまう。結果、鑑定評価は低い価格となる可能性が多くなる。

こう見ると、買いで使おうとも出口で使おうとも、実は鑑定評価の煮詰め方次第、評価のアプローチ次第によっては、価格というのは非常にまばらになってしまうという事実があると言えるのではないだろうか。

自身が不動産の売主として、様々なプレーヤーとの折衝や議論の経験から言っても、マクログロース、日本が今後2%ずつ成長していくだろう、3%ずつ成長していくだろうという要素を評価に折り込んでいる投資家というのは、私が知る限りでは非常に少ない。それが恐らく投資家にとっても内部の規制や利用する資金源の制限によるジレンマであるかもしれないが、日本がこれからそれだけ伸びるだろうということを純粋に信じて投資を行う人たちというのは、これは多分少ないと思う。日本の投資家でも、利用する金種が海外の保守的マネーであることが多く、結果的には良い価格を達成しないまま売買が行われているケースが多い。

当然、さはさりながら、そういう成長にベットをするプレーヤーも存在するので、買主を相手にアプローチをする場合、相対峙する投資家かどうい目線をもっているのかという点をしっかり議論するべきである。有名な投資家であれば、そのプライシング手法というものは、およそ市場の情報として流布しているものだから、収集するべきである。いずれにしても、売り先の用いる価格評価手法というものは、売主として理解してしかるべきと考えている。

一方、投資家層以外の買主群においては、基本的には価格のセオリーというものはないだろう。ただし、ある程度理屈をつける必要性は誰ももっているものなので、売主としてはそういった観点からも、価格評価というのはこういうふうに行うべきではないのか、などという誘導を心がける必要性がでてくるかもしれない。

オフバランスを検討するときには、このような価格評価手法という議論を必ず理解しながら進んだ方がいいと考えている。

ちなみに、現状の市場における価格づけの実践という観点では、いろいろな制約が存在するのも事実である。たとえば、ご承知のように、不動産投資には信託受益権というものがあって、信託銀行の不動産へのアプローチというのは、現状、非常に制約的であり厳しくなっている。これは恐らく行政の指導もあるのだろう。違法建築の受託などが問題視された経緯などの中、受託の流れが過去3年の中で急速に保守的に変わってきており、信託スキームを使ってもプライシングが伸びないというような状況も出てきている。もちろん、価格というものは様々な観点でストレッチする努力はするべきで、信託の保守的姿勢が大きな足かせにはなっていないものの、実務レベルで取引の流れに信託銀行がついてこれないという状況が現状見受けられる次第だ。一方、信託の仲介部門は、非常に積極的な姿勢で市場の流動性を高める努力をされている。

他にも、実取引という観点で流動性を阻むいろいろな問題があるので、ここはオフバランスを検討するとき、売却という観点で必ず検証するべき議論だと思う。

さて、最後に冒頭触れた2つの大きなオフバランスのカテゴリーのもう一方の議論をしたいと思う。3ページのB項だ。サブコントロール化という言葉を使っているが、次のような議論となる。

資産を売却するときに、例えば完全に売り切ってしまう、売り切ってしまうえば、その売り

切った資産がその後バリューアップされて大きなリターンを得るときに、そのリターンが当然享受できなくなってしまう。売り切った資産、リスクが耐え切れないから売り切った資産、だけれどもリターンが発生するときのその一部は享受したいあるいはすべきという考えを合理的に説明づけられる場合に、オフバランスという観点で会計上の5%ルールを遵守しながらも、投資構造の一部に資本を入れて取り返すという発想、あるいはその資産のアセットマネジメントの引き受けを通して経済性を取り返す、という発想がある。アセットマネージメントを売主が受ける場合には、会計上、税務上問題ないことを検証する必要はあるが、アセットマネージメント以外の手法でも、何らかの形でベンダー・フィーを享受しえる投資構造内の機能として、売り先たる購入の投資ストラクチャーに参加することは多種に検討できる。アセットマネジメント業務の対価には、これは皆さんもご承知だと思うのが、売却をしたときのアップサイドの一部をプロモーションという形で取り返す手法が存在する。米国ではプロモーションがある率を超えてしまうと、会計上の連結対象あるいは真正売買の否定だとする会計認識も存在するが、日本では、例えばキャピタルゲインの40%ぐらいまでをアセットマネージャーが享受することは、こういった会計上の疑義の議論にはならないと言われている。

戦略的にか、あるいはリスク見合いで売却した資産のその後の経済性の一部を取り返すための、売主の参加型の、買主の投資ストラクチャーという観点で、記載しているサブコントロール化という言葉を使っている。もちろん、繰り返しになるが、法務・税務・会計の観点での検証が重要だ。

例えば、行政財産の中で公園などを想定すると、行政の公共利用のための財産であり、さすがに民間に売ることにはできないかもしれないし、そもそもフィーという概念も発生していないアセットではある。ただ、例えば行政が公園を借りるという賃料を発生させ、その賃料見合いで、言ってみれば行政がテナントという観点に組み替えて、投資商品としてオフバランスするという発想があるかもしれない。私が投資家としてそういったものに投資をするかどうかといえば、投資の観点で様々な検証はするものの、行政がテナントという観点では喜んで検討すべき与信だと思う。そういう安定的な収益を生んでいるものにつくりかえて売却をするということを当てはめえる行政資産が存在するかもしれない。ただし、それは当然行政がコントロールしなければいけないから、この観点で、先ほど申し上げたようなアセットマネジメント、あるいはプロパティマネジメント、維持管理という形を通して、行政が擬似的にコントロールをしえる仕組みをつくることができるのではないだろうか。このような戦略的な仕組みに適用しえる資産を移しかえていくことによってオフバランスを達成する、こんな検討も面白いのではと考える次第だ。

ちなみに、このサブコントロール化の流れだが、実際、かれこれ過去五、六年にわたって、もしくはさらに長きにわたって、不動産デベロッパーがバランスシートを圧縮する際に、実践してきていることではある。証券化もしかりである。

9 ページだが、完全売却、あるいはその中でもサブコントロール化してもいいのではな

いかという発想、こうした実践をどのような概念で行うべきか、ということを経営者にまとめている。完全売却するようなもの、あるいはサブコントロール化の中でもリスク見合いで持てないものをまずオフバランスして、ただしキャピタルゲインの一部を享受しえるシステムに乗るべき資産、これは中ほどのフローで、一番下のフローが安定した収益を生むような資産だが、とりあえず行政財産のコントロールをきかせながら売却する、などという概念のフローとなる。例えば、こうした資産の累計ごとの戦略をたてて、一旦まず連結対象の第三者機関か何かに資産を移行してから、戦略的にオフバランスを図っていければ、時間軸を考慮でき、より経済の極大化が狙えるのではないかと思う。

また、これは単純にオフバランスを達成するだけではなくて、第三者機関を通して投資運用を実践していく中で、行政サイドにそういった投資の運用のノウハウも蓄積するだろうという副次効果も考えられる。これは組織づくりも含めていろいろな議論が必要であろうが、ウェブを見させていただいたら何か国策の投資会社というご発想もあられるようにお聞きしているので、そういったものにつながる話なのかもしれない。将来的な体制作り、機関作り等の行政の目標にもつなげればとも考え、この最後のページを用意してみた。

以上が私からの提言である。

(丹羽議員) 6 ページにある実物資産への投資意欲を持った買い主層の種類なのだが、今、こういう日本、欧州、豪州、アジア、北米と見た場合に、どの投資家が日本の実物資産で一番ウエートが高いか。

(黒住マーチャント・キャピタル株式会社代表取締役) その投資家にとっての投資バランスの中で日本のウエートが一番高いところは北米であり、まだ依然強い。

(丹羽議員) 投資家層というのはどの国の投資家層が一番たくさん日本の実物資産に投資しようとしているか、あるいはしているか、どのぐらいパーセンテージか。

(黒住マーチャント・キャピタル株式会社代表取締役) 私が申し上げた5つのエリアでも、そのエリア内の投資家によって分配率が変わるが、北米系は高い投資比率志向を持っている。北米以外の投資マネーの中で、日本への割り振りは、6割から7割という事実はあると思う。

(丹羽議員) 北米系が圧倒的に多いということか。

(黒住マーチャント・キャピタル株式会社代表取締役) 圧倒的に多い。ただ、今、欧州系、また、急速に日本への投資の比率を上げてきているのが豪州のLPITの投資家層。LPITとはオーストラリアのリートなのだが、ただオーストラリアのリートというのは一過性という可能性もあるかもしれない、ある一定のタイミングから市場から引くという可能性もあるので、永続的という観点では私どももまだちょっと目測が立たない投資家層ではある。そういう意味での永続性も含めて言うと、北米系と2番目に欧州系というのが根強く強い購買力を日本に対して持っていると思う。

(丹羽委員) アジアはそれほどないのか。

(黒住マーチャント・キャピタル株式会社代表取締役) アジアは一言で言うと、恐らく

マーケットへのアプローチ手法が古いあるいは旧来的なコンサバティブな面を抱えている場合があり、買い切れていないというのが実情だと思う。ただし、購入のステップに乗れると、逆に振れてとんでもない価格で買っていくという場合があるので、彼らのアプローチが整理されてくると、一気に強い購買力になる可能性があるのではないかと思う。ただ、マスで見たときにはまだ大きい購買力にはなっていないのではないか。

(丹羽委員) それから、投資家層というのは大体利益が出れば売り逃げをするところもあるのか。

(黒住マーチャント・キャピタル株式会社代表取締役) そういうところは多いが、最長で10年ぐらい持つような投資家層もいる。

(丹羽委員) この投資家層以外の買い主群というのは、実物資産の活用を考える人という理解でよいか。

(黒住マーチャント・キャピタル株式会社代表取締役) 運用欲よりも所有欲だと思う。所有欲が強い人たちがいる。その人たちは利回りレベルも非常に低い。だから、大変強い投資家、ただ巨額の資金は動かさないため、そういう意味で、大きなオフバランス処理という観点では、その層は、たとえ不動産デベロッパー業でも購入者の対象には入らないと思う。

(富山委員) 今の丹羽委員の質問と若干関連するが、結局今の議論で言うと、値段はディスカウントレートの逆数になる。ある意味では資本コストの逆数になるが、うちの資産売却もちらちらと顔を出したが、中東系が今出てきている。中東系は、ある意味では資本コストがただである。掘ると出てくるわけである。彼らはどんなビヘイビアなのかということが質問である。

それから、やや今の議論とかぶるが、私も10年ぐらい前は不良債権売買に若干関与していたが、当時評価手法の売り手と買い手の大きな非対称性があった。売り手側が割と伝統的な不動産鑑定で相変わらずやり、買い手はどちらかというとな現代的な、ディスカウントキャッシュフロー的なことをやっていた。その辺の非対称性というのは、今の日本では大分実際問題として実務をやっている人たちの間で解消されているのか。実際あのころ例えば裁判所の競売って必ずしも機能していなかった。妙に競売最低価格が高かったり安かったりしてということが多くあったので、その辺はどのくらい改善しているのかということも教えていただきたい。

(黒住マーチャント・キャピタル株式会社代表取締役) 1つ目のまず中東系のお金から言うと、アジア系の一部と言える、先ほど申しあげたように、なかなかアプローチということでは日本に対して一定のアクセスをもちえていないので、そういう意味ではディールごとに強い購買欲になる時があれば、弱い時もある。それから、これは通常の民間の売り手の議論で行政財産のオフバランスという議論ではないかもしれないが、例えば北米系のお金が現在持っている物件とか、あるいは日本系投資家でも非常にコンサバティブな金融機関がファンド参加しているような場合、もしくは慎重な事業法人が持っているような資

産の売却では、中東系というのは金種の属性を解明するのがそう簡単ではなく、どうしてもマネーロンダリングの観点から、中東マネーに売るのは難しい、という場合もあるようだ。

私どもの今やっている会社では、これまでの投資家に見られるスキーム作りではない、新しい形態を実践しているのだが、簡単に言うと、投資アセットに応じて最も有効な資金調達をしていく手法をとっている。そこでは投資家あるいは融資家を呼び込むというプロセスがある中、我々の投資家としての情報を聞きつけて、中東マネーがアプローチしてきたこともある。その時も、金種の属性に不明点が多く、基本的には断った。いろいろな議論点もあるので一概には言えないが、中東マネーは、まだまだ大きな購買力にはなっていないと思う。将来的には、もちろんわからない。ちなみに、欧州の不動産売買には、この中東マネーというのが非常に大きい力を持って活躍しているとも聞いているので、このあたりの情報の整理がされると大きい力になるのかもしれない。

それから、2番目の評価の問題だが、まだ売り主の方はその評価手法に100%長けているとは言わないまでも、かなり精通してきていると思う。それは鑑定評価者のノウハウレベルも恐らく上がっていると思う。ただし、これはもう一つの良い意味だろうが、環境的に入札などが続いてくると、当然価格をストレッチするというので、売り主の方の意識も変わってくる。以前はわからなかったが、ある程度の目線があるだろうという観点や、あるいはブローカレッジの方ももうちょっと価格を釣り上げられるのではという観点で売り主に迫るので、そういう副次的な意味も含めて、いわゆる評価のアンバランスというのは大分解消しつつある。逆に今は多分売り主の方がとんでもない価格をまず言ってきて、買い主がそれに対して努力をして合わせていくということの方が多いのではと感じている。

3番目だが、これは競売等も含めたところであろう。競売の最新のものは見てないが、私は前職、競売投資プログラムを運用していた。その経験で言っても、おっしゃられるとおり、競売の3点セットと言われる中での鑑定評価は、その割引率も含めて所管の地裁によってバラバラである。バラバラなので、特に売買がたくさん起こっている所管の3点セットの鑑定評価は、例えばこれは多分地裁ごとに監修されておられると思うが、非常に高い。取引ボリュームが多い地域では、最低売価が、鑑定評価からの割引にて1割ぐらいしかみておらず、売買が矮小な地区では、必然的に7割という基準であるならば3割減で最低売価が発表され続けているということになるだろう。私が知り得る範囲では、そこら辺の評価システムはまだ統一的にはなっていない。地裁というか、所管レベルで評価のアプローチが変わってくるのではないかとはいっている。

(伊藤委員) プロセスによるバリュアアップとはどういうことか。単純に売らないということか。

(黒住マーチャント・キャピタル株式会社代表取締役) 先ほど申し上げたことだが、まずポートフォリオ化という戦略を申しあげると、一つの単品の資産に対して一つの評価というもの、これは当然あるのだが、投資家によっては、小さい資産が群になった場合、資

産が単体の時の評価手法よりもアグレッシブになるケースがある。例えば小さい事務所ビル、今だと東京で大体キャップレートという観点では5%ぐらいで買って行く。それは小さいビルだから5%ということである。これが大きいビルだと、マーケットでご承知のようにキャップレートが4%を切るぐらいのレベルで買って行く場合も多い。その4%というものに小さいビルの資産評価を近づけるために、小さい事務所ビルを、およそ同規模で、同じような立地レベルのもの、たとえば10棟、ポートフォリオとして商品化する、すると、その事務所ポートフォリオは、4%に近いキャップレートで取引されることになる。プロセスによるバリューアップという表現は、そのような売却手法の様々なアレンジメントを含みおいて申し上げた次第だ。

また、実は触れたかったところだが、時間軸も大事である。例えば、これも不動産の実物のサイクルと投資家の購買欲のサイクルは必ずずれているので、価格の下降曲線時にも積極的に投資をする投資家もいる次第だ。そういった時間軸の検証をしておけば、単純な現状有姿の売却でも、極大化した価格で売れるもので、そういう時間軸の発想もプロセスの吟味では必要だ。

(伊藤委員) タイミングということか。

(黒住マーチャント・キャピタル株式会社代表取締役) そのとおりである。

(八代会長) 次に、松本代表取締役からのヒアリングを同じような形でお願いしたい。

(松本株式会社インフィニタム・パートナーズ代表取締役) 産業再生機構に発足当初から3年半ほどおり、その間に数件の事業再生をやっている。それ以前は主に不動産の投資とか融資、また各種の金融再建に対する投資とか証券化といったようなことをやる米国系の投資会社にいた。現在は独立して事業価値の向上だとか、または事業再生をお手伝いする、そういう会社をやっている。

事業の運営とか組織の改善、その中にある不動産等の資産の売却、または事業の売却、逆に設備投資、それから、買う側に回って不動産投資、または事業の買収といったあたりの経験に基づいてお話をさせていただく。そういうプロジェクトの進捗を図っていくときに、非常に実務的な話になっていくわけだが、関係者の利害とか、それから過去の経緯とか、そういうことが障害になるケースというのは、これは民間の会社でも非常によくある。そういう状況のときに、それでもプロジェクトを進ませるために、何がポイントになるかというのを2つ挙げておきたいと思う。まず1つは実際進めていき、そのプロジェクトの成果を出すことに対して、明確なインセンティブがあるチームというか、組織というか、そういう人たちが実務を仕切るといふこと、もう一つは売るにしても、それから証券化をするにしても、流動化する対象の事業や資産に対して、売り手側の立場で十分なデュー・デリジェンスを行って、その実態を詳細に至るまで把握した上で最善の売却の手法を選択するという事ではないかと思う。

これはその対象となる資産が金融資産であっても不動産であっても変わりはないわけだが、不動産の話については、今も詳細な意見があったし、財務省の有識者会議などでも既

にかなり具体的な議論がなされているように、ウェブサイトや報道などでも拝見している。今日は不動産というよりも公的な事業のことについて少し実務的な方法論というか、そういった話をし、あとはトピック的に公営のバス事業のことについて、一例としてお話をさせていただく。

不動産のようなハードアセットにしても、それから事業の価値を評価するという場合においても、これは今も話がキャップレート何%といった話が出ていたが、収益還元によって価値が求められるということはお案内のとおりである。その事業を評価する場合と不動産を評価する場合の大きな違いというのは、もちろん事業の評価の方がより有機的というか複雑であって、経営戦略的な変数であるとか、また事業運営の上手、下手といったことによる変数が大きいということにあると思う。

多種多様に存在する公的な事業をどういうふうにして客観的な手法で解析をして、その経済的な最適化を図るのかという実務をちょっと1枚目に書いたが、民間の事業改革とか再生とかを行うときの手法等と基本的に何も変わらないわけだが、必要なことは企業単位、事業単位でデュー・デリジェンスをやるということになるわけである。

そのときに、一番気をつけないといけないのは、デュー・デリジェンスというファクトファインディングというか、いろいろな事実関係を確認していくそのプロセスを中立的な外部者が行うということである。組織の中において、過去の経緯、セクショナリズム、その他いろいろなしがらみにとらわれざるを得ない立場の人がいわば自己申告的にデュー・デリジェンスをやっても、信頼に足る結果というのは出てこない。そうすると、結果的にそれをもとにしてつくられる事業の改革の計画、または資産の売却の計画というのも、客観的なものになり得ない。

デュー・デリジェンスというプロセスは、会計士であるとか、または弁護士であるとか、戦略コンサルタントといったような存在の方々がそのプロフェッショナリズムをかけて、専門的かつ中立的な仕事をするということであり、そのことが結果的に合理的な事業改革計画や資産売却計画の上で必要となるコンセプトであると思う。そういうデュー・デリジェンスをベースとして、各種の事業に関していろいろなフェーズの事業がある。再生フェーズ、成長フェーズなど、いずれにしても改革が必要なフェーズであるとしたら、改革計画が策定されることになるわけだが、その計画の中で肝になる部分は、その事業についてのサステナブルな事業戦略ということであるが、その事業戦略を実行していくために必要な資産や事業分野、これは中核資産・中核事業として残されて、さらなる集中の対象となっていくということになるわけだが、それ以外の資産や事業分野は売却したり清算したりということになる。

もちろん業務上の価値は高いが、ハード的にも価値が高くて、所有しているか、所有していないかということにかかわらず事業ができるというような場合には、リースバックをするというようなことも考えられるし、また売ると低い値段でしか売れないが、事業に対する専門性がその組織は低くて、内部者では有効な打ち手がないというような場合には、

その資産または事業を所有したままでアウトソースをするというようなことがソリューションになるというケースもある。公的な事業の話をしているわけだから、それを民間が取ってかわってやるのが容易な事業があれば、これは恐らく民間への売却という扱いはなされるべきだと思う。

デュー・デリジェンスについては、いろいろ広範な意味があるわけで、デュー・デリジェンスという言葉自体がひとり歩きを始めている感もあるが、ちょっと簡単に種類分けのなことをしたのが2ページである。ビジネスデュー・デリジェンスというものをやるのは、これは主に戦略系のコンサルティングファームということになるわけだが、財務デュー・デリジェンスというのは会計士の仕事、法務デュー・デリジェンスというのはもちろん弁護士の仕事、さらに不動産デュー・デリジェンスというのは、不動産鑑定士、または類似の会社がたくさんあり、今ではかなりの量を一举に引き受けることができるぐらいの受け皿が大量の不良債権投資などを通じて国内にも培われてきたというふうに考えている。もちろんこういうデュー・デリジェンス全体を取りまとめるジェネラリスト的な立場の人、これがチームをまとめるということに通例はなるわけだ。

産業再生機構は41件の案件を行ってきたが、一番多かったのが旅館で、細かい旅館なんかも含めて9件あったが、その次に多かったのがバス会社で、3件あった。昨今のいわゆるバス会社、観光バスとか乗り合いバスとか、いろいろあるが、主に乗り合いバスの会社の経営環境というのは非常に厳しいということである。

ちょっと4ページを見ると、イメージ的に書いてあるが、1970年に乗り合いバスというのは100億人全国で乗ったが、昨今では40億人程度になってしまっており、その間に世帯当たりのマイカーの台数というのが逆に2倍以上になった。

少子高齢化の時代になって、少子化というのは、これはもちろん悪い影響をバスの経営という面に及ぼすわけだが、一方高齢化というのは結構高齢者の方はバスに乗られるケースが多いので、これはいい影響があるのかなというふうにも思う。一方、女性でこれから高齢者になる方々が運転免許を持っているケースというのはだんだん増えていく傾向にある。また、昨今の経営環境からは、燃料費の高騰といったような問題があり、これがバスの料金に転嫁できないというような問題も抱えている。そういう厳しい経営環境の中で、民間事業者の多くの会社がコスト節減に乗り出して、一定の成果を上げている。

5ページでは、民営と公営の比較を出しているが、そこにキロ当たりの原価が記載されている。民営の会社はキロ当たりの原価が376円、これに対して公営が733円ということになっている。原価の内訳では、人件費の乖離が民営と公営とでは非常に大きい。結果として、公営の事業者というのは事業者数で28あるが、これがすべて赤字である。

キロ当たり収入という方を見ると、公営が608円で民営が361円だから、これは公営の方がより街中の方を多く走っているということになる。街中を走るということは、1キロを走る時間が余計にかかることになり、キロ当たりコストで示すとある程度高くなることはやむを得ないわけだが、単純に民間がやっているコストで公営のバスを走らせることがで

きるようになったら、一体どのぐらい採算がよくなるのかということを見ると、相当な数字になる。

こういったような問題について、処方箋というのはある意味明らかで、6ページに書いているが、民営化になるわけだが、具体的に先ほどの話にもつながるわけだが、そういうときに各公営事業者に対してデュー・デリジェンスを行った上で、民間への事業譲渡とか、またはバスの路線を段階的に民間に譲渡するとか、そういったことが計画されることが望ましいということなる。また民間に譲渡しても赤字になるような、余り乗客がないが、生活路線としてどうしても必要だというような福祉的な路線に関しては、民間に事業委託をすると、こういうことがソリューションになると考えられる。

民営化が実現するということが公的な財政に対して効果があるということは明らかだが、一方民間のバス会社にとっても活性化に大きな効果をもたらすことになると思う。公営のバスを民間が走らせたなら、一体幾らのコストになるかというのは、すぐにはわからないが、仮に5ページに書いてある公営のキロ当たり原価733円というのを500円で走らせることができたと考えてみると、赤字幅390億円というのは330億円ぐらいの黒字になる。したがって、700億円ぐらい採算が好転するわけである。そういうことで、民営化をされたバス会社を受け入れる民間のバス事業会社というのは、新たに300億円を超える利益を手にすることができる。バス会社というのは上場しているバス会社などを見ると、その事業価値が利益の7倍ないし8倍だから、二、三千億円ぐらいの新たな事業価値が民間のバス事業会社にもたらされ、さらに地域の交通手段の持続的な発展につながられていくということになると思う。

バス会社の方は示唆的な意味で取り上げたトピックだが、私からの話は以上である。

(富山委員) これは私が一緒にやった仕事の関連でわかってきた話だが、バス会社の再生を彼が担当でやったのだが、そのときにデュー・デリジェンスを第三者である我々がやった。

そこで自己申告というのはどうやってもバイアスがかかる。自己申告で正直に自分の会社はどうもうかって、どんなにひどいかとか、民営化した方がいいかなどを、例えば地方自治体に幾ら自己申告でやらせても、本当の実態は申告しない。そういうふうインセンティブが働いていないからである。したがって、逆のインセンティブが働く立場から客観的にデュー・デリジェンスをやらないと、こういう実態というのは浮かび上がってこない。

結局、これも最後はディテールの勝負で、抽象論でいってもだめで、当該公企業体、ガスでも水道でもバスでもいいが、具体的にそこに切り込んでいって、実際何十人という人間を動員して内容を実査しないと、その実態は浮かび上がってこない。当然、守る側は逆に情報を独占しているため、したがって勝負にならない。また、我々は大体入るときには、どの案件でも既に何らかの再生計画がある。それは当事者がやっているものである。そうするとそれは全然使い物にならない。

それが大体毎回の経験則であり、したがって、第三者的な視点から内容を実査する。こ

の場合は財投機関になるのかもしれないが、財投機関の資産内容、実際の運営内容というのを実査するという事は、絶対に必要である。私は基本的には、とりあえず一旦は自己申告という方法をとってもいいが、自己申告的なものを検証するデュー・デリジェンスをやる仕組みを用意しておかないと、それがなければやりたい放題だから、そういう仕組みは絶対必要ではないかというのが今日の教訓のような気がする。

(丹羽委員) 富山委員が言うように、私もそのところを聞いたかった。要するに相手は高く売りたいし、片方は安く買いたい。これは利益がいつも背反するわけである。デュー・デリジェンスについては各々の事業分野のプロによるチームを構成しないと、この事業分野に余り精通していないチームであると、幾ら技術や知識は豊富でも事業分野のことがわかっていないと、なかなか読み切れない。あるいはディスカウント率にしても何にしても、事業の将来性にしてもそうである。そういう意味で、今回の官の資産の売却のときもデュー・デリジェンスとか、いろいろなことをやると思うが、どのようなチームを率先していったらいいのかということは非常に大きいと思う。

それで、だから弁護士としては優秀だとか、何とかといっても、どの分野に精通しているかということをやほど考えていかないと、デュー・デリジェンスが失敗に終わるケースが多い。だから、日本の官に対する信頼度というのはどのぐらいか、要するに官に対する信頼度がどれぐらいかによっては、相当厳しくデュー・デリジェンスをやらなきゃいけない。

お二人とも大変な経験者だが、この官のときにどういうチームを組んだらいいと思うか。第三者、透明度の高い制度から考えて、過去の経験から見て、外国の企業でこういうものに対して精通しているチームがいいのか、日本の企業でチームをつくった方がいいのか、どういうチームが最もデュー・デリジェンスにふさわしいと思われるか。

(富山委員) 再生機構のときもそうだったが、そういう人材がマーケット全体にいないか、今は多分いると思う。むしろただそういう一流の人材を集めようと思うとそれなりのお金が必要になる。再生機構の場合、それを最初500億円持っていた。500億円持っていたので、あるケースは会計事務所から、あるケースはインデペンデントでやっている人間、あるケースは外資からという形で、毎回、毎回人を我々も精選していた。しかし、むしろいるかいないかというよりは、例えば私でも丹羽会長でもいいのだが、だれを選ぶかという選ぶ側の能力の問題がそこではクリティカルである。要はプロでないとプロのことはわからないから、例えばバス会社を松本代表取締役役にやらせる、これを誰にやらせるということが必要である。比較的割とライト・アサイメントができているので、それがちゃんとできる人間をコアで何人かそろえておくということが私は鍵なような気がする。

ある程度、マーケットの中のレピュテーションというのは実際にあるので、最後は固有名詞である。Aさんはこの分野が強いが、Bさんはこの分野が弱いと、最後はどんどんミクロになっていく。そうすると結局、頼む側がこのプロフェッショナルの世界で、どれだけ固有名詞でみんなの能力を知っているかということに、最後はなるような気がする。

(丹羽議員) 都心の土地だったらこの人とか、田舎はこっちだとか、そういうことか。

(富山委員) もうそのような世界である。最後は固有名詞である。

(野村委員) デュー・デリジェンスの話であるが、私はこの会議の1回目のときは、当然デュー・デリジェンスをやると思っていた。だから、デュー・デリジェンスを誰が頼むのかということによって出てくる結果が違うので、頼み方を間違えると、結局自分たちに都合のいいものしか出てこないという趣旨の発言をしたように記憶している。今日の段階でまだデュー・デリジェンスをやるかやらないかみたいな話が出ているのは、正直言って少々びっくりしているところがある。これは当然やるものと決めて進めていただき、実務的に今まさに丹羽議員がおっしゃられたような形で、どういうふうにデュー・デリジェンスのチームを組めばいいのかという、そこのレベルのところを議論してほしい。

少し申し上げさせていただくと、法務のデュー・デリジェンスは、どちらかというところコンプライアンス上、例えば違法な契約等が積み重なっていないかといったことや、あるいはガバナンスが利いているかということを見るので、事業の特質というよりは、どこに行っても似たような形で契約書をひっくり返すという形の作業になる。ただ、公営的な企業のデュー・デリジェンスについては、いろいろな財政上の規律や法制度など、普段の民間企業とは違ったルールのもとで営まれているので、そういう点ではある程度これをきっかけに研究しながら、勉強しながら、専属的に何件もやっていくというような形で、ノウハウを蓄積する必要があるとの印象を受けている。

そのため、直感的には8割ぐらいは民間企業と一緒に思うが、プラス2割の部分のところまで研究と努力あるいはそういった専門性を高めるという作業が必要と考えている。

(翁委員) 私も、この公営バスのケースというのは産業再生機構で勉強して、どこも共通した問題を抱えているという問題意識を持っていた。これは本当は市場化テストを適用するがふさわしいと思っている。市場化テストも公的部門の精査というのが自己申告という問題がある。やはり市場化テストもうまく活用しながらこういうものを進めていくとすると、デュー・デリジェンスをどう工夫して補完していくかとか、そういったこともあわせて考えていく必要があるとの印象を持っている。

(桜内委員) そのデュー・デリジェンスについて1点と、あともう1つ、計2点伺いたい。松本代表取締役、あるいは富山委員に伺いたい。1つ目のデュー・デリジェンスで、まず1ページ目に「独立かつ中立な外部者」というところを強調されているが、産業再生機構の場合について、どちらかというところ、私はよく産業再生機構の実際の仕事を間近で見ることがなかったので、まさに素人なのだが、買い手側のデュー・デリジェンスのように見える。そういったあり方がいいのか、あるいは産業再生機構のデュー・デリジェンスに問題がなかったのかという点と、あるいはそれとつけ加えて言うのであれば、今回この専門調査会で議論の対象となっている政府資産なり、あるいは政府の事業、独法の事業等考えていくときに、政府としてはもちろん売る側なので、そういった場合にどういったデュー・デリジェンスをやっていくのか、独立かつ中立というものをどう確保し、かつまた売り手

側の政府の利益を守っていくのか、というところに関するお考えを伺いたいというのが1点目である。

2点目は、参考までに伺いたいという程度である。後ろの方で公営バス事業の話があるが、民間と公営の比較で、先ほど話の中にあったとおり、民間のバス事業といっても結構補助金など出ていると聞く。ここでの数字で原価というところは、そういった補助金の部分についてはどのぐらい折り込まれているのか、あるいは全然折り込まれていない数字なのかという点を確認したい。

(松本株式会社インフィニタム・パートナーズ代表取締役) 最後の質問だが、ここでは、補助金を折り込む前の数字である。民間の会社が補助金前の段階で、このコストで走らせて236億円という赤字を出している。この236億円という赤字は、基本的には補助金で賄われるということになっていく。

(八代会長) この資料は公表資料か。

(松本株式会社インフィニタム・パートナーズ代表取締役) これは公表資料である。「全国のバス事業」という、日本バス協会が出されているものからとっている。

(富山委員) 1点目の質問だが、我々のデュー・デリジェンスというのは、割と微妙なデュー・デリジェンスであって、買い手であり売り手である。まず2年以内、3年以内に絶対売らなければいけないという宿命を背負わされているので、当然買うときには出口を意識しなければいけない。そういう意味で買い手であり、ほぼ同時に売り手の視点でデュー・デリジェンスをやっている。普通の買い手の感覚とは違っている。

どこが違っているかという、ある意味で我々が公的使命を負っているという点が挙げられる。その他、メインバンクと一緒に残って再建するというモデルになっているから、我々が出した事業価値評価は、事業内容をどこまでよくできるかというのを折り込んでいいる。普通のプライベートエクイティファンドがするよりは、高く買っているかもしれないが、それはあくまでも、例えば松本代表取締役なり何なりが入って行って、ちゃんと事業内容を改善して、ここまでよくなるという前提の計画を組んでいるので、結果的に非常に中立的なデュー・デリジェンスになっている。

ただ、ポイントは、どこまで買い手側に振るか、売り手側に振るかというところは、例えばディスカウントレートの調整や、改善要素をどこまで折り込むかということである。前提となるファクトファインディング、実態としてどうであるかということに関しては、それはベースが同じでなければいけない。デュー・デリジェンスの最大の目的というのは、まず前提事実として、例えば200の路線があって、そのうちのどれだけが赤字であって、その赤字の深さがどれだけか、あるいは路線別のコストのようなものを把握するということであって、これはもう売り手も買い手も同じ事実で立脚して議論するわけである。したがって、デュー・デリジェンスで一番肝心なことは、まず事実を知ることにあるわけで、その後のディスカウントレートをどうすべきかというのは、これはある意味では立場の違いの対立なわけだから、むしろだまされるポイントであり、ファクトのところを隠さ

れてしまう。だから多くの場合ファクトがわからない。それで、後で実際、事業譲渡を受けてみると、何だこれはというのがいっぱい出てくるケースがほとんどである。多分デュー・デリジェンスの本当のポイントは、その事実をどこまで認識できるかということだと思う。

確かに法務の世界というのはユニバーサルなのだが、事業にかかわる事実というのは、勘どころというのがある。その事業を知らないとわからないところがあるので、そこはかなりわかっていないとだまされてしまう。

(野村委員) 法務の関係で、今のご質問の関係について私の知るところをお話しさせていただくと、確かにファクトの部分、契約書も見えていくと、これは依頼者が誰だからといっても、それは違法の契約があったものは違法だということを見つけなければいけない。ファクトファインドの部分では、売りの方に入っても買いの方に入ってもデュー・デリジェンスをやるときは全く一緒である。ただ、私が懸念していたのは、例えばこういう形で事業を展開していくために、今契約は結ばれていると説明を受けたときに、それが何か行政法上これからできるとかできないとかという、何か解釈の幅があるようなものが出てきたときに、そのことは解釈上できないからやっていないという説明が来る。いわゆる解釈問題が出てきたときに、本当はできるのにみんなができないことにしておこうというところで動いている場合があり、じりじり詰めて、突きつけていけばできるのに、やりたくないからできないことにしておこうと、法律上できないというコンサバティブな解釈にしておこうというロジックになっている部分を打ち砕いていくのか、それともそれに乗っかるのかという部分が若干ある。そこはこの財投機関の場合には特にあるのではないかと考えており、そこを懸念していた。一般の民間の場合には、余りそういうことはない。

(伊藤委員) 有効利用で資産価値を活用するというので、例えば賃貸借契約で貸しビル、あるいはマンションを作るとする。そうするとものすごく基準法が複雑であって、私は基準法の専門家なのだが、とんでもない失敗があったのは、隣地斜線と採光の窓の量とで、本来ベッドルームにしたかったのだが、ベッドルームにできないというようなことが後で精査していくとわかる。そういうことは、ファクトファインディングのときにどういう整理をするのか。我々の議論は更地を売るときのおおよそどれぐらいが最高活用できるか、相当細かいことを考えなくてはならない。

(富山委員) 我々の関連で言うと、むしろディテールで引っかかるのは、今日の話は事業系の話なので、例えば労働基準法の問題であるとか、あるいは社保の問題とか、そうとところでやってみたら引っかかるというケースは結構ある。それから、あとは、やっている途中で「まちづくり三法」ができるという話になったりした。

(伊藤委員) 都市計画は必ず、売り出す前に突然容積が変わったり、地区計画ができたりする。非常に大きい。

(富山委員) そのとおり。変わるということがわかったので、一部は物すごく加速して、大慌てでやった。

(伊藤委員) それも大きいリスクか。

(富山委員) そう思うしかない。むしろ実際かかわっている人間がそのときにどれだけ機動的に動くかという、結局やっている人間の労力と、やはりインセンティブの問題なのだと思う。

(伊藤委員) おっしゃるとおり、格好のいい先生ではなく、プロが必要である。そこが要である。

(丹羽議員) 最後は、サブジェクト協議になるのか。

(富山委員) それがわかっている場合にはサブジェクトはつく。

(丹羽議員) 瑕疵担保クローズとか。

(松本株式会社インフィニタム・パートナーズ代表取締役) 要は瑕疵担保条件なり何なりをつけてしまえば、そこで経済性が確定しなくなる。

(丹羽議員) 政府がやるのだから、うそを言ってやるわけにはいかない。わかっているところはきちっとオープンにして、透明度を高くやらないといけない。それは民間とは違って、非常に透明度高く、うそをつかないで、必要であれば瑕疵担保クローズをつけてやることになるだろう。

(黒住マーチャント・キャピタル株式会社代表取締役) 今、伊藤先生のおっしゃった基準法とは、若干違うのだけれども、基本的に買う前とか売買が成立する前段階に、やはりデュー・デリジェンスをやる中でチェックはできる。それよりも、要は複雑な許認可の内容を理解している人たちが、少ないのである。

(伊藤委員) いないのである。

(黒住マーチャント・キャピタル株式会社代表取締役) 設計会社でもかなり卓越していないといけない。

(伊藤委員) 本当のプロでなければならない。

(黒住マーチャント・キャピタル株式会社代表取締役) もっと言うと、今の更地取引には結構穴があって、住宅ディベが更地を検討するときは、ほとんど住宅で検討する。

(伊藤委員) そのとおり。

(黒住マーチャント・キャピタル株式会社代表取締役) 投資の観点からいくと、実は経済的な毀損がかなりのレベルで起こっていて、住宅ディベに、ある人が更地を売るということで、住宅ディベとしてはボリュームチェックをかけて幾らと設定して提示して、売主もその方向で進むところだった。ここで、例えばオフィスに切りかえて更地価格を計算し直すとする。オフィスというのは当然占有率が落ちるのだが、賃料との見合いほか、様々な要素を加味して計算すると土地の価格が相当に上がった。ある案件では5割も上がった。そういう部分で実は更地の取引をするときには、多角的にみていかないと、安値で売ってしまう可能性は大きい。

(伊藤委員) そのディテールは相当大変で、例えば住宅地域として法律で決めているところだと、これも後で調べてわかったのだが、事務所床が制限される。ところが事務所床

が制限されていても、そこで地区計画をかければ事務所床を上げることができる。

(黒住マーチャント・キャピタル株式会社代表取締役) 地区計画は時間がかかる。

(伊藤委員) しかし、その地区計画もスピードがだんだん短くなっている。そうすると、3年後に売却しなければいけないというときに、3年で地区計画をかけるとする。そうすれば事務所床は上がる。それを最高の有効な売却予定価格にしようとする、そこへリスクができる。そのリスクを一体だれがとるかである。そういう話も入ってくる。

(黒住マーチャント・キャピタル株式会社代表取締役) そのときに、さきほどプレゼンで申し上げた内容にもなるが、行政として資本リスクを取りきれない場合は、一旦会計上オフバラをする案があると思う。自己資本をいれてポジションをもちつつも、会計上オフバランスになるように他人資本を折り込む。そして行政管轄で第三者機関などのなんらかの機関がアセットマネジャー化して、フィーとキャピタルゲインをプロモーションでもとるようにすれば、経済的毀損はそれほど大きくは起こらないはずだし、高い資産リスクの投資ストラクチャーにも参加できる。

(野村委員) 今日の議論は、実物の問題と事業の問題とをやはり分けた方がよいと思う。実物の問題で1点、伊藤先生にお伺いしたいところがある。例えば土壌汚染とかああいうもの、いわゆる基準法ではなくて、ERに寄って立つ部分がある。あのあたりの信憑性や整合性はちゃんととれているのか。

(伊藤委員) 例えば高知県ではある質の土壌が通るかもしれないが、神奈川県では通らないとか。そういうことは幾らでも出てくる。

(野村委員) 事業の面に関しては、特に財投機関について、中心的に幾つかピックアップしてでも、早急にデュー・デリジェンスをやっていただきたいと思う。

(八代会長) 次は財務省の方から、国有財産の有効活用に関する検討フォローアップ有識者会合の中間取りまとめ案についてご報告をお願いしたい。

(藤岡財務省理財局次長) それでは、お手元の資料に基づいてご説明申し上げます。

私どもの作業は、昨年7月の、いわゆる「骨太方針2006」で方針が既に定められている。郵政株式等の民営化株式を含め12兆円を見込むということである。そのうち、特に不動産等については、未利用国有地、これは通常のもの納財産等の売却で2.1兆円。庁舎で0.5兆円、宿舍で1.0兆円という極めて明確なタスクが既に与えられている。

それを受けて、伊藤先生を中心とする有識者会議というものを設けており、これは18年1月に23区内の宿舍を検討するため発足した、伊藤先生をはじめ各般の専門家を中心としたチームである。

23区内の庁舎、これはやはり霞が関、大手町を含めて、1番の関心事項であり、今まさに議論が行われているところである。それを受けて、23区外の宿舍については、今後検討する予定としている。23区内の宿舍については、青山であるとか、あるいは三番町、四番町、そういった23区内にある土地にある宿舍について、既に昨年の6月、売却収入の目安が5,000億円程度ということで内容を決定している。

もう一つ、大きなテーマということで、23区外の宿舎については、東京に限らず札幌、仙台、福岡、大阪、名古屋あるいは横浜、千葉等を中心とした物件についても、現在まさに議論中である。

まず23区内の庁舎、いわゆる霞が関、大手町を初めとした庁舎であるが、これは339件すべてにつき詳細な資料の開示を受け、現地視察、省庁ヒアリング等を実施し、また幅広い団体等から意見を聞いて、現在活用策を検討しているところである。

有効活用策を検討するに当たり、まず、基本的な視点が必要であると考えている。もともと歳出・歳入一体改革の中で、昨年の7月の資産債務改革の議論に出ている財政健全化の視点、これは既に明瞭な、宿舎、庁舎で売却収入の目安1兆5,000億円というタスクが定められ、まさに実行のときを迎えている。また、庁舎であるから、利用者利便と業務の効率性、特に中央省庁を中心に危機管理能力、それからまちづくりと景観、特に、これは自治体との関係もある。さらに、民間的な手法を活用しながらやっていくという5つの原則というものを議論してもらったところである。

次に、23区内の庁舎移転・再配置の時間軸である。平成27年までの10年間に売却収入の目安5,000億円ということが、私どもに与えられたタスクである。ただ、これは非常に時間のかかる作業である。この3月30日に桧町の防衛庁跡地に新たな民間ビルが開業する。この話は、まず昭和62年に防衛庁の市ヶ谷移転が決まり、市ヶ谷に防衛庁の六本木庁舎を移す作業があった。それを受けて平成12年、防衛庁の移転が終わり、平成13年に売却したのであるが、地区計画の設定等非常に時間がかかった。結局、防衛庁が移転してから7年かかり、やっと新たな民間ビルがこの3月30日にグランドオープンするというところである。

また、金融庁、会計検査院、文科省が入居する中央合同庁舎7号館であるが、これも都市再生プロジェクトを国として決めたのが平成13年であり、入居が行われるのは来年の1月である。これも7年かかっている。時間は待ってくれないが、我々はやはり、なるべく早く、迅速に、できる限りの売却収入を上げることを目指し、全力を上げて取り組む必要がある。そこは有識者会議の先生方から、大変に叱咤激励を頂戴している部分である。

本日は専門家の先生方が多いので詳細は省略するが、超えるべきハードルはたくさんある。都市計画法、建築基準法において、国は今、地方分権のもとでは、基本的に一地権者の立場である。その為、こういった話はむしろ東京都庁なり千代田区役所、港区役所によくよく説明し、景観の問題をクリアすることに始まって多種多様な手続を経ていく必要がある。今すぐにも始めなければならないという状況である。

続いて、霞が関に関してだが、大事なことは、有効活用の指針づくりであると認識し、明瞭な原理原則をもって明瞭なタスクを与え走っていくことである。その際に、やはり細部にこだわって、一つ一つ明白に進める為の議論を伊藤先生以下、専門家の先生方に御議論いただいているところであるが、やはり霞が関は中央省庁であるから、危機管理能力、有効活用、景観と調和したまちづくり等々、非常に重要である。都市計画上、一団地の官公庁施設とって特別な規制がかかっている地区であり、500%の容積率であるが、18.0万

平米の容積がまだ余っている。もちろん容積の移転等の問題はあるが、この容積をどうするかという問題が非常に重要である。今、余っているのは外務省を中心とする地区で6.9万平米、それからこの4号館と財務省で5.9万平米。それから、内閣府で4.8万平米、ここを容積率活用する必要がある。

ただ、容積率はやはり移転も必要であり、この中でのブロックに囲まれているものについて、もう一度地区計画を作り直す必要がある。もう1点危機管理、これはいろいろな意味があるのだが、保有水平耐力を中心とした耐震性の評価値というのが出されており、1.0未満では、いわゆる震度6強で倒壊し、又は倒壊する危険があるが、このような建物が実は幾つか存在している。容積率と耐震性といった意味で、やはりこうしたところが優先的な検討対象であり、なるべく早くやる必要がある。他方で、例えば、法務省の赤レンガであるが、先人の作った歴史的な建築物であり、やはり中央省庁として街並みというものも考える必要がある。ところが、今その街並みを考えるのは、まず千代田区や都であって、区や都がいろいろ考えていることに我々は意を払うべきという状況である。

大手町は、東京国税局が入っている合同庁舎3号館、それから、気象庁の庁舎があり、ここは現在いわゆる都市再生特区に指定されている関係もあって、容積率が1470%。したがって、未利用容積が10.5万平米と14.9万平米と非常に多くある。これをいかにすべきか、かつ経年も相当経っており、こういった問題も含めて対応をすることとなる。ここは言うまでもなく民間の需要が非常に高く、地価水準も高い為、できるだけ余剰地を出していく。その際にいろいろな信託・証券化、コンペ方式等の検討もする必要がある。他方で、もとより公正透明な手続ということについても求められているところである。

それから、築地の海上保安庁の海洋情報部、これは戦前の海軍以来の土地である。この土地であるとか、あるいは新宿・若松町に恩給局等が入っている総務省第2庁舎等がある。こういった土地についても、未利用の容積、あるいはやはり耐震性の問題もあるので、どうしていくのか検討を要する。

ただ、非常に悩ましいのは、土地があって経済的な価値があるものの、例えば海洋情報部というのは、海底火山が爆発するのを24時間ウオッチしている。さっきの気象庁についても、地震、津波、台風すべての天災を把握する為、全国の情報センターを通じて、コンピューターが稼働している。移転するときには、その数日間に地震があってはいけないわけであり、非常に円滑な移転が必要である。業務を停止させないで、都市計画上の問題などをクリアしながら、やはり財政当局としては、できる限り早く売却収入を上げる見地もある。こういったものを解いていく必要があるため、非常に詳細な議論を要する。

あと、法務局の出張所あるいは税務署等の施設等についても、ワンストップで法務局、税務署に行けるようになるべく合築化させたいし、特に国だけじゃなくて区役所との合築も検討すべきである。更に昨年、国有財産法を改正して、行政財産も民間貸付できることとなったので、場所が余った場合、民間貸付というのも当然オプションに入っていると思う。

次に、いわゆる会議所、研修所等々の施設に関する指針であるが、23区内の宿舎で麻布であるとか、青山の六本木の宿舎などの廃止が決定したが、引き続き、これらの施設についても今洗い出している。基本的には利用効率があるかどうかを確認し、行政の用途としてその施設がその場所にある必要がなければ、廃止していきたいと考えている。

これも、3月の中間報告で議論を整理して、6月の最終報告で決着させようとしており、各省と調整をしている。

もちろん一つ一つ見て、国の施設として必要な施設については残すものが出てくるが、まずは、必要だとしても、こういった土地にある必要がないという施設については出さしていきたい。例えば書庫等が多く存在するが、これも例えば湾岸といった所などにまとめればいいのではないかと、こういったことも今やっている。財務省として、国有財産総括権というのはあるものの、これまであまり踏み込まなかった各省庁所管の行政財産ではあるが、現在各省と調整中である。3月の段階ではこの資料の通りであるが、この中からまた6月ぐらいまでに出させて頂く。

それから、移転・再配置計画であるが、先に述べたように円滑な移転というのが重要になる。台東区のハローワークが突然、半年間休業というわけにはいかないで、非常に細かな作業が必要となる。

実は23区内の宿舎というのは、昨年6月に、各省庁含めて23区内で325の団地を、107と約3分の1にするという、約4,860億円の売却可能な土地の捻出というのを公表したが、それと同じく、23区外の宿舎についても同様な枠組みで、地方でも伊藤先生の有識者会議と同じように、例えば名古屋であれば名古屋大学副総長もされた奥野信宏先生を中心として名古屋の市役所等を含めてチームをつくっており、地方有識者会議として実施している。これも各府省の出先と調整中である。例えば、土地の有効利用を図るための宿舎は法定容積率で見た場合5割未満であるとか、あるいは老朽化といってもRC造の場合は40年だとか、いろいろな基準をつくって今移転・再配置を検討している。

今言ったような計画において、あとはPFI、PPP的な手法も検討している。そういうことで「基本方針2006」の売却収入の目安を達成する為、現在作業中であるということ報告する。

以上である。

(伊藤委員) では、ちょっと補足を行う。

我々は実務部隊であり、かなりスピードアップして対応している。実は、この問題は、小泉総理の最後の宿題であった。それを有識者会議で受けて進めている。その後に経済財政諮問会議でこの委員会ができた。

大体3,500億円が23区での売り上げ収入、1,500億がその他全国の売り上げ収入で、地価高騰もあるので、3,500億は今のところ、霞ヶ関を余りいじらないで何とか捻出できそうな感じである。

つまり言いたいことは、これからあと、霞ヶ関をどうするかという問題である。この問

題は、単なる行政府だけの問題でなくて立法府、司法府にも関係する。それから、わずかであるが民間の土地も存在する。それを入れながら、国として、国家の中枢機能整備を世界に遜色ない状態にするという国際的視点も持ちながら、中央政府のあるこの場所をどう評価するか、するべきかがこれからの課題になる。霞ヶ関地区の検討では、景観問題の観点、それから地震対策の観点も重要である。一方ではとにかく売ってしまえという意見もある。こういういろいろな流れを全部念頭におきながら、霞ヶ関地区の有効活用を考えなければならない。私はこれはもう、単なる売却の問題ではなくて、霞ヶ関をどうすべきかという国家的課題として考えている。総理直々のご判断をいただかなければならないと思っている。そういう覚悟で私はこれからやってみようと思う。以上である。

(野村委員) かねてから、伊藤先生がおっしゃるとおり、立法府、司法府、これを巻き込まないとだめだというのは、この霞ヶ関の問題もそうであるが、地方に行くと裁判所が一番いい土地を、しかも単独で利用している状態である。これが本当に必要なのか。諸外国の裁判所は決してそうではない。先進的な国では民間の施設の中に裁判所が入っているところもある。そこまで行けとは言わなくても、せめて合同庁舎の中に裁判所が入るということを前向きに考えなければ、地方の土地の有効利用というのはできないはずである。ところが、そういったところを、恐らく私が言っても全然だめだろうが、伊藤先生がおっしゃってもだめだというのは、ちょっと壁が高すぎる感じがする。ちょっとした発想の転換で可能になるような気もするので、一度なぜだめなのかということヒアリングして、しっかりと議論したいと思う。

(八代会長) 他にご意見がなければ、ここで終了する。どうもありがとうございました。