

2

Feb 2005
no.055

月刊 **プロパティマネジメント** PROPERTY MANAGEMENT

不動産証券化時代のビル・不動産マネジメント情報誌

特集 流入続く外資マネーの行方

外資系企業が描く 日本市場の未来図

本誌注目!! 外資系企業の投資スタンスの力点と方針を探る

J-REIT上場インタビュー ニューシティ・レジデンス投資法人

特別企画 まちづくりに活かせるファンドマネー

不動産金融レポート シンガポール、香港：注目を集めるアジアンREIT

地域密着型プレーヤーのまちづくり戦略

01 京都不動産投資顧問業協会

(街並み・歴史保全)

歴史・文化資産の再生と地方都市での不動産ビジネス・モデル構築に向け京町屋の証券化に挑む

町屋ブームのなか、過去最高を更新する京都観光

京都中心部の書店に入ると、店頭付近には必ず京都観光に関する多くの雑誌やムック本が平積みされている。そのなかで、近年、一際目立つのが京町屋をコンバージョンしたレストランやバーを紹介するガイドブックである。いま、京都は、大変な“京町屋ブーム”なのである。ちなみに、そのなかの1冊をみると、レストラン・バーなどの飲食店が137軒、物販ショップやギャラリーなどが28軒、合わせて165軒が紹介されている。このほか、賃貸住宅として改造された町屋の数は不明だが、200軒以上の町屋が、装いを新たに“平成版京町屋”として蘇っているのだと想定される。

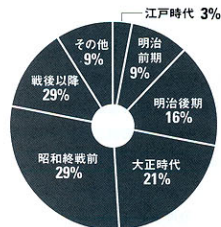
昨年、京都の観光客数は4,374万人を数え、3年続けて過去最高を更新している。SARSの影響による国内旅行の復活や京を舞台にした大河ドラマなどの要因もあろうが、修学旅行の京都離れのなかでの観光客伸張は、女性を中心とした個人客の増加に他ならない。京町屋ブームもその潮流のなかで

生まれた現象に違いないだろう。

ところで、その京町屋は、間口が狭く奥行きが深い、俗に言う“うなぎの寝床”状の形態を採るが、大きな商家や間屋など、仕事場(店)とプライベートな奥を別棟にした表屋造(おもてやづくり)、住居専用の仕舞屋(しもたや)、西陣地域で見られる、奥に吹き抜けの仕事場(機場)のある織屋建(おりやだて)などのタイプがある。これら種類の違いはあるが、基本構造は、間口2間(約3.6m)で、大戸(一部が滑り戸になっている)を開けると、土間が奥まで続いており、表側の「店庭」と「走り庭」に分かれている。「走り庭」には「おくどさん」(かまど)、「走り」(流し)、井戸などが並び、その上部は2階天井までの吹き抜けで、風の通り道の機能を果たしている。座敷は土間に沿って縦に「店の間」「中の間」「奥の間」と続き、「走り庭」のさらに奥に廁がある。

京都市では、1997年～99年に「京町屋まちづく調査」を行っており、調査対象とした上京、中京、下京、東山の中心区だけで、京町屋は約2万8,000戸が現存している。建築時期は、

図表1 京町家の建築時期



出所「京町家再生プラン<5>」(空間まちづくり)

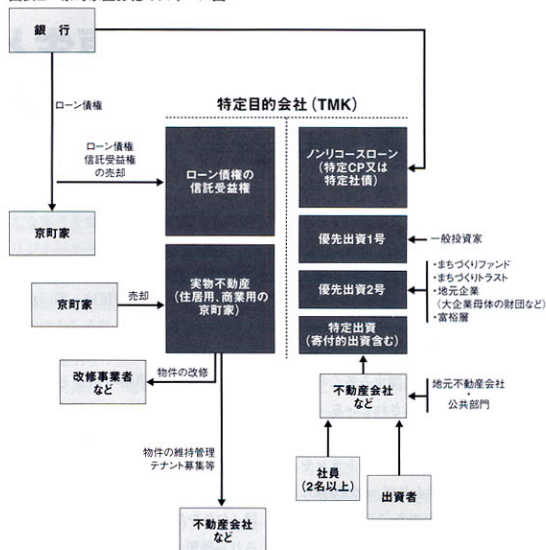
江戸時代が3%、明治時代25%、大正時代21%、昭和終戦前29%と古い建築物が8割を占めており(図表1)、空き家も約1割に及ぶと言う。

国交省・京都市の京町屋証券化研究会に参加

前述のように、京町屋ブームで沸く現在、大型物件ともなると、ほとんど日も置かずに、かなりの高値で売却されてしまうようだ。

京都市では、こうした事態について、必ずしも歓迎してはいないようだ。それは、「加熱したものは必ず冷める」との危惧があるからだ。3万軒にも及ぶ京町屋を将来に亘って「保存・再生」していく観点に立てば、京町屋の再生は、ブームの終焉後もなお持続させて

図表2 京町家証券化のスキーム図



いかねばならないテーマであり、そのためのスキームが求められているのである。そのスキームの一つとして不動産証券化手法が使えないかということで、現在、京都市および京町屋の保存・再生に関わる京都市内の団体等が実践的な活動を開始している。

京都市内の一般不動産投資顧問業資格者が組織する有限責任中間法人「京都不動産投資顧問業協会」(加盟13社)も、この活動の実戦部隊として、京町屋証券化にむけて精力的に物件情報の収集・取得に動いており、現在、同協会専務理事である株ハチセ(代表取締役西村孝平氏)が東山区に店舗用1物件を取得、さらに北区でも他のメンバーが1物件の取得に目途をつけているという。しかし「証券化コストを考えると、高収益の大型物件を含め、少なくとも4、5物件をまとめなくてはならない」(同協会理事長、株都ハウジング社長岡本秀巳氏)とみている。

同協会では、実はすでに同協会理事の株フラットエージェンシー(代表取締役吉田光一氏)が所有していた社員寮用アパート1軒を、03年6月に証券化している。とりあえず、実践体験を積もうということで、TMKをピークルにして5,000万円を集め、1年後の04年に4.6%の配当を行った。しかし、同協会の本命は、京町屋の証券化にあり、フラットエージェンシーでは、本社の隣地の京町屋を取得・改築し、宿

図表3 分析にあたって想定する京町家の姿

	住居用	商業用	高収益物件
敷地面積 (㎡)	80	80	120
延べ床面積 (㎡)	120	120	180
路線価格 (円/㎡)	200,000	250,000	400,000
賃貸料 (円/月/㎡)	1,500	1,800	3,000
改修費 (円/㎡)	100,000	50,000	50,000
		(半額はテナントが負担)	(半額はテナントが負担)

泊所兼用の体験館「風良館」として活用するなど、京町屋活用へのPRに努めてもいる。もっとも証券化への意思を固めるにおいては、国土交通省や京都市等が開催した「京町屋証券化の勉強会」に、同協会からも委員として参加したことが大きく影響しているようだ。

複数のシミュレーションで証券化の可能性を探る

この勉強会は、国土交通省の「地方都市再生に向けた不動産証券化活用の事業調査」の呼びかけに、唯一、京都市だけが応えたことで実現したものだ。国土交通省、京都市の関係部署職

長い年月にわたって京町屋を維持・再生していくには 不動産証券化手法を導入することがベストです。



京都不動産投資顧問業協会

左より、
麻ハチセ西村孝平氏
株都ハウジング岡本秀巳氏
株フラットエージェンシー吉田光一氏

員のほか、(財)京都市景観・まちづくりセンター、NPOの京町屋再生研究会、京町屋情報センター、そして、不動産投資顧問業協会が参加した。勉強会は、03年10月～04年3月にかけて開催され、その可能性についてシミュレーションをした結果が、04年3月、国土交通省総合政策局によって報告書にまとめられている。

この報告書では、証券化の実現可能性を探るために、多角的に条件設定してシミュレーションをしており興味深いものがある。詳細は伝えられないが、京町屋証券化の可能性を見出すことはできそうだ。図表2は、そのスキーム、図表3は、シミュレーションにおいて、想定する町屋のタイプと賃貸条件、改修費等をまとめたものである。これにみるように、京町屋は敷地25～30坪の小規模な建物であるため、複数の京町屋をまとめる形で証券化することが前提となる。証券化における初期コストもできる限り抑えることが必要で、とくにアレンジフィーを問題視しているが、その価額を大手金融機関の最低ラインとされる3,000万円をベースに、1,000万円、500万円へと減額したケースも含めて、物件数、物件タイプの変動で内部収益率（IRR）がどうなるかを探っている。

その結果として、京町屋証券化の可能性をみるポイントは、アレンジャー費用の圧縮、高収益物件の有無と住宅

Interview

京町屋がブームになる背景には、定期借家法の成立が大きなインパクトを与えています。それまでは、他人に貸したら戻ってこないということで空家のままに放置していたり、100坪、200坪の町屋の場合は、マンションに建て替えたりしていたのですが、いまでは、リフォームして貸したり、若い人のなかにはマイホームとして、京町屋を新築する例もあります。

私どもの協会は、不動産証券化を地方都市でも手がけることを目的に設立しました。第1号の証券化は、仲間うちでの実験のようなものでしたが、新聞紙上にそれが紹介された折に、第2号は京町屋での証券化にしたいと述べたところ、多くの方が投資したいと連絡してきました。そ

の点では、投資資金についてはあまり心配はしていません。

京町屋は規模が小さく、地震リスク上の問題もあり、証券化には馴染みにくい建築物ですが、何とかよい物件を確保したいと、情報があればすぐに現場にいくチェックをしています。京都市も、情報提供などで協力してくれます。京町屋の証券化第1号ということで、よい商品にしなければという想いもあり、住民も所有権の移転に抵抗感があるなど、なかなか物件が固まりませんが、定期借地権方式も含めて検討しています。地元金融機関もノンリコースローン融資を検討してくれるということで環境は整ってきていますので、速からず、証券化第1号商品を組成できると思っています。

物件と商業物件それぞれの組入れ数、篤志家的投資家による劣後出資の有無にあるとしている。結論的な言い方をすると、少なくとも商業用も含めて5、6物件の町屋をまとめ、篤志家的出資者やボランティア的なアレンジャーの協力を受けられるならば、京町屋の証券化は可能ということである。

なお、報告書では、実物不動産に加えて、京町屋ブームで融資されている事業ローン債権も加えた資産構成にすることによる可能性が指摘されている。地元金融機関にとっても、大きな意味を持つことであり、京町屋証券化の展望も大きく開かれるものといえよう。

京都不動産投資顧問業協会のメンバーは、この報告書を生かすことを念頭に、前述したように実践活動に入っている。京都市も情報提供などで側面からの協力を惜しまずにいる。京町屋の住民の80%は高齢者であり、空家1割としても3,000戸レベルにある。このままでいけば、一部の商業資本の対象として生き延びるだけで、大方は廃墟と化してしまうに違いない。しかし、普通の京町屋に証券化の道が開ければ、歴史的・文化的な遺産の保存・再生活動が金融商品を生み出すことにほかならず、その意味するところは、社会的投資としても極めて大きいといえる。