

三井不動産寄付講座
「不動産証券化の明日を拓く」
教育研究活動のご紹介

東京大学公共政策大学院特任教授
内藤伸浩

1



スタッフ

金本良嗣	東京大学公共政策大学院教授 (東京大学大学院経済学研究科教授)
毛利信二	東京大学公共政策大学院客員教授 (国土交通省大臣官房政策評価審議官兼秘書室長)
内藤伸浩	東京大学公共政策大学院特任教授 (社団法人不動産証券化協会 上席主任研究員)
中川雅之	東京大学公共政策大学院特任教授 (日本大学経済学部教授)
吉田あつし	東京大学公共政策大学院特任教授 (筑波大学大学院システム情報工学研究科教授)
来間玲二	東京大学公共政策大学院特任助教

(内藤)

次に私の方から、本寄付講座の教育研究活動の内容を、簡単にご紹介申し上げます。

まず金本教授をリーダーに、ご覧のような6名のスタッフが、本寄付講座の教育研究活動にあっております。

寄付講座運営委員会メンバー

金本良嗣 (委員長)	東京大学公共政策大学院教授	都市経済、公共経済学、交通経済学
森田 朗	東京大学 大学院法学政治学研究科教授、政策ビジョン研究センターシニア・フェロー	行政学
井堀利宏	東京大学公共政策大学院教授	財政学、公共経済学
中里 実	東京大学大学院法学政治学研究科教授	租税法、財政法
柳川範之	東京大学大学院経済学研究科准教授	契約理論、金融契約

またご覧のとおり、不動産証券化の関係各分野を専攻内容とする教授陣によって、運営委員会を構成し、講座運営の管理監督・指導助言にあたっています。

寄付講座による昨年度の授業科目と成果

不動産証券化概論

事例研究(不動産証券化と都市地域政策・問題分析)

事例研究(不動産証券化と都市地域政策・政策分析入門)

事例研究(不動産証券化と都市地域政策・解決策分析)

下記論文は、ポリシーリサーチペーパーシリーズとして、公共政策大学院のWebサイトにて公開

『都市交通を中心としたまちづくりの効果—日暮里・舎人ライナーにみる政策合意—』

『Roadmap for PFI Road—道路維持修繕事業を対象としたPFI導入可能性分析—』

『青森市市街地活性化のための現状分析と提言』

さて昨年度は、ご覧の4科目が、本寄付講座の授業として行われました。そして、そこでの学生たちの研究成果が、ご覧の3つのリサーチペーパーにまとめられています。大学院のWebサイト上に公開されておりますので、興味のある方は、ぜひアクセスしてみてください。

寄付講座による今年度の授業科目

夏学期配当

事例研究:政策分析入門
「都市地域政策と社会資本ファイナンス」

事例研究:問題分析
「都市地域政策と社会資本ファイナンス」

冬学期配当

展開科目:経済分野
「不動産証券化と社会資本ファイナンス」

事例研究:解決策分析
「都市地域政策と社会資本ファイナンス」

5

そして今年度は、ご覧の4科目が開講されています。

ここで、科目名の中に、いずれも「社会資本ファイナンス」という言葉が含まれていることにお気づきのことと思います。このコンセプトは、本フォーラムのテーマとも、非常に密接な関係を持っておりますので、その意味について、簡単にお話ししたいと思います。

「社会資本ファイナンス」概念のポイント

※英米における類似の言葉: Infrastructure Finance

①政策判断+投資家・事業者の目利き



民間投融資が公的資金投入の条件

②プロジェクトベースの資金調達

主たる引き当ては、

not 国の信用

but 事業の経済的価値 and/or 社会的価値

③リスクに見合ったリターン

公:社会的収益率 (social rate of return)

民:私的収益率 (private rate of return)

6

社会資本整備とか、社会的責任投資という言葉は、皆さまもよくお聞きになっていると思いますが、「社会資本ファイナンス」は、あまり耳慣れない言葉だと思います。それもそのはずで、実は、「社会資本ファイナンス」は、私の造語です。

しかし英米には、比較的良好似た概念として、「インフラストラクチャー・ファイナンス」という用語があり、同名の本や雑誌も出版されています。

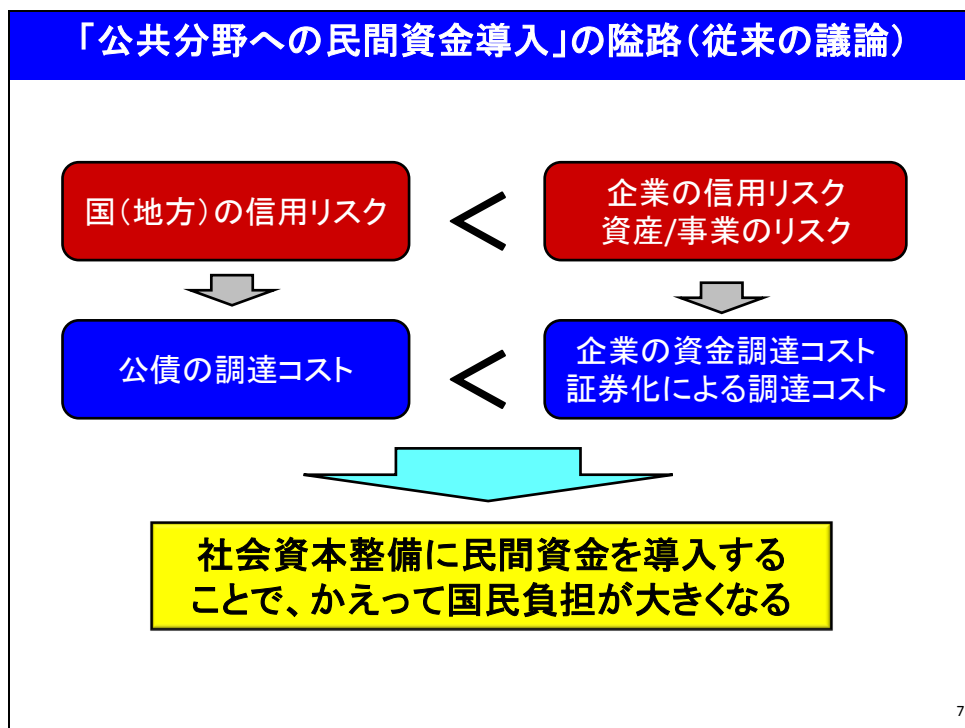
「社会資本ファイナンス」のコンセプトは、インフラ施設に限らず、社会資本全般に関する投融資を対象とするものですが、従来の公共投資とは、主に、次の3点で異なっています。

まず、政策判断に加えて、投資家や民間事業者の「目利き」によって選別された事業を投資対象とします。したがって公的資金投入は、リスクを負った民間投資が行われることが条件となります。

2つ目は、プロジェクトベースの資金調達、すなわち、資金調達の主たる引き当ては、国の信用ではなく、当該事業の経済的ないし社会的価値にあることです。

3つ目は、ファイナンスである以上、リスクに見合ったリターンを必要とし、公は社会的収益率を、民は私的収益率を、それぞれ判断指標とします。

このように「社会資本ファイナンス」は「公的分野への民間資金導入」を眼目としています。



しかし、これまで、公的分野に民間資金を導入することを議論すると、必ず次のような壁にあたって、先には進めませんでした。

すなわち、企業の信用リスクの方が、徴税権のある国の信用リスクよりも大きいために、企業金融や証券化による調達コストの方が、公債の調達コストも高くなります。

つまり民間資金を導入することは、かえって国民負担が大きくなってしまふ、というものでした。

公債発行の優位性を支える国の信用に黄色信号

どんぶりの容積(国の信用)目一杯にせまる水(債務)



- *「暗黙の政府保証」を支える仕組み
- ・地方債協議制度
 - ・元利償還金の交付税措置
 - ・地方財政再建制度
(未整備な破綻時の債務調整ルール)

8

しかし今や、そうした公債の優位性を支える国の信用には、黄色信号がともっています。

先ほどの岩沙社長のお話にもあったとおり、国と地方の長期債務は、約900兆円にもならんとしています。

本来、国の債務と地方の債務は別々のものですが、実際には、地方債には、いわゆる「暗黙の政府保証」がかかっている、多くの地方債が、実質的には国の信用を背景に発行されています。

そして、この図のように、国の信用という1つのどんぶりの中に、あらゆる公的債務が投げ込まれていて、今や債務という水が、もう少しで目一杯になってしまふところにまで迫っているわけです。

もちろん日本はギリシャとは違いますし、すぐに国債の金利が跳ね上がったり、借り換え債の消化ができなくなったりするわけではありません。

しかし、このまま債務を膨張させていけば、そんなに遠くない将来に、溢れ出してしまう恐れは十分にあります。ギリシャのように、赤信号にしてしまうことは、絶対に許されません。

国の信用に頼らない新たな資金調達必要性

新しい資金調達手法等

- ・アセットファイナンス、BOT型PFI
- ・コンセッション(事業権譲渡)
- ・証券化、TAXクレジット
- ・インフラファンド、キャップファンディング
- ・TIF、レバニューボンド
- ・市場化テスト、指定管理者
- ・市民ファイナンス、寄付税制

etc.

非ドングリ型資金調達の効用

- ・国の信用からの切り離し
- ・ストックの有効利用
- ・市場機能の活用
- ・民間ノウハウの活用
- ・財政の透明性や規律性の向上
- ・公有資産管理への競争導入
- ・地域内資金循環の促進

etc.

「社会資本ファイナンス」は、新しい資金調達手法に共通する理念や原則を表すことを意図したもの

9

したがって、少しでも国の累積債務が増大するペースを抑えていく手立てを、今すぐ講じる必要があります。

そのためには、今後は、図の右側のような、様々な新しい資金調達手法の導入を図り、すべてを国の信用という一つのドングリの中で処理するのではなく、できるだけ、整備したり更新したりしようとする社会資本の経済的社会的価値を引き当てに調達することにトライすべきだと思います。

こうした、いわば「非ドングリ型の資金調達」には、この図の右側のように、国の信用からの切り離しだけでなく、ストックの有効利用など、様々な効用が期待できます。

「社会資本ファイナンス」は、このような日本の財政状況と社会資本整備の課題に対処するための新しい資金調達手法に共通する理念を表そうとするものです。本日のパネル・ディスカッションでは、より具体的に、そうした新しい資金調達のあり方や課題が提示されるものと思います。

以上で、寄付講座のご紹介を終えたいと思います。