

京町家証券化事業報告書

—証券化の実際と今後の課題・展望—



2007年5月

京町家証券化事業研究会

有限責任 京都不動産投資顧問業協会、 NPO 京町家再生研究会、
中間法人 法人
京都大学丸谷研究室、(財)京都市景観・まちづくりセンター

京町家証券化事業報告書
—証券化の実際と今後の課題・展望—

目次	・ ・ ・ ・ i
事業対象物件の改修前後の様子（写真）	・ ・ ・ ・ ii
はじめに	・ ・ ・ ・ 1
第1章 京町家の概況と課題	・ ・ ・ ・ 2
1.1 京町家の現状	・ ・ ・ ・
1.2 京町家の特徴	・ ・ ・ ・
1.3 京町家の保存・再生の取組み	・ ・ ・ ・
1.4 京町家ブームについて	・ ・ ・ ・
第2章 京町家証券化の概要	・ ・ ・ ・
2.1 京都での不動産証券化の先行事例	・ ・ ・ ・
2.2 京町家証券化事業実施のきっかけ	・ ・ ・ ・
2.3 事業対象物件の確保の経緯	・ ・ ・ ・
2.4 京町家証券化事業のスキーム	・ ・ ・ ・
2.4.1 案件のアレンジ	・ ・ ・ ・
2.4.2 決定された枠組みとスキーム	・ ・ ・ ・
2.4.3 優先出資証券の発行	・ ・ ・ ・
2.4.4 配当率を3%にした要因	・ ・ ・ ・
2.4.5 特定借入	・ ・ ・ ・
2.5 主要なスケジュール	・ ・ ・ ・
第3章 証券化出資者アンケートの結果	・ ・ ・ ・
3.1 出資者に対するアンケート調査の実施	・ ・ ・ ・
3.2 調査結果の概要	・ ・ ・ ・
3.2.1 単純集計の結果	・ ・ ・ ・
3.2.2 クロス集計の結果	・ ・ ・ ・
3.3 アンケート調査の結果から示唆される事項	・ ・
第4章 評価と課題、今後の展望	・ ・ ・ ・
4.1 本件事業の評価	・ ・ ・ ・
4.2 関係者の意見から抽出・整理した問題点	・ ・ ・
4.3 問題点の解決への対応・アイデア	・ ・ ・ ・
おわりに	・ ・ ・ ・
資料	・ ・ ・ ・

事業対象物件の写真

①東山区小松町安井店舗 服飾雑貨販売「YACHIBE」(やちべ)

室内

②六角新町店舗 フレンチレストラン「ガスパール zinzin (ザンザン)」

改修前

改修後

改修後 室内

③新宮川町店舗 新感覚居酒屋店舗アートバー SHINPI
改修前

改修後

はじめに

京都の伝統的な店舗併用型都市住宅である京町家は、近年、その数が減少している。「京町家まちづくり調査（平成15年度）」によると、京都市中京区及び下京区の一部に存在する京町家は5992件であった。総じて京町家の保存状態は良くないが、商業・業務等に利用転換された事例も相当数みられる。そして、前回調査（平成8年）と比較して約7年間に約13%の京町家が除却された。その跡地の4割強が京町家でない戸建ての住宅に、4割強がマンション、商業ビル、駐車場などに変わっている。減少の原因は様々であるが、多くの京町家の老朽化が進む中で、京町家として維持していくための所有者・居住者の維持・修繕費の負担の大きさが主要因としてあげられる。一方で、京町家のイメージは「伝統的町家」としての認識が約10%上昇し、「住み続けたい」という人も約7%増えていることがわかった。

京町家の保存・再生は、地域・市民や行政にとって重要課題と認識され、京都市も累次の調査、計画、対策を実施し、地域・市民側ではNPO法人京町家再生研究会等の主体が活発な活動を続けてきた。

このような中で、京町家の保存・再生に、大都市圏のオフィスビル等で実施されてきている不動産証券化の手法により投資家から資金を集める方法の活用が考えられた。京町家は、町家として保存しつつ店舗、飲食店等に再生して利用すると相当の顧客を得られる状況にあり、資金を外部調達して投資しても、資金返済はもとより、ある程度の利子・配当を付すことができると考えられる。

京町家の証券化に先立ち、有限責任中間法人京都不動産投資顧問業協会が、不動産証券化を京都で初めて組成しようと、京都市北区のワンルームアパートの証券化をテストケース的に実施していた。そして、第2号は京町家の証券化をしてみたいと思っていたところ、国土交通省の調査検討の意向と合致し、「地方都市の証券化促進に関する調査」を京町家の証券化をモデルケースとして行うこととなった。

しかし、この調査の結論は、一般的な証券化手法では京町家の証券化は採算面で不可能であるというものとなった。ただし、京町家の歴史的な意義や住民の地域貢献意欲などをうまく生かし、町家の再生・保全のための篤志的資金を調達することができれば証券化は可能であると、具体的には、①証券化の初期コスト、特にアレンジャー費用の引き下げ、②篤志的な資金を調達する仕組みづくりが必要、とされた。

その後、この調査の結論である「不可能」を「可能」にすべく、京都不動産投資顧問業協会が事業の実施を呼びかけ、京町家再生研究会、(財)京都市景観・まちづくりセンター、京都市とともに、地元4団体が「京町家証券化実施に向けての研究会」を結成した。研究会は精力的に活動したものの、1億円規模を目標に組み入れる京町家合計3戸を探すのに2年余りの歳月

を費やすなど、事業化には相当の時間がかかることとなった。

本件京町家証券化は、事業期間を5年間とし、事業コストを抑制するため、アレンジャー費用や専門職の先生方への支払いもボランティアベース（実費支弁レベル）とした。また、資金調達では、事業費総額1億500万円のうち、元本割れのリスクの低い第1優先出資証券を、上限配当率年間3%、一口10万円で550口発行した。さらに、劣後する第2優先出資証券を一口10万円で100口発行し、残る4,000万円は、金融機関からノンリコースローンによる年利2%の融資で調達した。

この事業スキームで注目されたことの一つは、第1優先出資証券の公募であろう。京町家という既存の災害等に弱い物件のリスクや、なるべく多くの人から出資を募りたいとする事業者の意向を含め説明会で募集説明が行われ、2006年6月18日から26日までの9日間、募集が行われた。その結果、209名の出資者を得られ、公募は成功した。

現状、事業対象物件である3件の再生された町家は店舗・飲食店として営業され、事業としては順調に進んでいる。そこで、京町家の保存・再生をめざす観点から、今後、このスキームがどのように活用され、あるいは発展させていけるか重要なポイントとなる。

この点に関し、京都大学丸谷研究室が準備段階より出資者アンケートを提案し、事業主体との共同実施が了解されていた。公募にあたりアンケート調査の実施が予告され、実施の結果、出資者から高い回収率での回答が得られた。そして、例えば、出資の意思決定と配当率の関係などについて興味深い結果が得られた。

この調査結果も踏まえ、京町家証券化事業の関係者の中で、現在、今後の京町家の保存・再生手法について議論が続いている。関与した主体の中には、ボランティアによるアレンジャー、専門職のコスト削減という点が、継続的な実施では問題があるとして、同様な方法による京町家証券化を実施していくのは困難との意見が多いのは事実である。

今回の京町家証券化事業は、全国で町家その他の歴史的な物件の保存・再生に関わる方々や、不動産証券化の普及を目指す方々から、高い注目をいただいていると認識している。そこで、本スキームがどのような問題点を抱えているか、現状、改善方策をどのように議論しているか情報発信することが、我々の重要な役割であると考えている。本報告書が、町家の保存・再生や不動産証券化に関わる方々にとって、少しでもお役に立つことを祈念するものである。

京町家証券化事業研究会 一同

第1章 京町家の概況と課題

1.1 京町家の現状

京都では、京町家の近年の動向を把握するため、平成7、8年度実施の市民調査を先駆けに、平成10年度、京都市及び財団法人京都市景観・まちづくりセンターが中心となり、約600名の市民ボランティアと市民活動団体、大学研究室等との協働で「京町家まちづくり調査」¹を実施した。京都市の上京、中京、東山、下京区で、明治後期に市街化していた元学区を調査対象地とし戦前木造建物と思われるすべての建築物の調査を行った。

調査で京町家に分類されるものは27648軒で、都心部の土地利用という観点から見ると、相当程度に大きな割合を占めており、調査対象範囲にある全ての宅地数の約45%を占め、敷地面積の割合では約32%を占めた。近年、減少してきている京町家であるが、まだ相当程度に残っていることが分かる。

京町家の敷地面積が占める割合を元学区別に見ると、都心4区の中でも四条烏丸や四条河原町といった都心の繁華街に隣接する地区に多く集中している。柳池学区や格致学区など7学区では、その割合は50%を超え、中高層化していく傾向が強いにも関わらず、多くの京町家が息付いている。

京町家の住人はお年寄りが多く、子供は独立し帰ってこないが、先祖の家を守りたい。しかし改修する費用がないというケースが多いとの指摘もある。中心部の物件で、相続に困って不動産業者、京町家保存関係者に相談される例もある。

1.2 京町家の特徴

NPO法人京町家再生研究会の幹事であり一級建築士でもある松井薫氏は、平成18年6月18日の京町家証券化シンポジウム²で出資者に配布された資料「特定資産の説明」³において、京町家とその構造面について次のような特徴を持っているとしている。

京町家とは、京都の市街地（現在の¹上京区、²中京区、³下京区、⁴東山区）にあり、第二次世界大戦以前に建てられた木造住宅である。平安京のあった時期にその端を発して、連綿と受け継がれ、発展してきた。大正から昭和初期にかけて市街地以外の洛外にも主に住居専用の住宅が建てられるようになり、これらも含めて戦前に建てられた低層高密度な都市型木造住宅を京町家という。

1. 柱は石の上に置かれているだけで、現在の建物のように基礎と緊結されているわけではない。

¹ 京都市（2004）「京町家まちづくり調査（平成15年度）の概要」

<http://www.city.kyoto.jp/tokei/todu/matiya/chosa2.htm>

² 京町家証券化シンポジウム～不動産証券化手法による「京町家の保全・再生」（平成18年6月18日。主催：有限責任中間法人京都不動産投資顧問業協会、後援：NPO法人京町家再生研究会、財団法人京都市景観・まちづくりセンター、場所：京都市景観・まちづくりセンター）。

³ 松井薫氏「特定資産の説明」（本件証券化事業の出資希望者に配布された資料）平成18年6月。

2. 壁の部分に斜めの材（筋かい）は使われていないで、水平の貫という材と竹を縦横に配した竹小舞で下地が構成されている。また床面の水平面にも斜めの材（火打ち）は基本的には使われていない。
3. 気密性のある建物ではなく、外部と空気の出入りがある。
4. 通り庭と呼ばれる土地空間が、建物の入り口から裏の庭まで貫通しており、その天井は吹き抜けになっていて火袋と呼ばれる。（現在はここに床を張ったり、天井を作ったりという改修のされた町家も多い。
5. 現在の建築基準法（昭和 25 年施行）以前の建物のため、現行法規に当てはまらない既存不適格建築物である。
6. 従って地震に対しても現在の耐震基準では計測できない。地震に対抗してしっかり作るという考え方ではなく、地震に対応して力をうまく分散して身を守ろうとしている。ただし、どのようなメカニズムによって地震力を分散して倒壊を免れるのかはまだ十分に解明されていない。

また、生活面では次のような特徴がある。

1. 気密性がなく外部と空気の出入りがある分、外の季節の変化に影響されやすい。要するに冬寒く、夏暑い。エアコンのききの悪い建物なので、生活の上では季節の変化に敏感になる。
2. 道路を中心とした両側で町内を形成している「両側町」で、町内での行事も多くある。
3. もともとは、ひとつの建物の中に、プライベートな生活と、パブリックな面を持つ職業の場が両方あった。
4. 道路面がミセの間で、奥へいくほどプライベートな度合いが強まっていく。
5. 建物には中庭か奥の庭（両方あるものも多い）があり、風の通り道や光を取り入れる場所となり、庭の緑が都市生活の中に自然をもたらしている。
6. 自動車が発達する前の時代の建物なので、自動車のある生活を受け入れることが難しい。
7. 現代住宅のようなプライバシーの高さは確保されていないので、各室の間はふすまや障子で仕切られているのみである。

要するに、冬寒く、夏暑い、エアコンのききの悪い、燃えやすい、地震によく揺れる建物である。しかし、逆にいえば、日本の風土の特徴である四季を感じられる建物であり、建物の中においても外の自然とゆるやかに繋がった環境で生活ができる。また、火災についても、愛宕さんのお礼で象徴されるような、防火意識の高い生活であり、地域防災の意識も高く、こういった人の意識や人と人とのつながりが、物理的な弱点を補っており、京都は大きな都会であるがその中では、断然火災の少ない都市となっている。

町家には、現在の建築基準法とは別のところで成り立っている建物なので、合理的に説明できない様々なリスクがある。

1. 地震に対してのリスク

当然のことながら、現在の耐震基準を満たしていない。むしろ耐震という考え方をもっていないといった方が的確かもしれない。将来予想されている大きな規模の地震が起きた場合、どのように変形するのか、生命の確保ができるのかは現段階では予測不可能である。

2. 火災に対してのリスク

市街地は準防火地域あるいは防火地域であるが、市街地に建っている京町家は建築基準法に示す軒裏防火構造でもなく、ましてや耐火建築物でもない。軒裏は木がむきだしのままであるし、1階の格子は細い木材をすきまをあけて組んであり、火災に対しては全く無防備状態である。

3. 防犯に対してのリスク

道路面の入り口や窓は木製建具で、簡単な錠がかけられている場合が多いので、物理的には、現代の防犯を意識した建物に比べてずっと簡単に侵入される可能性がある。また、カド家であったり、隣地が更地になっている場合、奥の庭から侵入されるリスクも高い。

4. 生活上のリスク

建物の構造上、隣の部屋、2階と階下、隣家、前面道路とも空気の出入りがあり、プライバシーの確保が極めて難しい。また現代のバリアフリーの考え方ではないので、床の段差もあり、吹き抜けの2階に扉があったり、井戸の立ち上がりの高さも現在の基準とは無関係に作られており、至るところに生活上の危険もある。ただし、万が一、失敗をしたときにも大丈夫なようにと作る安全基準のために、生活の動作がひとつひとつ丁寧に行われなくなり、その結果、自分の住んでいる家への愛着が薄れたり、もともと人間が持っていたはずの危険を予知する能力が鈍くなってきている面もある。京町家の持ついろいろなリスクに対しては、生活面でのそれに対応するソフトとしての「知恵」がセットされており、建物のハード面だけをみるのは偏っているといわねばならない。しかしそういった生活文化と呼べるような「知恵」は、一見リスクの多い建物に見える京町家がなければ継承されないし、育っていかない。

1.3 京町家の保存・再生の取組み

京町家の保存・再生は、京都市が1996年の「京都市住宅マスタープラン」で採り上げ、2000年には京都市が「京町家再生プラン」⁴を策定するなど、10年以上議論されている。

これまで行政の京町家の保存・再生の取組みとしては、「京町家再生プラン」に掲げる21の施策・事業などが挙げられる。この中の取組みの一つとして挙げられる「京町家まちづくりファンド」は、2005年9月に財団法人京都市景観・まちづくりセンターが設立した京町家の保全・再生を推進するための基金であり、地域まちづくりに効果を及ぼし、良好な景観形成に資する京町家の改修に助成金を交付することを基幹事業とする取組みである。この基金には多数の市民・企業等からの寄付が寄せられているほか、京都市からの資金拠出、財団法人民間都市開発推進機構からの資金助成を受けているが、税金の投入には限度があるほか、目標額との比較では寄付金集めが順調に進んでいるとは言えず、多くの京町家の保存・再生を行うにはこれらの資金助成では到底十分ではない。このため、条件の良い修繕費用借入制度や、売却された町家を取得した者が有利に保存・再生できる資金調達方法が待たれる状況である。

同ファンドは、2006年に京町家改修助成モデル事業を開始したが、継続的な事業に移行していくためには、基金の拡大が喫緊の課題となっている。⁵ なお、本事例は、同ファンドから第一優先出資(公募されたもの)について10口100万円の出資を受けた。

⁴ 京都市(2000)「京町家再生プラン」 <http://www.city.kyoto.jp/tokei/todu/matiya/matiyaplan.htm>

⁵ 京都市都市計画局等(2006)「京町家まちづくりファンドによる京町家改修助成モデル事業がはじまります」 <http://www.city.kyoto.jp/tokei/keikan/kohos/20060907-01.pdf>

京町家の保存・再生には多くの市民団体が活動している。その一つに、京町家の保存・再生に関わる市民活動のネットワークの「京町家ネット」がある。まず、町家の保全・再生を望む有志によって、先人の知恵の賜物である京町家を継承しようと、「京町家再生研究会」が発足（平成4年）、その後、京町家の保全、改修を行なう技術的な実践部隊として「京町家作事組」が生まれ、同時にそれを見守りながら、実際に町家に住む人たちが中心となり、京町家の暮らしや文化の継承を目指す「京町家友の会」が誕生（平成11年）、そして、京町家に住みたい人と貸したい人の橋渡しをする「京町家情報センター」が、地元不動産業者との協働体として設立され（平成14年）、「京町家ネット」は、以上の4組織で構成されている。

1.4 京町家ブームについて

最近、京町家が売りに出されると相当の高値で買い取られるブームの状況が続いている。京町家を改装した飲食店その他の商業用店舗が繁盛している。特に中心部と言われる「田の字地区」ではあちこちに店舗がオープンして若い人から中高年の人で賑わっている。店舗は飲食店だけでなく衣服、美容室、ギャラリー、物品販売など多岐にわたっている。また、京町家の店舗を解説するガイドブックも多数書店に並んでおり、それを活用している観光客なども多い。

築年数が70年から80年近くたった建物で、新築に比べはるかに耐震性や耐火性に劣るにも拘らず京町家に人気が集まるのはブームと言うより新築住宅にはない町家の魅力があるからであろう。京町家の良好な物件ともなると、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状況で、「京町家ブーム」といわれている。

京町家ブームの中で、いくつかの懸念も指摘されている。価格が上昇しており、都心部では商業目的でないと借りられないほど賃貸料が高騰している。好立地の町家の住人には、多様な業者が店舗への改装を勧めている状況で、東京を始め京都外の資金が流入している。

店舗開発など商業目的が行き過ぎると、景観は守れても、京町家が従来持っていた生活の場でもあることからする側面が失われることを懸念する町家関係者も多い。

第2章 京町家証券化の概要

2.1 京都での不動産証券化の先行事例

京都不動産投資顧問業協会は、不動産証券化のノウハウを獲得するため、平成15年6月、比較的小規模な民間集合住宅の証券化を実施し、そのノウハウ・経験が本件事例に活かされた。この先行事例の概要は、次のとおりである。

(株)都ハウジング、(株)フラットエージェンシーなど京都府内の不動産会社7社が共同で単身用アパート8室を試行的に証券化した。共同で不動産証券化に取り組むため、有限責任中間法人「京都不動産投資顧問業協会」を設立、アレンジャーやオリジネーターとして不動産証券化に取り組んだ。証券化の机上の勉強だけでは物足りず、実際にやってみようということになったのがきっかけであり、「京都の物件を対象に、京都の不動産会社が証券化プレイヤーとなって京都の投資家に販売し、京都の活性化に役立てる」というコンセプトでチャレンジが始まった。

たとえ失敗しても迷惑がかからないように、フラットエージェンシーが所有する木造2階建ての全8室の単身者用アパート(京都市北区)を提供し、特定目的会社が4800万円で買い取り、1口10万円の優先出資証券を500口発行した。京都在住の個人投資家を中心に51人から5000万円を集めたが、協会メンバー各社がアパートオーナーや親類、知人、社員などに声をかけたもので、縁故販売に近いものだった。また、リスク回避のため、オリジネーターであるフラットエージェンシーが物件管理を担当し、1棟月28万円でサブリースする形をとった。

京都で初めての不動産証券化であり、法令手続その他の習熟のためには相当の手間隙がかかった。また、コスト面では、アレンジャー費用や専門職の費用をボランティアとして節減したほか、アレンジャーやオリジネーターが、勉強等に要した様々な経費を吸収するなどの対応も取った。

2.2 京町家証券化事業実施のきっかけ

本事例のきっかけの一つは、国土交通省の「地方都市部の不動産証券化促進に関する調査」⁶で、京町家の保存・再生をモデルに検討会が行われたことである。地元から京都不動産投資顧問業協会、NPO法人京町家再生研究会、財団法人京都市景観・まちづくりセンター、京都市の4団体が参加し、結論の概要は以下のとおりであった。

一般的な証券化の枠組みを前提とした場合、組入れ物件数が少ない段階では証券化コストが高くなり、プロジェクトIRRは非常に低くなる。よって本来であれば証券化は不可能ということに

⁶ 国土交通省総合政策局(2004)「地方都市部の不動産証券化促進に関する調査～京町家をモデルとしたシミュレーション～」

なる。しかし、京町家の歴史的な意義や住民の地域貢献意欲をうまく生かして、再生・保全のための篤志的資金を調達することができれば、証券化は可能である。

そのためには、2つの条件が必要である。一つが証券化の初期コスト、特にアレンジャー費用の引き下げである。地方都市部の証券化を推進するには、当面はノウハウが豊富な大手金融機関と連携してノウハウを蓄積し、中長期的には地元の金融機関が主導するのが望ましい。もう一つが篤志的な資金を調達するための仕組み作りである。小規模証券化には、篤志的な出資、特に配当や元本の償還がない寄付的な出資を仰ぐことが必要となる場合もある。京町家再生のために自ら資金を提供してもよいという主体は、京都はもちろん、全国的にもかなり存在すると思われる。しかし、潜在的にそのような人が存在しても具体的な仕組みがなければこのような資金を呼び込むことは難しい。広報は当面は行政がすべきである。

京町家は文化財的価値を有するものであり、こうした物件を証券化するには、単に経済性を追求したスキームでなく、行政や地域住民、地元の業者、地域金融機関、投資家などが「地域振興、地方活性化への貢献」という共通の視点で連携する必要がある。

この報告書がまとめられた直後、この調査の結論である「不可能」を具体的な京町家の証券化事業により「可能」にすべく、京都不動産投資顧問業協会、京町家再生研究会、(財)京都市景観・まちづくりセンター、京都市の地元4団体が「京町家証券化実施に向けての研究会」を結成した。

2.3 事業対象物件の確保の経緯

研究会はすぐに物件探しに取り組んだが、1億円規模を目標に組み入れる京町家合計3戸を探すのに相当の時間がかかり、事業化までには2年余りの歳月を費やすこととなった。

物件を探す中で、かなり立派な物件も見したが、現在、町家はかなりの人気物件であり、四条通に面すると1千万円単位で価格がせり上がっていくような状況で、その中に参入することは、町家の価格、ひいては地価を上げることに加わるだけになることから、このような立派な町家を深追いすることはやめることとなった。

また、居住用物件では、改装費を全額所有者が負担しなければならず、賃料もあまり高くは期待できないことから、証券化が難しいことが分かった。

そしてついに、2006年の2月頃、オリジネーターの(株)八清(ハチセ)が物件を3軒取得した。なお、時間がないので最後の1軒は賃貸契約をただけで店舗の改装ができていない状態で証券化に踏み切った。

各物件の概要は、次のとおりであった。

①東山安井店舗(再生後、YACHIBE)

建仁寺の東、祇園甲部歌舞練場のすぐ南に位置する。間口のほうが奥行きよりも広い形の

建物は比較的小規模で道路に面して2つの入り口があり、ひとつは格子戸でお客様を迎える入り口で、もうひとつは腰をかがめて入る勝手口になっている。格子戸を入ると小さな前庭があり、敷石伝いに建物の入り口である玄関の格子戸がある。中に入ると小さいながら畳敷きの玄関の間があり、奥にあと2室がある。奥の2室はともに土間の台所に接しており、土間の台所の道路側に小さい勝手口が目立たないようにつけられている。2階は和室が2室と板の間があるが、台所の上部にあたる場所にある板の間には虫籠窓があり、屋根からの光を入れるトップライトがある。

②六角新町店舗（再生後、フランス料理 ガスパールザンザン）

六角通を西に新町通を越えて西洞院にむかって緩やかな下り坂の途中にある、間口2間強の小型の町家。元々は一列三室型のものであったが、証券化対象物件以前にもミセとして改修がされており、奥の庭部分には6畳ほどの大きさの部屋が増築され、中の2室と土間はまとめて1室の板敷きの部屋になっており、道路に面した「ミセの間」は土間になって、道の境界線いっぱいにはシャッターがつけられ間口が大きく開けられるように引き違いのアルミサッシが全面に入っていた。道路面の1階部分はいわゆる「カンバン建築（前だけをビルの外壁のようにモルタル塗り+吹付け仕上げ+アルミサッシに変えてあるもの）」といわれる形に変えられていた。2階の道路面もアルミサッシの出窓のついた外壁はサイディング仕上げであった。2階の間取りはほぼ元の形が残っており、通り庭の上部に当たる部分には吹き抜けが残っていた。

③新宮川町店舗（再生後、アートバー SHINPI）

京都の五花街の一つ、宮川筋のお茶屋の連なる通りの1本東の通りにある建物。かなり改装された状態のものであったので元の姿が想像しにくいだが、通り庭に添って三室並んでいた、一列三室型ではなかったかと思われる。改修されていた形は、1階の道路面いっぱいまで出された入り口を入るとすぐに階段があり、直接2階へ上がれるようになっている。階段はもう一つ、奥の庭に面した側からハシゴに近い、非常に急な勾配の階段があり、これを上がると廊下伝いに2階の各部屋に行くことができる。通常の町家であれば、どこかの部屋を通過して奥の部屋に行くのだが、ここではそれぞれの部屋に直接いくことができるように作られている。このあたりを見ると、2階のそれぞれの部屋に客を上げていたことが推測される。また、2階も全面積を使ってあり、通り庭の上にあるべき吹き抜けがない。奥の庭はかろうじて残っていたという状況であった。

2.4 京町家の証券化事業の実施

本事例では、「資産の流動化に関する法律」に基づく特定目的会社（TMK）として京町家証券化特定目的会社を設立し、前述の3軒の町家物件に関する不動産証券化を行った（スキームは図2-1）。

2.4.1 案件のアレンジ

事業実施にあたり、アレンジャーの考えたコンセプトは次のとおりであった。

- ① アレンジメントを全て自力で
- ② プレイヤーを全て地元で
- ③ 研究会構成4者の2年に及ぶ共働作業を踏まえ、最後まで4者の協力体制で
- ④ 広く市民・団体に周知、出資を募る
- ⑤ 地元金融機関によるシンジケートローン
- ⑥ 第1、第2の優先劣後の仕組みも採り入れ、主唱者の責任を明らかに。
- ⑦ 最低でも1億円以上の証券化規模
- ⑧ 京町家の保全・活用と不動産証券化の認知

まず、特定目的会社の法人設立時に、法務局との調整により、商法と関連法の改正前の2006年4月中に設立することとなり、直後には新会社法に基づく変更作業が必要となった。

平成18年3月下旬からアレンジ業務を開始し、6月28日の実行日まで、3ヶ月の時間が経ったが、証券化ガイドライン改訂版の公表は5月中旬となり、実質的に1ヶ月弱での文書類作成となった。

2.4.2 決定された枠組みとスキーム

今回の京町家証券化事業のスキームは図2-1のとおりである。

- ・ 「資産の流動化に関する法律」（平成10年法律第105号）に基づく特定目的会社のスキームを用いる。
- ・ 地元京都の不動産業者13社で構成される有限責任中間法人京都不動産投資顧問業協会が発起人として特定出資を行い、京町家証券化特定目的会社を設立し、アレンジャー業務を行う。
- ・ （株）八清（ハチセ）が、取得していた町家3物件を特定目的会社に9864万円で売却
- ・ 特定目的会社は、平成18年6月27日に優先出資証券を発行し、合計6500万円を調達、6月28日に京都銀行並びに京都中央信用金庫から各2000万円の特定借入を行う。
- ・ 特定目的会社は（株）八清（ハチセ）との間にサブリース原賃貸借契約を結び、（株）八清（ハチセ）が転借人（町家のテナントのこと）から受領した転賃料から発行会社に対し賃料を支払う。これにより、テナントからの賃料収入が入らなくなることによる事業リスクは相当程度軽減される。

優先出資は、元本割れのリスクの低い第一優先出資と、劣後する第二優先出資の二種類から成るものとし、利益の配当、元本の償還、残余財産の分配は、前者は後者に優先することとされた。

第一優先出資の総額は5500万円とし、1口額面10万円で550口。配当の上限は3000円(3%)とし、配当は年1回。第一優先出資に対する残余財産の分配は、1口につき5000円を上限とする。

第二優先出資の総額は1000万円とし、1口額面10万円で100口。配当の上限は設けず、配当は年1回。第二優先出資に対する残余財産の分配は、1口につき5000円。

特定社員はあらかじめ利益の配当を受ける権利を放棄。第二優先出資に対する残余財産の分配後にもさらに残余財産に余剰がある場合、特定出資に分配し、分配の上限は設けない。

第一優先出資は、2006年6月18日から26日までの9日間、募集が行われた。その結果、209名の出資者を得た。特定目的会社は、なるべく広く出資者を募りたいと要請し、一口が87名、二口が35名と4分の3を占め、大口で申し込んだ者に対しては20口上限で了解を得た。

八清(ハチセ)及び発行会社は、優先出資証券に対する元本の償還及び残余財産の分配を保証していない。また、証券化スキームの通例のとおり、配当可能利益の90%以上を優先出資の配当として、毎期に全額払い出すこととされている。また、本優先出資の利益の配当に優先するものとしては、銀行からの特定借入の利息金の支払いがある。

特定資産の処分に関するリスクとして、事業リスク、不動産の鑑定評価額に関するリスク以外に、町家に特に懸念される地震などの天災地変・水火災等によって対象資産が滅失・毀損・劣化するリスクも明確に説明された。大規模な修繕が必要になる場合があるが、この場合、修繕せずに流動化計画に定める手続きを経て、特定資産を売却し、計画を終了することがあるとされた。

2.4.4 配当率を3%にした要因

公募した第一優先出資証券の配当率の上限を3%としたことについて、募集時の説明では、「証券化の一般的なリスクに加えて町家固有のリスクが存在するため、3%という配当率は、J-REITに比べて低い配当であり、投資の観点から妙味がうすいと言える。(中略)配当等の経済性の追及にのみ目をうばわれるのではなく京町家の再生に貢献したいという意欲を持った市民や企業・団体に働きかけて、出資証券の購入を求め本計画の実現をはかってまいります。」としている。

この3%という配当率を決めた要因として関係者のコメントを総合すると、

- ・ 金利水準として3%なら融資が得られること
- ・ 5年後の定期預金の利息も想定し、出資者が経済的メリットを感じられること
- ・ 土地の値上がり予想があること

- ・ 先行の証券化事例から、ランニングコストがあまりかからないことが把握できていたこと
- ・ 当時のリートや他の不動産関係の投資だと利回りが5～6%で、地域貢献の事業でも半分ぐらいは必要ではないかと思ったこと
- ・ 1人10万円のロットで、2.5%では利回りの絶対額のありがたみの感覚が減ることなどである。出資を集めるため無理をしても上限を探るという判断のなか、3%を先に決め、あとで経費を削るといふ、積み上げでなく積み下げの考え方であった。

事業主体としては、京町家証券化には幅広い出資者参加を得るのが望ましく、理想として出資者を200人の大台を集めたいと考えた。しかし、十分な出資があるかどうか見通しは立っていなかった。これは、不動産証券化においてはまれな状況であると思われる。実際に出資者が得られるかどうかについて、公募前、事業者は次のように考えていた。

- ・ 意見は二つに分かれ、すぐに集まるという楽観論と、かなり厳しいのではという悲観論があった。不安で、募集を受けるまではわからなかった。
- ・ 最悪の場合は、事業主体の側でかぶる、あるいは何とかできる、という責任感と自信があった。(不動産管理業の顧客にお願いできる見込みをもっていた。)
- ・ 関係会社からよせ集め、また銀行から借りて、1000万円ぐらい何とかできると考えた。

結果としてこれだけたくさんお金が集まるとは考えなかったというのが実態で、予想以上に出資が集まり市民の関心が引き出せるのが分かったのが、今回の事業の大きな成果の一つだというのが事業者の認識である。

2.4.5 特定借入

特定借入の金額は、京都銀行から2000万円、京都中央信用金庫から2000万円の合計4000万円である。

借入れの条件は、いずれもノンリコース型である。借入金元金の返済は本計画の業務の終了時に各々一括して元金全額の返済を行う。利息は年2.0%の利率とし利率は計画期間中固定、毎月先払いの方法により各借入先に支払う。

担保設定は、特定資産の全てを共同担保として、第1順位の同順位抵当権が設定された。

2.5 主要なスケジュール

16	4	15	木	京町家不動産証券化実施に向けての研究会（以下「研究会」）第1回会合開催
16	7	20	火	東山安井の町家をハチセにて取得
17	6	27	月	新町六角の町家をハチセにて取得

17	12	19	月	新宮川町の町家をハチセにて取得
18	4	11	火	研究会第15回会合(拡大) 専門職者・金融機関もまじえ、京町家証券化事業の概要を審議承認しスタートをきる。アレンジメント作業開始。
18	4	24	月	TMK 会社成立
18	5	30	火	ハチセとTMKの「不動産売買契約」「サブリース原貸借借契約書」締結
18	6	15	木	近畿財務局に資産対応証券募集等取扱業務開始届を受理される 近畿財務局(議)第22号 (6月12日提出)
18	6	18	日	京町家証券化シンポジウム(証券化説明会)開催 於:京都市景観・まちづくりセンター。参加者220人
18	6	22	木	NHK-TV(大阪)にて放送 PM6:10(オリジネーター・西村)
18	6	28	水	不動産売買取引 実行 証券化スタート 第1優先出資者209人
18	7	25	火	第16回研究会開催(拡大) 証券化実施報告と関係者全員にて意見交換を行う
18	8	2	水	出資者にアンケート実施(京都大学・丸谷研究室)
~	8	16	水	
18	8	21	月	優先出資証券を各出資者に郵送する。第1期決算報告も同封する
18	10	13	金	研究会第17回会合(拡大) アンケート結果報告。報告書を作成することになる
19	4	11	土	京町家不動産証券化実施報告会「京町家証券化の成果と課題、今後の展望」開催 於:京都市景観・まちづくりセンター
19	1	23	火	TMK 役員が改装後の新宮川町物件を視察する

第3章 証券化出資者アンケートの結果

3.1 出資者に対するアンケート調査の実施

京町家の保存・再生は、京都の歴史的景観を維持する等の観点から社会性(外部性)が高い。また、民間が事業主体となるのがふさわしいが、証券化するにも事業規模拡大が難しく、アレンジャー等のコストが高くつき採算ベースに乗りにくい。

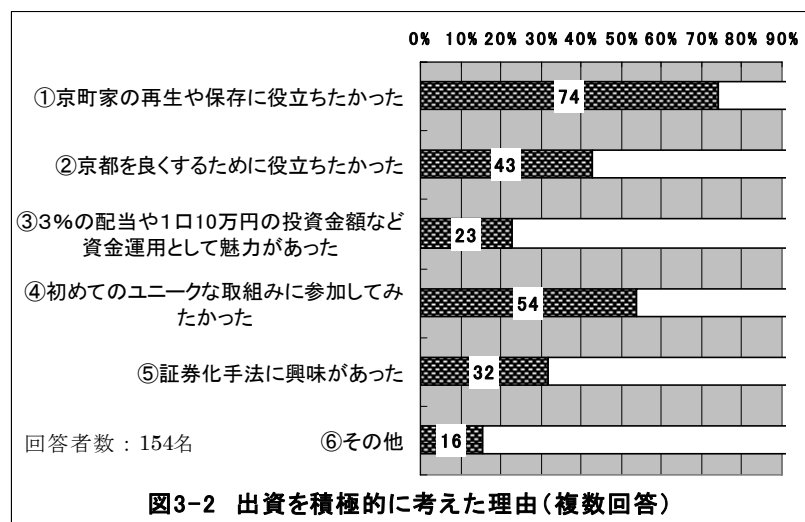
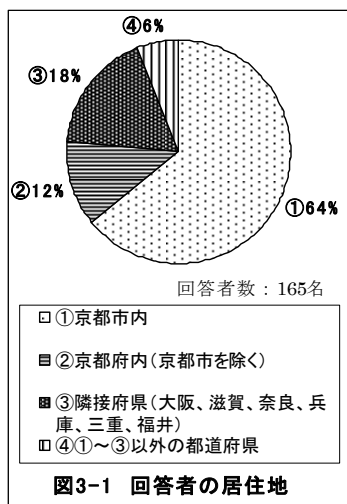
主に防災まちづくりの市民活動の知見から、寄付の限界、低利・無利子出資の可能性、配当以外の出資者メリットの可能性などを想定し、質問紙法調査の提案を事業主体に行った。

著者は、2章で述べた出資者209名に対し、特定目的会社と共同名義で質問紙法調査の調査票を送付し、回収及び集計を行った。

- ① 実施方式：郵送による調査票送付、返信用封筒による回答。なお、送付後1週間程度の時期に、はがきにて回収協力を送付先に要請した。
- ② 実施期間：平成18年8月2日～16日（締切期日）。ただし回収は9月中まで継続。
- ③ 回収率：配布数209、回答者数165。回収率79%。

3.2 調査結果の概要

郵送送付・回収という方法にもかかわらず回収率が79%と高かったことから、出資者の京町家に関わる意識の高さが感じられた。なお、アレンジャー等の費用・手数料の支払い軽減で経費を削減したこと、町家取得難により組入れ資産拡大が困難であること等の課題は、質問に当たって回答者には知らせていない。調査結果の概要は、以下のとおりであった。



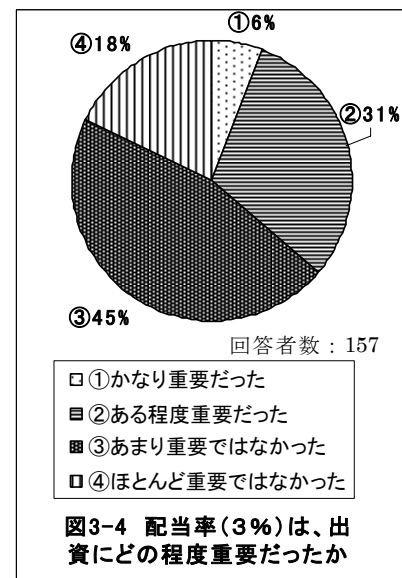
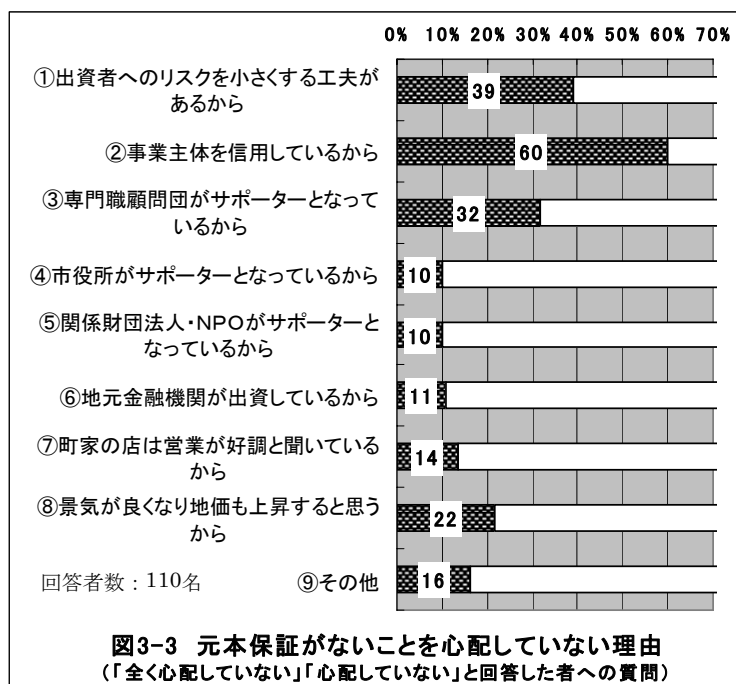
3.2.1 単純集計の結果

出資者の属性は、京都市内に居住が64%、京都府内を加えて76%（図2）と、地元居住者が大半を占めた。また、京町家の現状や直面する課題を「よく知っている」20%、「ある程度知っ

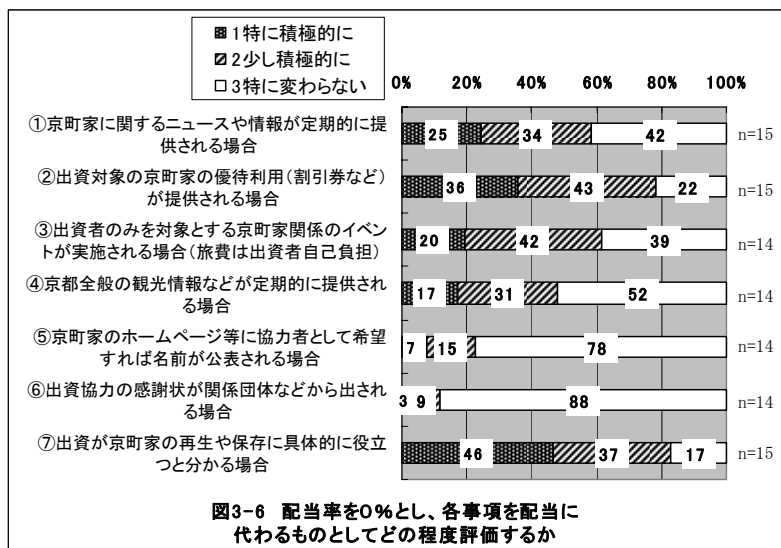
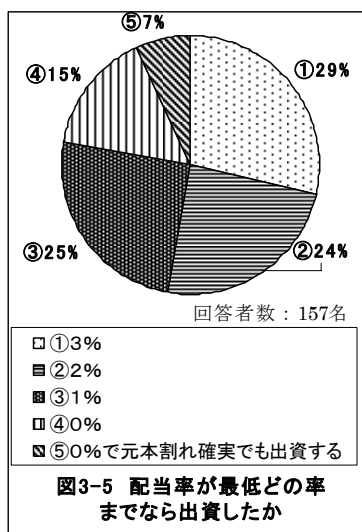
ている」53%、京町家や京都市の町並みの再生を「強く望んでいる」48%、「ある程度望んでいる」45%といった結果より、京町家に関する問題意識が高いことがわかった。また、不動産の証券化の仕組みを「良く知っている」19%、「ある程度知っている」50%となったが、この設問回答と「京町家の現状」の回答とクロス集計すると正の相関があり⁷、京町家に関心が高い出資者が証券化の概要も承知していたことを示唆した。

出資に応じた理由（複数回答）は、「京町家の再生や保存に役立ちたかった」が74%に達し、「初めてのユニークな取組みに参加してみたかった」の54%が続いた。一方で、「資金運用としての魅力」は23%にとどまった（図3）。

元本返済が保証されていないリスクについては、「全く心配していない」が10%、「あまり心配していない」が64%と多かった。また、心配していない理由（複数回答）は6割の人が「事業主体を信用している」をあげ、「出資者へのリスクを小さくする工夫がある」が39%で続いた（図4）。この事業主体への信頼の高さは、特定目的会社（TMK）方式の特色である倒産隔離により事業主体をよく知らない出資者が出資しやすくする点が、本件事例でどれだけ不可欠だったか議論の余地があり得ることを示し、注目される。



⁷ 「京町家の現状」と「証券化の知識」について、それぞれ①良く知っている、②ある程度知っている、③あまり知らない、④ほとんど知らない、の4区分として、クロス集計表の分析をしたところ、対称性による類似度 Pearson の R 0.59、Spearmanの相関 0.60。



続いて、配当率（3%）が出資の決断にどの程度重要だったかの問に対して、「あまり重要ではない」が45%、「ほとんど重要でない」が18%など、配当率はさほど重視されていなかった（図5）。また、配当率が3%以下でも出資に応じたかどうかの問に対して、「配当率が2%」でも合計71%が、「配当率1%」でも合計47%が出資したと答え（図6）、配当率がより低くても本件事例が成立した可能性を示唆する。さらに、配当率を0%と仮定し、配当に代わり有効に評価される事項としては、「出資が京町家の再生や保存に具体的に分かる」、「出資対象の京町家の優待利用」のほか、京町家に関する情報提供とみられる（図7）。

3.2.2 クロス集計の結果

2つの問の回答を組み合わせたクロス集計からは、次のような関係が見られた。

表1より、京町家の再生や京都の町並み再生を強く望んでいる人ほど3%の配当率をあまり重要でないと考えている傾向が、さほど強くはないがみられる。

表3-1 配当率3%の出資の決断での重要性(横軸)と京町家の再生や京都市の町並み再生についてどの程度望んでいるか(縦軸)との関係

配当率	①かなり重要	②ある程度重要	③あまり重要でない	④ほとんど重要でない	合計
再生を望むか					
①強く望んでいる	1.9	11.0	28.4	7.7	49.0
②ある程度望んでいる	3.9	17.4	16.8	7.7	45.8
③どちらともいえない	0	1.3	1.3	1.9	4.5
④あまり望んでいない	0	0.6	0	0	0.6
合計	5.8	30.3	46.5	17.4	100

単位%、サンプル数 155、Fisherの直接法(両側)0.08(10%有意)

対称性による類似度 PearsonのR -0.08、Spearmanの相関 -0.11

表2より、京町家の再生や京都市の町並み再生について強く望んでいる人ほど配当率が低くても出資する傾向がある。なお、「京町家の現状や課題をよく知っているか」と配当率のクロス

集計でも同様の関係がみられた。

表 3-2 配当率が最低どの率までなら出資するか(横軸)と京町家の再生や
京都市の町並み再生についてどの程度望んでいるか(縦軸)との関係

配当率 再生を望むか	①3%	②2%	③1%	④0%	⑤元本割れ でも	合計
①強く望んでいる	11.0	9.0	13.5	11.6	4.5	49.7
②ある程度望んでいる	15.5	14.8	9.7	3.2	1.9	45.2
③どちらともいえない	1.9	0.6	1.3	0.0	0.6	4.5
④あまり望んでいない	0.6	0	0	0	0	0.6
合計	29.0	24.5	24.5	14.8	7.1	100

単位%、サンプル数 155 Fisher の直接法(両側)0.03(5%有意)
対称性による類似度 Pearson の R -0.25、Spearman の相関 -0.26

また、表 3 より、「元本返済が保証されていないリスクの心配の度合」と「配当率が最低どの率まで出資するか」には有意な関係が見られなかった。

「配当率に代わるものとして評価する事項」と「配当率が最低どの率までなら出資するか」のクロス集計では、「京町家に関するニュースや情報の定期的提供」を積極的に評価する人ほど低い配当率でも出資する傾向が見られ⁸、「京町家の再生や保存に具体的に役立つと分かる」でも同様の傾向が見られた⁹。他の選択肢では有意な関係がみられなかった。

表 3-3 配当率が最低どの率までなら出資するか(横軸)と元本返済が
保証されていないリスクの心配の度合い(縦軸)との関係

	①3%	②2%	③1%	④0%	⑤元本割れ でも	合計
①全く心配していない	2.7	1.4	2.7	2.0	1.4	10.2
②あまり心配していない	15.0	15.6	15.6	12.9	6.1	65.3
③ある程度心配	8.2	5.4	7.5	1.4	0	22.4
④大いに心配	1.4	0.7	0	0	0	2.0
合計	27.2	23.1	25.9	16.3	7.5	100

単位%、サンプル数 147、Fisher の直接法(両側)0.26
対称性による類似度 Pearson の R -0.23、Spearman の相関 -0.21

3.3 アンケート調査の結果から推察される事項

- (1) 本件事例では上限配当率を3%としたが、配当率はあまり／ほとんど重要でなかったと答

⁸ 「京町家に関するニュースや情報が定期的に提供される場合」(①特に積極的に、②積極的に、③変わらない)と「配当率が最低どの率までなら出資するか」(選択肢は表2と同じ)のクロス集計表の分析結果は、サンプル数148、Fisherの直接法(両側):0.001で1%有意、対称性による類似度:PearsonのR -0.32、Spearmanの相関 -0.31。

⁹ 「京町家の再生や保存に具体的に役立つと分かる場合」(①特に積極的に、②積極的に、③変わらない)と「配当率が最低どの率までなら出資するか」(選択肢は表2と同じ)のクロス集計表の分析結果は、サンプル数149、Fisherの直接法(両側):0.001で1%有意、対称性による類似度:PearsonのR -0.35、Spearmanの相関 -0.37。

えた出資者が6割を超えた。また、配当率が2%でも7割近く、配当率1%でも半分近くが
出資に応じたと答えている。事業者より大口出資者は配当率重視であったとの指摘もあるが、
一方で、募集日数が手続の都合から9日間(土日を含む)と短く、また、手続が間に合わず出
資できなかった者もいた事実もあったので、配当率が2%かそれ以下でも時間をかけて募集
すれば、出資が十分集まった可能性を推察できる。

(2) 配当率を0%にすることをの代わりに評価する事項として、「京町家の再生や保存に具体的に
役立つと分かること」や、「京町家に関するニュースや情報の定期的な提供」などが有意で
あった。これらは、本件事例に当てはめるとNPO法人京町家再生研究会⁽⁵⁾等の活動成果が活用
できそうであり、各地域でも町家保存活動が活発であれば実際に実行可能な事項とみられる。

(3) 「元本返済が保証されていないこと」を心配でない理由として、事業者への信頼が一番多
かった。出資者に京都居住者が多く、京町家再生に関わる者も多かったので、事業者をある
程度知っていたことも理由の一つであろう。また、自由記述回答には、京町家の役に立つな
ら10万円ぐらい失っても惜しくないとの指摘も散見された。したがって、本件事例のよう
な小規模で、地域ベースで、出資者に事業理解者が多いと予想される不動産証券化において
は、投資家へのリスク回避措置をやや緩和することで、アレンジャー費用、専門家への手数
料等のコスト軽減を行う余地があると考えられるのではないかと。

第4章 評価と今後の展開への提案

今回の京町家証券化事業については、様々な課題が既に指摘されており、事業に関わった関係者の意見では、同様の事業を同様の方法で実施していくのは厳しいとの見方が大半であり、同様の方法であれば次の事業への参画に消極的との意見も出ている。しかしながら、京町家の保存・再生は今後も進めていかなければならないとの認識は関係者の中でももちろん共通しており、次に続ける方向性の議論をしていくべきとの意見も強い。また、他地域の町家再生等に対しても、先行事例として参考にして欲しいとの考えも共通している。

4.1 本件事業の評価

- (1) 本件事例は、アレンジャー等のボランティア的活動に依存して成立した点で、試行的であり、類似の事業を継続実施するには課題を残している。しかし、京町家の保存・再生に注目を集め、関心が高い者を出資者として実際に巻き込み、参画意欲の顕在化に成功したことは高く評価できる。
- (2) 配当率3%という不動産の証券化においては低めの募集であったが、それでも応募者が十分得られることが事実として確認できた。また、アンケートからは、出資者からの低利資金調達の可能性等も把握できた。これらの点は、京町家の保存・再生の資金調達の多様な可能性を確認した点で評価できる。
- (3) しかし、この条件で資金調達ができたと、大幅な費用節減があったにせよ事業採算が確保できたことは、京町家だからこそその可能性があり、他の地域の町家でも同様の結果が得られるとは限らないとも考えられる。第1章でのべた町家ブームのなかで、本件事業でも物件の確保に当たり、町家価格や地価高騰をあおるので競争をあきらめた例を第2章で述べた。また、京都商工会議所では、「京町家はんなり会」を2003年9月に設立し、会員店舗(飲食・旅館・物販等)の相互情報交換を図っているが(経費は会員負担)、2006年11月現在で100店舗に達しており、商業利用の町家集積は他の都市とは相当の差があることが伺われる。
- (4) 配当率を下げ、アレンジャー費用や弁護士、会計士等への手数料の財源とすることを考えると、コスト軽減は、配当率を1%まで下げても単純計算で年当たり110万円(5500万円×2%)の5年分である。一方、国土交通省の2004年の調査における試算ではアレンジャー費用3000万円、文書作成費500万円、会計監査費用年間100万円等がかかり、これでは改善にはなるが不足である。したがって、本件事例では、例え配当率を下げてもアレンジャー費用等のコストの軽減をしなければ、事業採算が成り立たなかった点は動かない。

4.2 関係者の意見から抽出・整理した問題点

本件のような事業を「続けるのは困難」と結論づけるにとどまらず、仮に何らかの条件や要因が改善されたら続けられる、あるいは、このような支援が加われば続けられるという点を整理して打ち出していくことが、京町家や全国の町家再生等の将来のためにも大変有益だと考えられ、かつ、これは今の時点に行っておかないと、時間が経過とともにより難しくなるであろう。

そして、このような議論は、関連制度を所管する省庁や地方自治体・関連団体等に対して、現場の実態を踏まえた具体的な問題の提示と改善要望としても有益だと考えられる。

(1) 事業のコストの大きさとそのカバーの困難さ

- ① 特定目的会社を使った証券化手法は、投資家保護に手厚いスキームを使うこともあり、手続が複雑でかつボリュームが大きくなり、アレンジャー費用と専門職への支払いコストが多額となり、これらをまともに実施すると組成の実務と事業コストが過重になる。“荷の軽い”事業像が求められる。
- ② アレンジャーや専門職は、実費程度のボランティアで業務を行ったとしても、通常のコストの支払いを受けた場合と同様の訴訟コストなどにさらされる。
- ③ 出資を小口で広く公募することは、京町家の問題を周知するには有効であったが、手間がかかる方法であった。
- ④ 町家の改装費用は、保存の観点を重視すると費用が割高になる。また、メンテナンスコストも割高になる。

(2) 事業対象とする町家の確保の難しさ

- ① 事業コストをカバーするには事業規模の拡大が最も有効だが、対象物件の京町家をまとめて入手することが難しい。
- ② 京町家ブームとなっていて、無理に買おうとすると価格を高騰させてしまう（町家に住むことがますます困難にしてしまうなどの問題を大きくする。）
- ③ 京町家を売ることについて、個人の相続、法人の事業環境変化等の要因がない場合、売却について所有者に抵抗感がある場合が多く、空家のまま放置される場合も見られる。
- ④ 金融機関等が担保物件として京町家を設定し、担保として取得した場合、処分が早く確実に換金価値が高い方法が選ばれるためか、結果として保存・再生の方法がとられないことが多く、残念である。

(3) 事業収入の限界

- ① 店舗として賃貸すれば、現在の町家ブームもあり一定の収入が期待できるが、住宅として賃貸すると家賃を高くできず、収入として採算に合わない。
- ② 事業スキームとして、フローの収入に依存するのが本筋である。本件事業の期間中はフローでの事業運営に問題はなく、出口でも土地の値上がりを前提にしていない。しかし一方で、事業関係者の中には、土地の値上がりを見越した出資者も大口投資家を中心にかなり存在したとの見方がある。土地の値上がりが期待できない、あるいは地価が下落傾向にある場合の事業の実現性については課題といえる。

(4) 京町家の伝統的建築様式を残すこと、住宅として残すことの困難性

- ① 京町家の保存・再生のためには、京町家の伝統建築様式を残すことが当然望まれるが、それを追求すると費用がかさみ、店舗としての改装の制約にもなる場合があるので、事業採算をより厳しくしてしまう。
- ② 京町家の保存には職住の両面があることも重要であり、居住用の京町家の保存・再生も望まれるが、居住用物件では、改装費用をテナントに負担してもらうことが難しく、また、前述のとおり家賃収入が高く設定できないことから、証券化の対象物件として含めることが難しい。
- ③ 建築基準法上の既存不適格物件であり、法律の範囲内での改修が求められる。特に、増築を伴う場合や大規模の修繕・模様替を伴う場合等には建築確認が必要となり、既存部分も含めた適法性が問われる。また、建築基準法以外にも、消防法、景観関連条例等、様々な法規制をクリアする必要がある。
- ④ 京町家は、登記や固定資産税の評価上は実態が反映されていないことが多い。(本件事業では、現状と登記が相違していることについて銀行融資を受ける場合には是正を求められ、登記のみ変更した。このことは、課税条件の変更につながり、税が増額となった。)
- ⑤ 火災や震災に弱いので、災害リスクの多い投資物件となってしまう。

(5) 事業の支援体制の不足

- ① 地方には相談する人がいない。また、行政関連部局も不動産証券化事業に携わる経験が少ないためノウハウの蓄積が十分とは言えず、効率的な実施ができない。なお、窓口担当者は、経験を積んでも定期的に移動してしまうので、事業が続かないとしばらくすれば不慣れな担当者となってしまう。
- ② 運営段階でも専門の受託者がいないので、素人が維持管理をすると必要な手続きを忘れてしまったりする。なお、東京の専門家に依頼すると、採算的に合わないコストを要求されてしまう。

(6) 関連制度の未整備

法人住民税の資本金規模別の額において、出資金を資本金と考えて適用すると、相対的に割高な税負担になる（借入金と同等に取り扱い、資本金と評価しないことを確保したい）。今回のように小規模の証券化の場合、キャッシュフローと税務処理に乖離が起り、90%配当要件の維持が困難となってくる。

(7) その他の改善の検討を要する点

- ① 事業期間が5年間であり、事業終了時点で売却するスキームは、その後の町家の再生・保存の担保がない。より長い事業期間が必要。ただし、事業期間が長いと、投資家確保の面では不利かもしれない（火災・地震で滅失する危険が他の物件より高いなど）。
- ② 金融制度的側面からは、投資家へのリスク説明、リスクヘッジ方法、事業実施上の責任の所在の明確について、さらに工夫を要するかもしれない。

4.3 問題点の解決への対応・アイデア

（実現性をあまり気にせず、課題も指摘しながら）

(1) 京町家の物件取得の容易化、その他の方法で、事業規模を大きくする。

- ① 多くの京町家をリーズナブルな価格で日常的、継続的に取得できる仕組みを整備し、多くの町家（3億円以上、すなわち8～10物件）を一括して事業化する。

ア) 京町家証券化を篤志的な資金（例えばゼロ配当や低配当）で実施することを前面に押し出し、京町家をできるだけ残したいと考える持ち主に対して、一般の不動産会社ではなく保存・再生事業側に売却したい気持ちにさせる。（課題：大きな効果が得られるか見通しにくい。）

イ) 京町家関連のファンドや公的機関による京町家の先行取得の仕組みの創設。その後、民間事業者が数ヶ月程度の準備期間を経て引き取り、証券化その他の手法で保存・再生を実施していくという二段階方式を取る。

- ・京町家まちづくりファンドが急に売りに出された物件を緊急的に先行取得する。この場合、資金不足を解消するため、寄付でなく無利子の出資または借入れ（元本は基本的に返済されるもの）の第2ファンドを作ることも視野に入れる。（課題：現状では、京町家まちづくりファンドの基本計画には緊急的な京町家の買取りも含まれているが、資金不足から実施困難な状況。無利子資金の第2ファンドはアイデア段階に過ぎない。）

- ・自治体の公社、あるいは自治体自らなどが、京町家物件の先行取得を行う。特に、今回、新景観条例の制定により私権制限を強化した京都市中心部（田の字地区等）などで行う考え方もある。その際、超低利の地方債等を京町家取得目的として発行するのも有効ではないか？（課題：既存公社の役割に含められるか、予算確保ができるか、事業採算を確実なものとするかなど。）

り) あらかじめ京町家の保存・再生に参加意欲のある無利子(超低利)出資者をリスト化しておき、物件が売りに出されたら即座に出資を求め、その資金で買取りを行う制度を設ける。より迅速に対応するには、民間ファンド(あるいは信託?)としてあらかじめ資金拠出を行ってもらっておく方法もあり得る。(課題:制度の運営主体を誰にするのが難しい。また、あらかじめ資金拠出を求める方法には、リートなどの方法はTMK方式より複雑で困難であるほか、出資法上の規制がかかるなど簡単ではなさそうである。)

なお、出資者の範囲がさほど広くなくてよいなら、株式会社方式で資金を集めて事業を行っている例があるので、参考となる。

エ) 京町家を担保として設定する金融機関に京町家の保存・再生の推進者として理解を得て、物件を保存・再生に回すようにしてもらう。(課題:担保との性格から、難しいとの指摘もある。)

② 事業を通常の業務・商業ビルとの混成として、採算性の悪さをカバーする。ただし、若干全体事業の採算性が落ちることに関しては、京町家保存・再生プロジェクトとしての理解を得ることにより出資者の認識を得る。(課題:収益狙いの出資者と京町家を守りたい出資者は別であるとも考えられ、うまく募集できるかが要検討。)

③ 物件の買取りでなく、上物の定期借家権(10年間、20年間など)を使って案件を集める。

ア) このアイデアには、次のメリットがある。

- ・物件の売却には抵抗がある京町家保有者が多いので、借りる方が物件を集めやすい。現在、空家のまま放置されている物件も多いので、それを対象にできる。
- ・事業の元本割れリスクなどについては、地価の変動が大きいですが、それを事業対象外にできるので、事業が安定化する。
- ・上物の定期借家権のみであれば、事業資金が少なくてすむ。
- ・物件所有者としては、借家期間後に、物件が補修されて、場合によってはテナントつきで戻ってくることになる。

イ) 一方、このアイデアについては、次の課題がある。

- ・資産流動化法の特定目的会社(TMK)スキームでは、定期借家権を対象に実施でき

ないとの規定は見当たらないが、定期借家権プラス改修費程度の費用をわざわざ証券化により調達する必要があるのか疑問視されそう。事業費が小さくなれば、相対的にアレンジャーコストの比率はますます高くなる。

したがって、不動産証券化でなく、特定の借入れによる方法、ファンドを使う方法、信託を使う方法など、新たなスキームとして描くことが合理的かもしれない。

(2) 事業のアレンジャー、専門職のコストを軽減する

① 必要な手続・要件を緩和・軽減できる制度改正(法令改正)を行うよう、積極的に要請する。(課題:投資家保護の観点から設けられた手続であり、その緩和は一般の投資家の利益を損なう可能性がある。)

ア) 今回使用した「特定目的会社(TMK)方式」について、投資家保護のために求められる文書作成・開示を軽減できないか。その軽減の理由として例えば次の点が考慮できないか。

- ・個々の投資家の投資規模が小さい場合(今回、一口10万円)
- ・事業主体について投資家が知っていて信頼を寄せている場合
- ・事業目的への支援の気持ちが強い出資者のみの場合
- ・事業全体の規模が小さい場合
- ・何らかの形で公的関与がある場合

イ) 今回は要件上採用できなかった「不動産特定共同事業」について、事業者要件(1億円以上の資本金など)を抜本的に緩和できれば、案件組成のコストの軽減の面でメリットがありそうである。緩和の理由として例えば次の点が考慮できないか。

- ・事業主体について投資家が知っていて信頼を寄せている場合
- ・事業目的への支援の気持ちが強い出資者のみの場合
- ・地域の規模の小さい事業である場合
- ・何らかの形で公的な関与がある場合

② 政府、京都市、公的機関等がアレンジャーや専門家の報酬を補助する。例えば、人材育成費用としての位置づけなどはどうか？(課題:既存の制度として、少なくとも本格的なものは存在しない。)

(3) 資金調達コストを軽減する。

① 今回の出資者アンケートの結果、篤志家的な出資者は、配当が0%でも出資に応じる可能性もあることが分かったことを踏まえ、配当3%を思い切って引き下げる。これにより、出資者は社会貢献の実施という性格を強めることができ、新たな出資理由を開拓で

きる可能性もある。なお、その際、京町家の情報提供やイベントの参加などの出資者メリットをつけることが有効あるいは必要である。（課題：今回の大口出資者は配当狙いであったことから、資金額を確保することについては、今回のように円滑には行かない可能性がある。）

- ② 企業等の一般主体からローリスク、ローリターンである借入金を導入(社債発行の形)すれば、より低金利で調達できる可能性がある。また、一般主体の参画形態が多様化される。（課題：今回の事業規模であると、さほど大きなコスト改善効果はない。スキームがより複雑になるので、案件組成コストがさらに大きくなる可能性がある。）

なお、留意点として以下の点をあげることができる。

- ・ 信用のある企業等の事業参加は、融資に必要な書類、手続が多くなる面もあるが、出資募集にプラスに働く効果が期待できる点も認識することが必要。
- ・ 企業としても、社会貢献や企業イメージの向上を前面に出すとすれば、ゼロ金利の方が分かりやすくないか？（少なくとも将来的には）

- ③ 小口公募の方法から、まとまった少数・大口の形での調達にする。なお、この場合、京町家の問題を広報する効果は、別途の方法で実施することとする。（課題：配当率がゼロまたは超低利で応じる出資者が大口で存在するかどうかは疑問。ただし、企業の社会貢献や企業イメージ向上の観点からの資金は、むしろ引き出しやすくなるかもしれない。）

(4) 事業主体・関係専門職の事務負担、リスク負担を軽減する

- ① 上述(2)①の要件、手続の緩和・軽減のための制度改正(法令改正)を、コスト軽減だけでなく、事務負担、リスク負担の面からも積極的に要請する。（課題：投資家保護の観点から設けられた手続であり、その緩和は一般の投資家の利益を損なう可能性がある。）

- ② アレンジャー、関与した専門職が抱える金融機関や投資家からの訴訟リスクを軽減する方策として、公的主体からの支援を導入する。例えば、保険が使えるれば保険料補助など。（課題：アイデア段階に過ぎず、例えば、事業ごとに区分した保険などは想定しにくいかもしれない。）

- ③ 天変地異や急激な事業環境変化などのやむを得ない事業リスク（特定目的会社、オリジネータ、事業推進者の負担）を軽減するため、公的機関や民間の篤志的な主体によるリスクカバーを考える。例えば、公的機関が出資の劣後部分を保有する。なお、京町家まちづくりファンドなどを想定すると、補助金ではなく出資なので、ファンドの金額の目減りを抑えられる。（課題：ファンドの安全運用などが強調されている中で、このようなリスクを

取る意思決定は、容易なものではないかもしれない。)

- ④ 今回、金融機関も初めての経験であり、また、事業主体も手探りであったため、融資を受けるための必要書類・必要手続をそろえることに双方とも相当の事務負担や調整コストが生じたが、今後は、経験を踏まえてより柔軟な対応をとり、事務負担の軽減をする。
(課題:金融機関として、透明性、確実性が必要であり、監督当局からの検査等でもしっかりした対応を求められている背景がある。)

(5) より多様な助成・支援を受ける方策のアイデア

- ① 京町家の証券化事業が、京町家の保存・再生の必要性の啓蒙に大きな効果を発揮する点、さらには、京町家のファンを京都内外に増やす効果がある点を評価してもらい、次の助成・支援の可能性を探る。(課題:アイデア段階に過ぎない。)

ア) 京都市・関連団体の観光PR経費からの助成

- イ) 企業からの協賛金、例えば、観光業界からの支援、企業の社会貢献としての協賛やイメージアップの広報宣伝費など

- ② 居住用の京町家の保存・再生については、事業収入で出資金への配当をまかなう証券化手法ではどうしても採算ベースに乗りにくいので、別の方策を考えていく必要がある。
(課題:アイデア段階に過ぎない。)

ア) 京町家を公的、準公的な賃貸住宅と位置づける。

- イ) 国の住替え支援(高齢者等の大きな住宅の借上げ方式)の対象とする。

ウ) 改修費の公的負担、補助金の支出(京町家まちづくりファンド経由など)

おわりに

「京町家」と「不動産証券化」という2つの、今まさに旬のキーワードを結びつけた事業が立ち上がった。そもそも不動産証券化自体が不動産と金融のドッキングであり、それに地域生活文化が融合するという複雑で困難な組み合わせが成功したことは、これに関与したメンバーの人知の勝利であり、成果としてたたえ合いたいと思います。

この上は事業期間の経過を経て、出口をつつがなく締めくくることが出来るように祈念すると共に、最後まで事業関係者の協力をお願いする次第です。

この報告書は、国土交通省から地方における不動産証券化手法を用いた地域活性化の事例として公開を求められたことも背景に、事業関係者の賛意と協力によりとりまとめた簡潔な報告書であります。

報告書の取りまとめは京都大学経済研究所の丸谷浩明教授に委嘱し、研究室スタッフの方々のお力添えをいただきました。丸谷先生からは京町家証券化の動きの当初の時点で、研究対象としてアンケート実施の申し出を受けており、(アンケート結果は本報告書に収載) その関係で取りまとめをお願いしました。先生には前述の通り、複雑で困難な組み合わせの各関係者間の取りまとめに多大なご苦勞をおかけ致し、本報告書の発行に至ったことに感謝申し上げます。

4月21日(土)に景観・まちづくりセンターにおいて京町家証券化事業の報告会シンポジウムを開催しました。散会時に堀江真造さん(元京都市職員・京都シティ開発(株)元代表取締役)から声をかけられました。「岡本さん、次をやらなあかんよ。2回目は1回目より楽やから、期待してるよ。」堀江さんにはボランティアにて京町家証券化特定目的会社の監査役をお願いしており恐縮の気持ちで一杯のところ、逆に勇気づけられました。報告書完成を更なる事業取り組みへの出発点として位置付け、複雑で困難な事業に仲間と共に引き続きチャレンジして参ります。

皆さんありがとうございました。そしてこれからもよろしくお願い申し上げます。

有限責任中間法人京都不動産投資顧問業協会
理事長 岡本 秀巳

出資者アンケートを共同実施させていただいて以来、大学の地元京都で本当に様々な方々との共同作業に加わることができ、大変うれしい機会となりました。ここに改めて、京町家証券化を実現された皆様に心から敬意を表します

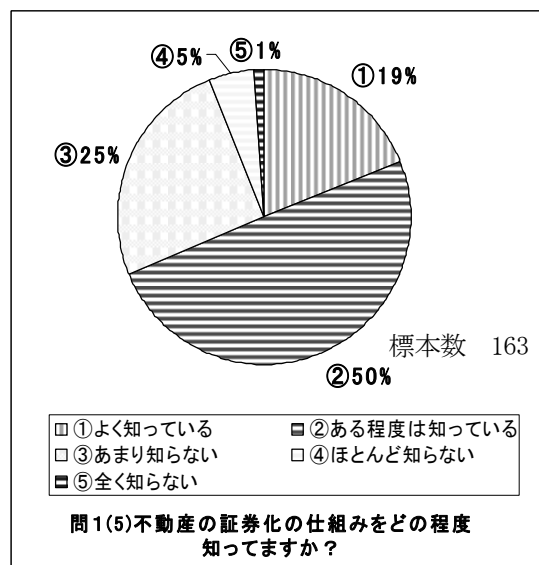
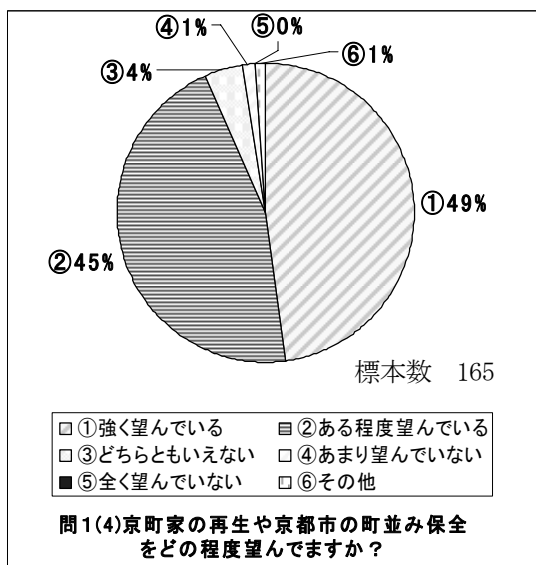
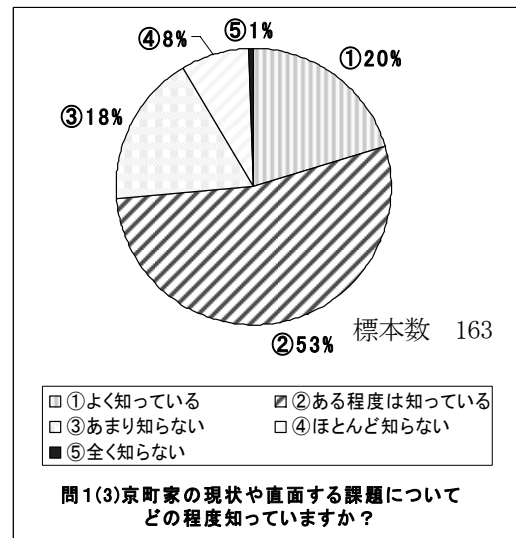
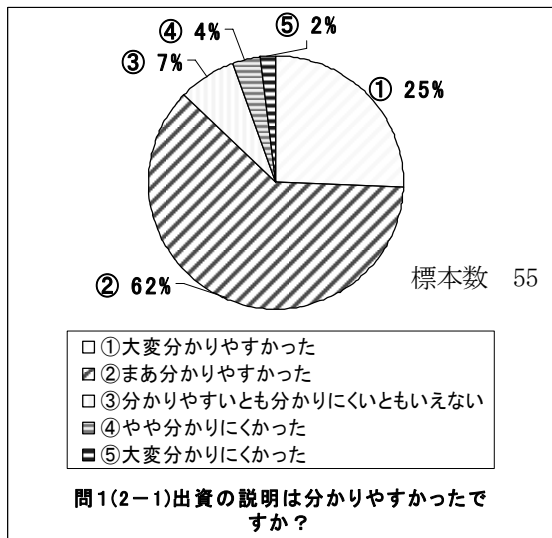
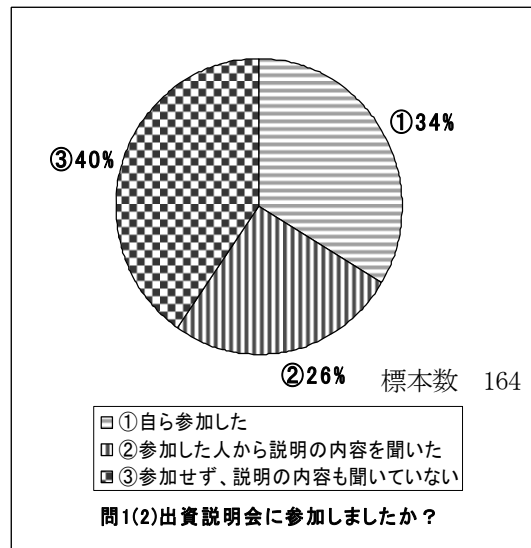
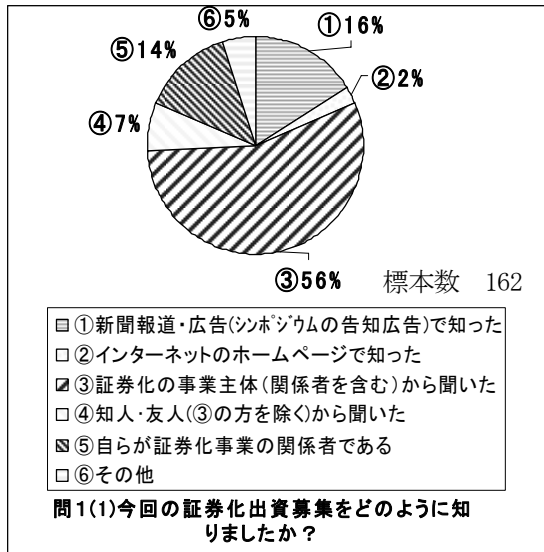
京都大学経済研究所 教授 丸谷 浩明

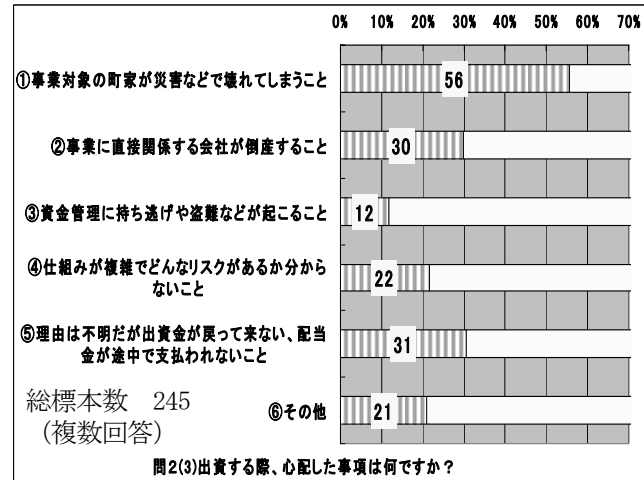
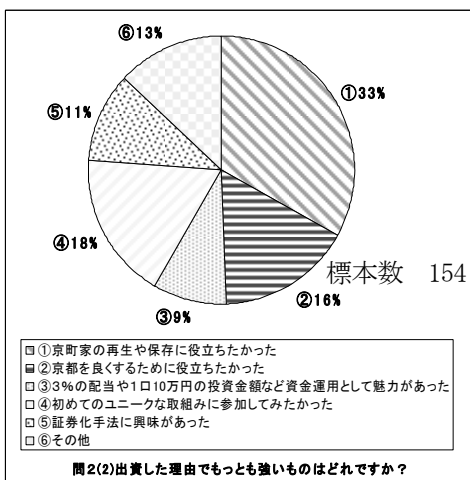
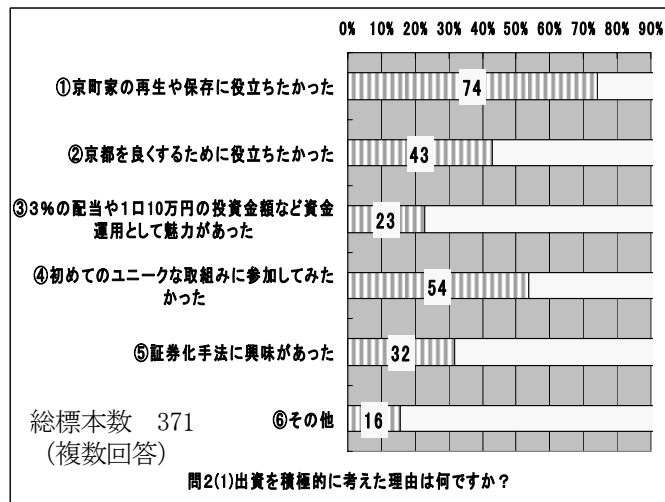
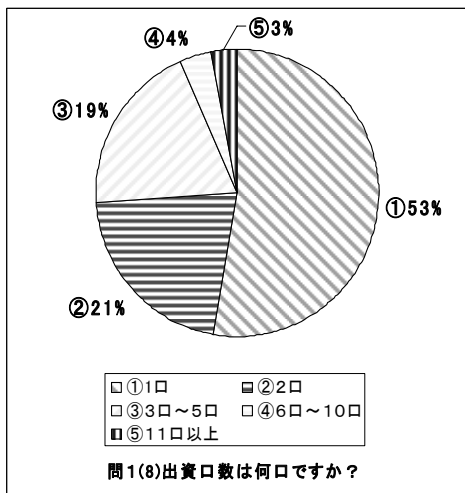
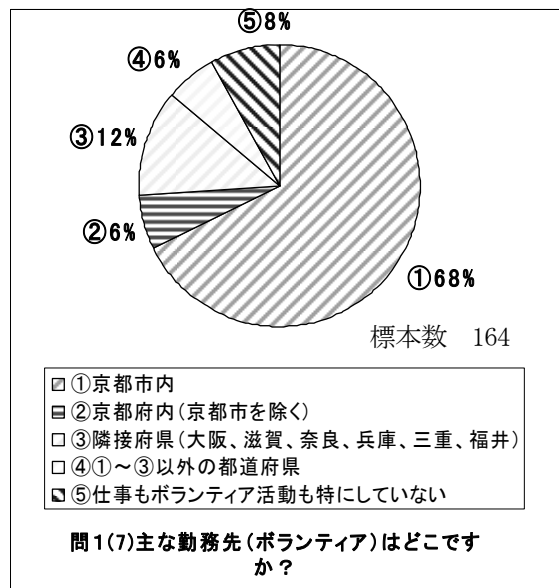
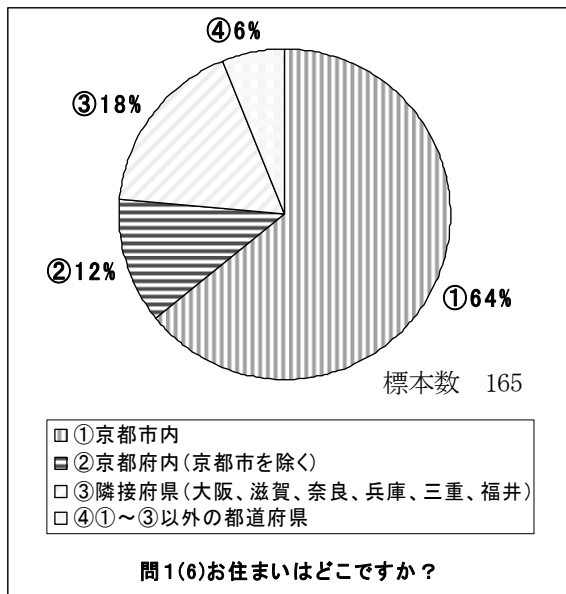
資料 アンケート結果詳細資料

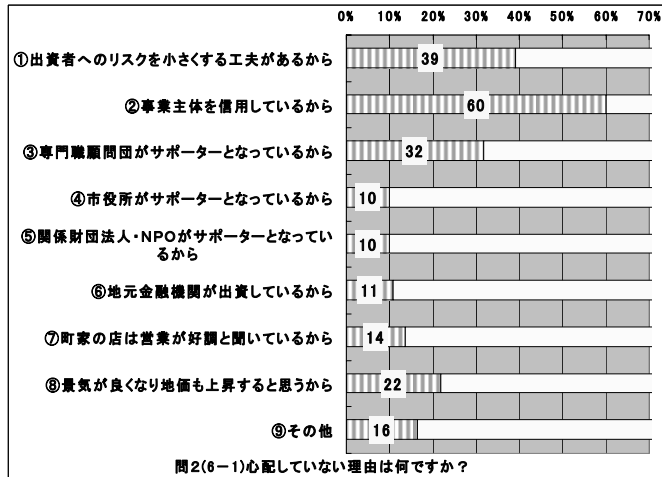
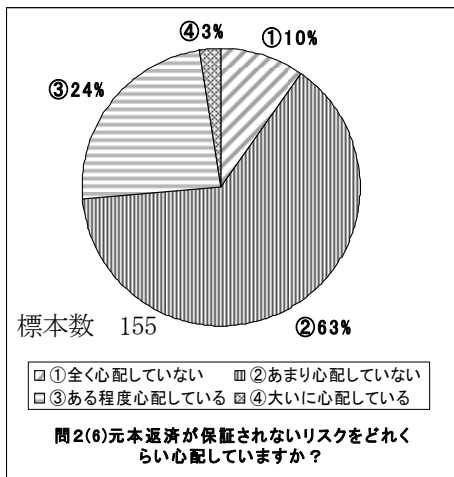
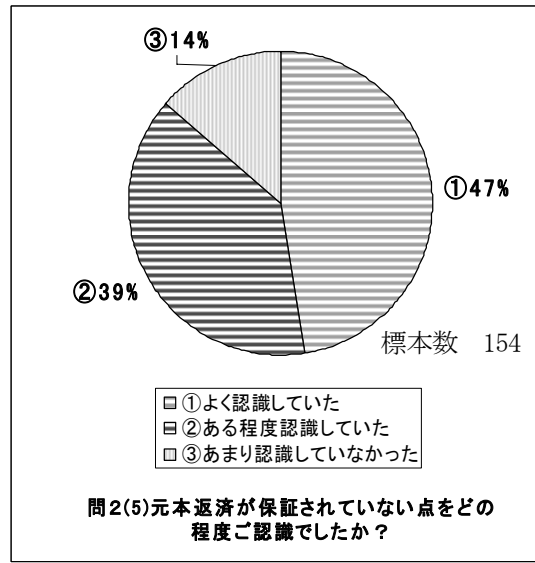
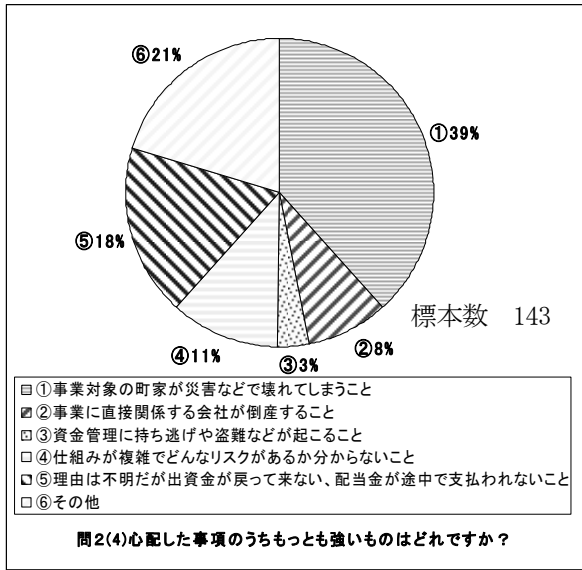
京町家証券化出資者アンケート 集計結果概要

- I 実施目的： 今回の京町家の証券化についてどのような理由や状況で出資が得られたかを調査分析し、今後の京町家、さらには他地域の町家の再生手法の検討に資することを目的とする。
- II 実施主体： 京都大学経済研究所 丸谷研究室、京町家証券化特定目的会社。なお、アンケートの企画のとりまとめ、発送、回収及び集計は、費用負担を含め、京都大学丸谷研究室が担当
- III 実施方式： 郵送によるアンケート調査票を送付し、同封した返信用封筒による回答。なお、送付後1週間程度のタイミングで、はがきにて回収協力を送付先に要請した。
- IV 実施期間： 平成18年8月2日～16日（締切期日）、回収は9月中まで継続
- V 回収率： 配布数209、回答数165。回収率79%（18年9月25日確定）
- VI 調査依頼状： 2ページの「京町家証券化の出資者アンケートのお願い」のとおり
- VII 調査票： 3～6ページの「京町家証券化出資者の皆様へのアンケート 質問・回答用紙」のとおり。
- VIII 集計結果： 7ページ以降に掲載

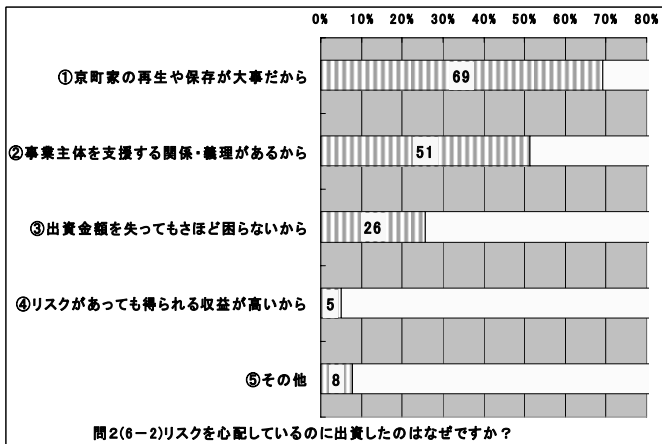
<資料1> 回答結果の集計



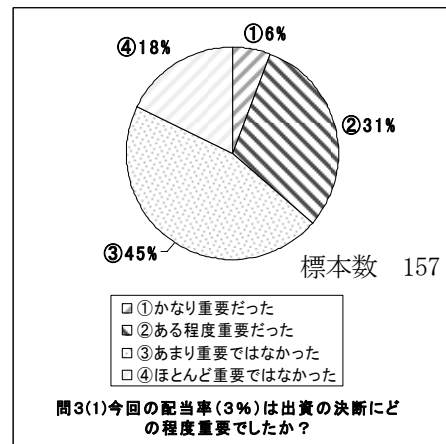


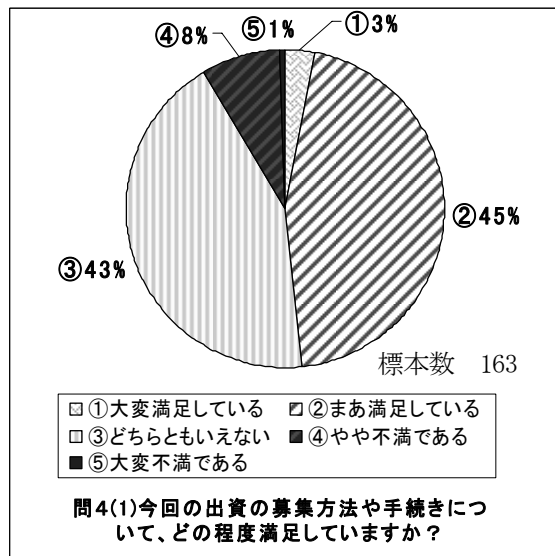
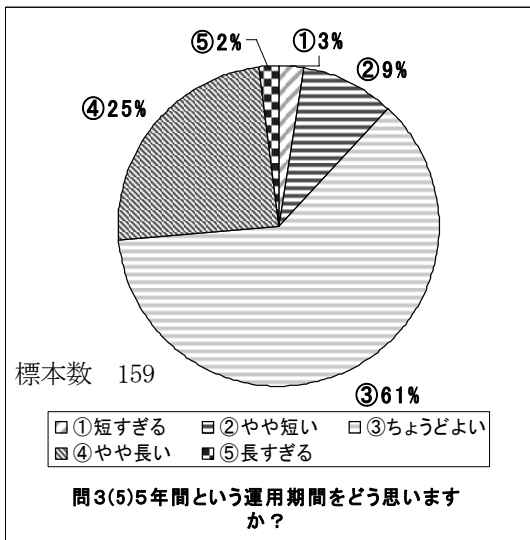
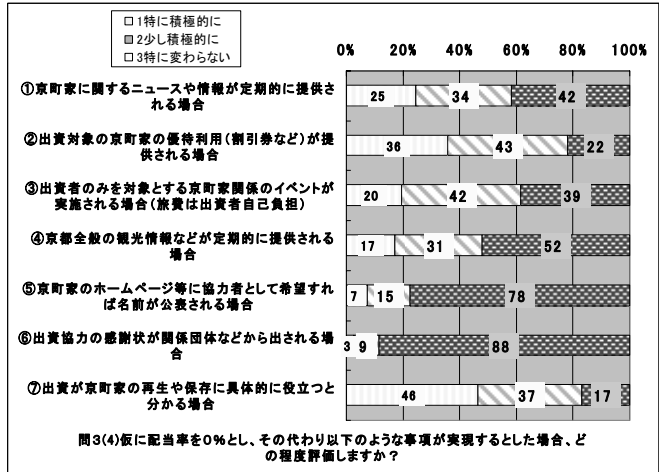
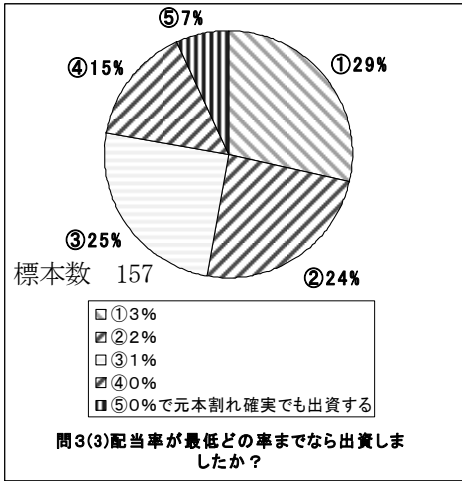
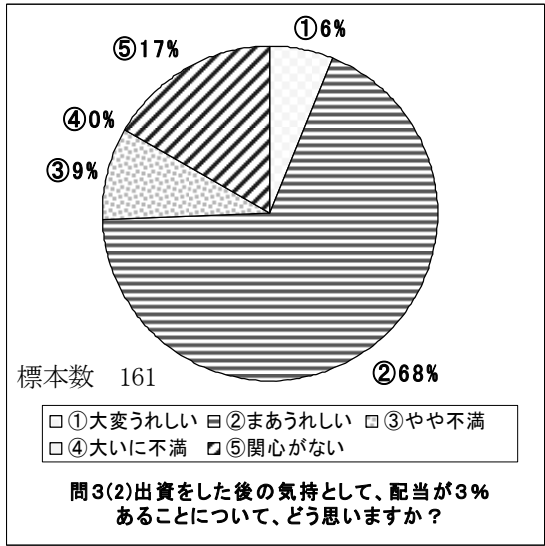
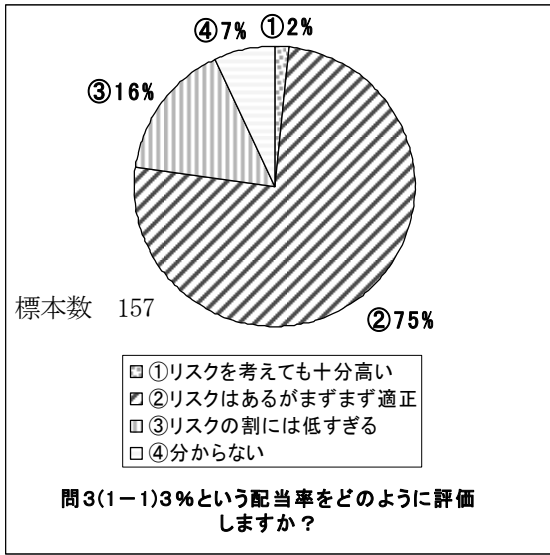


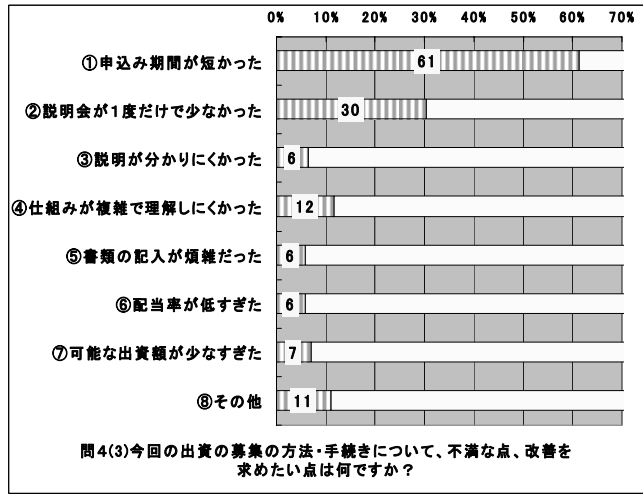
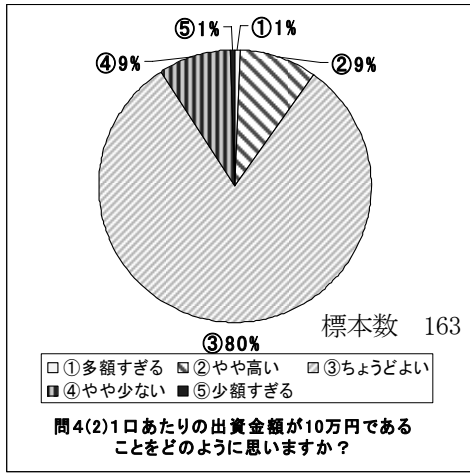
総標本数 235 (複数回答)



総標本数 62 (複数回答)







総標本数 216 (複数回答)

平成 18 年 8 月 2 日

京町家証券化の出資者アンケートのお願い

京都大学経済研究所 丸谷研究室

京町家証券化特定目的会社

私ども、京都大学 経済研究所の丸谷研究室（丸谷浩明 教授）と京町家証券化特定目的会社は、京町家証券化の出資者の皆様にアンケートを実施させていただきます。今後の京町家の再生のため、ぜひご協力をお願いいたします。

1. アンケート調査の目的

今回の証券化についてどのような理由や状況で出資が得られたかを調査分析し、今後の京町家、さらには他地域の町家の再生手法の検討に資することを目的とします。

2. 調査の企画・実施体制

アンケートの企画のとりまとめ、発送、回収及び集計は、費用負担を含め、京都大学丸谷研究室が担当いたします。

3. 出資者名簿のご提供を受けた根拠

アンケート実施のために丸谷研究室が出資者の皆様の名簿のご提供を受けることについては、18年6月18日の「京町家証券化シンポジウム」で事前説明されました。また、そこに参加されなかった方には、申込書郵送の際、「(株)八清（ハチセ）の個人情報利用目的について」が同封され、大学等に調査研究目的で提供することがあると記載されています。なお、近畿財務局に届け出た京町家証券化特定目的会社の資産流動化計画((株)都ハウジングホームページ<http://www.miyako-h.co.jp/kyomachiya/>に掲載予定)にも、大学等に調査研究目的で提供することがあると記載されています。

4. アンケート回答の情報の取扱い・利用方法

返送いただいたアンケートの回答の原本は、京都大学丸谷研究室にて責任を持って保管します。

アンケートの個々の回答の内容は、丸谷研究室および京町家証券化特定目的会社、並びに特定目的会社が共同研究者として認めた大阪市立大学大学院創造都市研究科小長谷研究室（小長谷一之教授）のみが使用します。

アンケートの個々の回答の内容は、統計的に処理したうえ、京町家の再生、不動産の証券化等に関する学術論文の作成及び学会、研究会、シンポジウム等での研究、報告等の資料に使用するものとします。したがって、個々の回答の内容を公表することは一切ございません。

5. アンケートのご提出、ご質問

別紙のアンケート回答用紙にご記入のうえ、平成18年8月16日（水）までに、返信用封筒に入れて、切手を貼らずに郵便ポストに入れてください。

<問い合わせ先>

〒608-8501 京都市左京区吉田本町

京都大学経済研究所 先端政策分析研究センター(CAPS) 丸谷研究室

教授 丸谷（まるや） 研究員 木下 研究アシスタント 坪田

電話 075-753-7175（秘書 木村） Fax 075-753-7178

電子メール caps_kyoto@kier.kyoto-u.ac.jp

京町家証券化出資者の皆様へのアンケート 質問・回答用紙

以下の質問に回答いただけますよう、よろしくお願い申し上げます。(京都大学丸谷研究室)

問1 出資の経緯などについてお聞きします

- (1) 今回の京町家証券化の出資募集を、最初にどのように知りましたか？(1つだけに○)
- ① 新聞報道・広告(シポジウムの告知広告)で知った ② インターネットのホームページで知った
③ 証券化の事業主体(関係者を含む)から聞いた ④ 知人・友人(③の方を除く)から聞いた
⑤ 自らが証券化事業の関係者である
⑥ その他(具体的に: _____)
- (2) 去る6月18日(日)に開催された京町家証券化シンポジウムでの出資説明会に参加しましたか？(1つだけに○)
- ① 自ら参加した ② 参加した人から説明の内容を聞いた
③ 参加せず、説明の内容も聞いていない
- (2-1) ①と答えた方にお聞きします。出資の説明は分かりやすかったですか？(1つだけに○)
- ① 大変分かりやすかった ② まあ分かりやすかった ③ 分かりやすいとも分かりにくいともいえない ④ やや分かりにくかった ⑤ 大変分かりにくかった
- (3) あなたは京町家の現状や直面する課題について、どの程度ご存知ですか？(1つだけに○)
- ① よく知っている ② ある程度は知っている ③ あまり知らない
④ ほとんど知らない ⑤ 全く知らない
- (4) あなたは京町家の再生や京都市の町並み再生についてどの程度を望んでいますか？(1つだけに○)
- ① 強く望んでいる ② ある程度望んでいる ③ どちらともいえない
④ あまり望んでいない ⑤ 全く望んでいない
⑥ その他(具体的に: _____)
- (5) あなたは不動産の証券化の仕組みについてどの程度ご存知ですか？(1つだけに○)
- ① よく知っている ② ある程度は知っている ③ あまり知らない
④ ほとんど知らない ⑤ 全く知らない
- (6) あなたのお住まいはどこですか？(1つだけに○)
- ① 京都市内 ② 京都府内(京都市を除く) ③ 隣接府県(大阪、滋賀、奈良、兵庫、三重、福井)
④ ①～③以外の都道府県
- (7) あなたの主な勤務先(ボランティア活動の活動地なども含む)はどこですか？(1つだけに○)
- ① 京都市内 ② 京都府内(京都市を除く) ③ 隣接府県(大阪、滋賀、奈良、兵庫、三重、福井)
④ ①～③以外の都道府県 ⑤ 仕事もボランティア活動も特にしていない

(8) 今回の出資口数(申込み口数でなく、実際に出資が成立した口数)は何口ですか?(1つだけに○)

- ① 1口 ② 2口 ③ 3口~5口 ④ 6口~10口 ⑤ 11口以上

問2 出資を決めた理由、心配した事項などについてお聞きします。

(1) あなたが出資を積極的に考えた理由は何ですか?(当てはまるものすべてに○)

- ① 京町家の再生や保存に役立ちたかった ② 京都を良くするために役立ちたかった
③ 3%の配当や1口10万円の投資金額など資金運用として魅力があった
④ 初めてのユニークな取組みに参加してみたかった ⑤ 証券化手法に興味があった
⑥ その他(具体的に: _____)

(2) (1)で答えた理由のうち、もっとも強いものはどれですか?(1つだけに○)

- (1)の中の ① ② ③ ④ ⑤ ⑥

(3) あなたが出資する際、心配した事項は何ですか。(当てはまるものすべてに○)

- ① 事業対象の町家が災害などで壊れてしまうこと ② 事業に直接関係する会社が倒産すること
③ 資金管理に持ち逃げや盗難などが起こること
④ 仕組みが複雑でどんなリスクがあるか分からないこと
⑤ 理由は不明だが出資金が戻って来ない、配当金が途中で支払われないこと
⑥ その他(具体的に: _____)

(4) (3)で答えた理由のうち、もっとも強いものはどれですか?(1つだけに○)

- (3)の中の ① ② ③ ④ ⑤ ⑥

(5) 出資金の元本返済が保証されていないことは説明会でも説明され、目論見書にも詳しく述べられていましたが、元本返済が保証されていない点をどの程度ご認識でしたか?(1つだけに○)

- ① よく認識していた ② ある程度認識していた ③ あまり認識していなかった

(6) この元本返済が保証されないリスクについてどれぐらい心配していますか?(1つだけに○)

- ① 全く心配していない ② あまり心配していない ③ ある程度心配している
④ 大いに心配している

(6-1) (6)で①または②と答えた方にお聞きします。心配していない理由は何ですか?(当てはまるものすべてに○)

- ① 出資者へのリスクを小さくする工夫があるから ② 事業主体を信用しているから
③ 専門職顧問団がサポーターとなっているから ④ 市役所がサポーターとなっているから
⑤ 関係財団法人・NPOがサポーターとなっているから
⑥ 地元金融機関が出資しているから ⑦ 町家の店は営業が好調と聞いているから
⑧ 景気が良くなり地価も上昇すると思うから

⑨ その他（具体的に）

(6-2)(6)で③または④と答えた方にお聞きします。リスクを心配しているのに出資したのはなぜですか？（当てはまるものすべてに○）

- ① 京町家の再生や保存が大事だから ② 事業主体を支援する関係・義理があるから
③ 出資金額を失ってもさほど困らないから ④ リスクがあっても得られる収益が高いから
⑤ その他（具体的に）

問3 配当率の評価についてお聞きします

(1) 今回の配当率（3%）は、出資しようという決断にどの程度重要でしたか？（1つだけに○）

- ① かなり重要だった ② ある程度重要だった ③ あまり重要ではなかった
④ ほとんど重要ではなかった

(1-1) (1)で①または②と答えた方にお聞きします。3%という配当率についてどのように評価しますか？（1つだけに○）

- ① リスクを考えても十分高い ② リスクはあるがまずまず適正
③ リスクの割には低すぎる ④ 分からない

(2) 出資を決めた後の気持として、配当が3%あることについて、どう思いますか。（1つだけに○）

- ① 大変うれしい ② まあうれしい ③ やや不満 ④ 大いに不満
⑤ 関心がない

(3) 今回の事業で配当率が違ったら、最低どの率までなら出資しましたか？（1つだけに○）

- ① 3% ② 2% ③ 1% ④ 0% ⑤ 0%で元本割れ確実でも出資する

(4) 仮に配当率を0%とし、一方で、以下のような事項が実現するとした場合、それぞれの事項を配当に代わるものとしてどの程度評価しますか？（それぞれ1つだけに○）

	かなり積極的に	少し積極的に	特に変わらない
① 京町家に関するニュースや情報が定期的に提供される場合	1	2	3
② 出資対象の京町家の優待利用（割引券など）が提供される場合	1	2	3
③ 出資者のみを対象とする京町家関係のイベントが実施される場合（旅費は出資者自己負担）	1	2	3
④ 京都全般の観光情報などが定期的に提供される場合	1	2	3
⑤ 京町家のホームページ等に協力者として希望すれば名前が公表される場合	1	2	3

京町家証券化事業報告書

—証券化の実際と今後の課題・展望—

2007年5月15日 発行

著者 京町家証券化事業研究会(構成員:有限責任中間法人京都不動産投資顧問業協会、
NPO法人 京町家再生研究会、京都大学 丸谷研究室、(財)京都市景観・まち
づくりセンター)

発行者 京町家証券化事業研究会

所在地 〒600-8127 京都市下京区西木屋町通上ノ口上る梅湊町 83 番地の 1
『ひと・まち交流館 京都』地下1階 (財)京都市景観・まちづくり
センター内 (同センター電話 075-354-8701 FAX 075-354-8704)

本報告書の内容のご質問、ご意見等は、以下までお願いします。

京都大学 経済研究所 先端政策分析研究センター (CAPS)

電話 075-753-7175 FAX 075-753-7178 電子メール caps_kyoto@kier.kyoto-u.ac.jp

丸谷浩明 (まるやひろあき) 研究室まで