



2022年3月31日 森本紀行はこう見る

## 投資対象でないものを投資対象にする技法

美術品を購入することは、社会的責任のある投資家の投資としては認められませんが、優れた美術品には大きな経済的価値があります。さて、アートを投資対象にできるのか。

社会的責任のある投資家にとっては、投資対象の範囲は限られています。つまり、投資対象の適格性の要件は、キャッシュフローを生むことであって、利息配当金や賃貸料などのキャッシュを生む可能性のないものは、適格な投資対象としての資産ではないのです。

しかし、キャッシュを生まない金地金は投資対象ではないでしょうか。

金は、人類の歴史とともに古い資産で、歴史的には、つい最近まで、貨幣の通用力を支える信用制度の基礎に置かれてきた経緯もあって、資産性に疑義がないどころか、逆に、特権的な資産の王者という側面も否定し得ません。ところが、金の保有はキャッシュを創出しないのも事実であって、単なる価格変動に対する投機という側面も否定し得ないわけです。

こういう哲学的な難しさもあって、金は、ごく最近までは、社会的責任のある投資家の投資対象としては、認められていなかったのですが、世界的な信用制度の安定性に関する本源的な不安が顕在化してくると、金の歴史的な意義が再評価されて、適格な投資対象として認められるようになっていきます。

そして、最近の事実として、金価格は騰貴してきました。結果を見る限り、金は優れた投資対象だったのです。もっとも、この金価格の騰貴が金の投資対象としての認知を高めたのか、金の投資対象としての認知が高まったがゆえに金価格が騰貴したのかは、不明です。

アートも適格な投資対象になり得るのですか。

アートは、単に保有していても、キャッシュを生みませんが、事実としては、金と同様の絶対的な希少性を背景に、優れた作品の価格は騰貴してきています。故に、金と同じ文脈において、投資対象としての適格性についての議論が起き得るのは当然です。しかし、ア

ートには、金のような信用制度の基盤という歴史的背景はありませんし、金と違って、劣化の危険もあります。金については、劣化しないという特異な性格も、投資対象としての適格性を支えてきたのです。

アートからキャッシュが生まれる仕組みを工夫できないでしょうか。

土地は、単に保有するだけではキャッシュを生みません。故に、単なる土地そのものは、一般人の通念に反して、社会的責任のある投資家にとっては、適格な投資対象になり得ません。ところが、土地は、その上に借地権や構造物を設置することで、簡単にキャッシュを生む仕組みに仕立てることができますから、土地は、投資対象に構成し得る可能性において、投資対象なのです。

同様に、アートは、その単なる保有からはキャッシュが生まれませんが故に、適格な投資対象ではないのですが、その上に何らかの権利を設定するか、賃貸に供することなどを通じて、キャッシュを生む仕組みに構成できるのならば、適格性を帯びてくると考えられます。

アートを賃貸に出すことは、現実に行われていませんか。

美術館や收藏家が保有している美術品を展覧会等へ貸し出すことは、普通に行われていますが、収益事業にはなり得ないと考えられます。つまり、賃貸に出す側が賃貸料を受け取るとして、賃貸を受ける側が費用に見合う以上の入場料収入等を得られるとは思えず、仮に、事業として成立するにしても、一つの投資対象として構成するには、あまりにも金額が小さいと思われれます。

何らかの権利をアートの上に設定できませんか。

最も簡単なのは、資金を借入れる際に担保に供すること、即ち、アート担保金融です。この英語でいうアートバンキングは、欧米等では、個人富裕層の厚みが大きく、その少なからざる部分がアートの收藏家であるという現実があつて、それなりの規模の市場があると想像されます。

例えば、一つの典型的状況として、事業を営む富裕なアート收藏家がいたとして、その事業のほうで緊急の資金調達が必要が生じたとき、時間の制約のなかで調達方法を工

夫するとしたら、自分の個人財産であるアートを担保に供して資金を借入れるのが簡単です。

こうした資金需要は、アート収集家である富裕層には、様々な場面で生じます。よくあるのは、離婚における財産分割にともなう資金調達です。相続のときにも同じことが生じます。個人富裕層の総合的な財産管理を請け負うのがプライベートバンキングですが、アートバンキングは、プライベートバンキングの重要な分野なのです。

**アートに担保価値はあるのでしょうか。**

アートの特殊性としては、動産であること、市場性があること、しかも高価なものほど社会認知が広く、より大きな市場性があること、つまり換価性が高いこと、また、公開のオークション等の存在により、市場価格の目安ができていることなどがあり、十分に担保価値があります。

また、アート担保融資の特殊性として、債務者が一般には富裕層であること、市場価値が評価され得る資産で担保されていてしかも動産であるが故に占有によって対抗でき、市場性があるので担保処分も容易であること、優良な債務者であるにもかかわらず、特異な用途に対応する非常態の金融であるため、相対的に金利が高くなりやすいことなどを挙げることができます。要は、投資として、魅力的なのです。

**要は、質屋ですね。**

あからさまに言って、アートバンキングは、超高級な質屋です。アートを担保とした融資は、融資として回収されるのが常であるのならば、少し有利な投資にすぎませんが、融資が弁済されずに質流れが起きれば、アートを低廉な価格で入手できることになり、アートそのものへの非常に有利な投資になります。

**アートを低廉な価格で入手できるということは、担保掛目が大きいからですね。**

アートを担保に供して融資を受けるときに、その融資額をアートの資産価値よりも低く設定することは、債権者にとっては、安全性を高めることですが、債務者にとっては、弁済することへの経済的誘因として働くはずですが、弁済しないのならば、価値よりも低い価格でアートを売却したのと同等の経済効果になってしまうからです。

しかし、所詮、アートは趣味の世界です。アートがなくても、生活には困らないし、自分の本業である事業の継続にも差支えがありませんから、苦勞して弁済する誘因に乏しい面もあり、比較的の高い確率で質流れが起きると考えられます。

アート担保融資は、債権としてみても条件的に有利であり、債務不履行になっても、アートの低廉価格による取得という意味で、更に有利です。こうした特性は、アート金融だけでなく、質屋の収益性の本質的な要素です。実際、質草に使われるのは、高価な時計などの換価性の高い贅沢品が主流であって、極めて担保価値が低く評価されていて、質流れによる低廉価格での取得の可能性が大きいわけです。

質屋の事業を投資対象に構成するのは、一件当たりの金額が小さすぎて、実務上は不可能に近いのですが、アート担保融資の場合は、事実上の質屋であるにもかかわらず、一件当たりの金額が極めて大きいので、十分に投資対象に構成できるということです。

アートのトランザクションファイナンスもあり得ますね。

トランザクションファイナンス、即ち、商品の決済と代金の決済とを時間的にずらす仕組みは、極めて歴史が長く、現代の日本の商取引でも多用される伝統的金融技法です。

時間をかければ、纏めて買ってくれる買手も見つかるでしょうし、仮に、ばらばらに売却するにしても、相対的に有利に売れる取引機会も見つかるでしょうが、アートを所有する売手側は、多くの場合、即時に代金が欲しいわけです。まさに、典型的なトランザクションファイナンスの状況です。こういうときに、一旦、アートの塊を低廉な価格で取得し、時間をかけて売却し、大きな差益を得ることは、立派な投資技法です。