

## 【研究ノート 1】

# 第5回国際土地政策フォーラムについて

小林直人

### 1. はじめに

国際土地政策フォーラムは、国土庁の土地月間の公式行事として、平成6年から毎年実施されており、第1回「土地と金融・経済」、第2回「土地の所有から利用へ～定期借地権と土地利用～」、第3回「土地利用と環境」、第4回「外から見た日本の土地市場」に続き、本年度は「投資の観点から見た日本の土地市場のあり方」をテーマに、下記の通り開催されたものである。

- (1) 開催日 平成10年10月6日(火)
- (2) 場 所 ヤマハホール (東京銀座)
- (3) 参加者 (当日発表順)

座 長：黒川 和美 氏 (法政大学経済学部教授)

パネリスト：マイケル・バクストン氏 (アーンスト・アンド・ヤング パートナー)

：E・ダヴィッソン・ハードマン氏 (モルガン・スタンレー・アジア・  
リミテッド マネジングディレクター)

：アンドリュー・W・マーティン氏 (JLWアドバイザリー マネジ  
ングディレクター)

：トーマス・W・プーリー氏 (UBS銀行 エグゼグティブディレク  
ター)

：田村 幸太郎 氏 (牛島法律事務所 弁護士)

以下、本フォーラム開催の趣旨、パネリストの報告概要を紹介することにする。

### 2. 開催の趣旨

現在、我が国では、景気の低迷、地価下落、日本版ビッグバンの開始、不動産証券化に関する法制度の整備など、様々な経済社会の激動が生じ、不動産市場の環境が大きく変化している。また、近年、外資系企業の我が国への不動産に対する投資が活発化してきている。

本フォーラムは、これらの我が国の不動産市場を取り巻く環境の変化を踏まえ、今後の土地市場への投資環境について国内外の有識者、外資系企業の担当者から意見を述べていただ

くとともに、土地の実需を喚起し、土地の流動化を図るためには更に何をしなければいけないのかなど、土地取引が一層活発化するための望ましいあり方を国際的な視野で展望するものである。

### 3. パネリスト報告

#### (1) マイケル・バクストン氏

この1年の日本を振り返ると、ビッグバンの到来に始まり、企業間の提携の活発化、大手金融機関の破たんなど、大きな転換期を迎えた年であり、こうした出来事に共通する問題は、日本の金融機関の財務状況、中でも銀行の不良債権、そして信用の圧縮が日本経済に与える影響である。

不良債権市場、特に不動産市場が発展してきたことも注目されることである。米国では、1980年代から1990年代の初頭にかけて、金融システムが昨今の日本と同様の打撃を受け、747の貯蓄貸付組合が破たんし、その総資産額は4,650億ドルに上った。米国政府は、整理信託公社(RTC)を設立し、そのうち4,570億ドルの資産を処分した。RTCは、米国の不動産市場、資本市場を根本から変える、革新的な売却・処分計画を立て、成功へと導いたが、この事例から日本が直面している問題を解決するための学ぶべき教訓があるように思う。

根本的な問題は、日本の銀行がどのようにローンポートフォリオに取り組み、保有する担保不動産を現金化できるかである。現在まで、そのプロセスは、不動産及び不動産関連ローンの売却や収益悪化企業に対する債権の売却に絞られていた。これには、競売あるいは相対での価格交渉によるバルクセール(一括売買)の形があった。しかし、日本市場で証券化が注目され始めている。RTCの取った資産の一括売却、証券化、エクイティーパートナーシップ、土地信託へと発展していく方法をたどっているといえる。

証券化に際し、いくつかの課題がある。一つはインフラの欠如、特に情報の欠如である。現在、日本企業には必要なデータを提供できる情報システムが確立されていない。また、会計士・弁護士などのアドバイザー不足も問題である。十分なデューデリジェンス(適正評価手続き)にはアドバイザーが必要不可欠である。

日本の税制も他国に比較して負担が多く、土地の売却を推奨しないシステムになっている。文化的な側面として、日本人は依然として土地を商品としてではなく、財産としてとらえている。土地を売却しても、キャピタルゲイン税の対象となる。市場が効率を高めるには、政府が土地税制を見直し、土地所有者が売り渡らないシステムを開発する必要がある。

さらに、効果的な土地活用の促進のために、土地関連法律の見直しも必要である。海外の投資家は日本の市場は魅力的だと感じている。したがって、構造的なバリアを撤去する具体的な施策を展開することが必要である。

## (2) E・ダヴィッソン・ハードマン氏

日本の経済は、もはや指令経済ではなく自由経済市場へ移行している。日本独自の文化的強みを維持しながらも、より起業的な経営法を取り入れる必要がある。日本はグローバルに世界経済に統合されている。ビッグバンは、日本の投資家に投資の選択肢を提供する。

日本企業は、株主資本利益率を国際レベルにまで高める経営が求められており、コーポレート・ガバナンス、株主の権利、情報公開へ考え方を変える必要がある。

土地自体は、生産性のある資産ではない。開発のオプションとしての価値を持っている。土地、不動産と金融システムは、相互依存性が高く、金融システム危機の打破、健全な土地計画の推進のためには、不動産業界のリストラが重要である。

不動産は、今やキャッシュフロービジネスとしてとらえられている。評価は、将来の残余評価のために行われるのではなく、現在の利益、キャッシュフローにおける成長、経営力の強化、取引のために行われる。日本がこのグローバルスタンダードに合わせるためにはいくつかの課題がある。

一つは金融部門の改革である。不良債権の処理を促進させる必要がある。また、SPC（特別目的会社）法などを使った、直接取引の推進も重要である。

投資家にとって、借地借家法の改革や、キャピタルゲイン率を低くすることも必要である。不動産の売買コストも下げる必要がある。これらにより、新たな資本を誘引し、不動産や金融システム双方において、投資家マインドを高めるだけでなく、不動産や地価の侵食も防止できる。

不良債権危機は、証券化だけでは解決できない。証券化は流動性をもたらし、究極的には元の価値に戻す長期的な現象である。

## (3) アンドリュー・W・マーティン氏

私のプレゼンテーションの目的は、日本における証券化の可能性を模索することである。

オーストラリアの証券化は、主に上場不動産信託（LPT）の形で行われている。1991年、オーストラリアの企業管理不動産市場の規模は290億豪ドルだったが、1997年には400億豪ドルに拡大した。同期間でLPTは、1991年の70億豪ドルから1997年には200億豪ドルに拡大している。これは、オーストラリア企業が直接的不動産所有から間接的あるいは証券化された不動産所有へ移行していることを示している。また、不動産信託も飛躍的に増加し、現在50を超えている。

証券化を推進してきたオーストラリア不動産市場の特徴を7点挙げる。

規制面の特徴は、信託法と証券取引所である。オーストラリアの信託法では、収益を不動産から信託へと移し、さらにユニットホルダー（物件所有者）へと移すことが可能である。これにより、収益はユニットホルダーのところで課税され、複数の関係者が税制上の恩恵を得られる。また、オーストラリア証券取引所では、信託物件を上場し、株式と同等に扱うこ

とが認められている。

権利制度については、オーストラリアにはトーレンス式という土地権利制度があり、所有者とテナントを保護し、不動産情報へのアクセスを提供している。また、抵当の形で不動産を担保に入れる不動産システムがあり、資金調達を容易にしている。破産法・整理法の2法は、貸し主に確実性を与えている。

さらに、賃貸借契約期間は一般的に長く設定されており、コストの負担法などが厳密かつ明確に記載されている。自由にアクセスできる多様な情報を基に的確な査定を行なう鑑定業界があり、情報の透明性が確保されている。

#### (4) トーマス・W・ブーリー氏

日本の商業用不動産にとって、なぜ効率的資本市場の形成が重要であるかについてお話しする。ひとつは、商業不動産投資市場は、日本の不良債権問題の解決につながる。2つめは不動産市場に必然的な景気循環の緩和・安定化に役立つことで、3つめは、日本の高齢化社会のニーズにこたえ、高齢者の投資手段としてのオプションが提供できることである。

日本における効率的な資本市場の形成は、個人金融資産1,200兆円を不動産市場に導く効果がある。日本の不動産市場を効率よいものにするためには、次の点が重要である。

まず税制である。現行税制では不動産取引に多額の税金が課せられるために資産の現金化ができない市場が長く続いている。英米両国の税制では、不動産取得税は低く、不動産会社の投資に対する二重課税もない。

日本の不動産会社は、リース、マンション開発、大規模オフィスビル開発など多様な業務に携わっている。このため、投資家は商業用不動産のキャッシュフロー創出能力に注目するだけでなく、リスクの評価も要求される。日本の不動産会社の借入比率は他の先進国と比べ非常に高く、配当性向は最も低く、投資家にとってレバレッジ比率の高い、そしてリターンが低い投資を余儀なくされている。

米国では、不動産のデッドとエクイティーにかかわる公開資本市場の成長が、不良債権問題の解決に役立った事例がある。1992年から1998年にかけて、不動産投資信託(REIT)の市場における時価総額は50億ドルから1,400億ドルに伸びている。こうしたキャピタルフローによりRTCは、破産した貯蓄貸付組合から引き継いだ1,500億ドルの不良債権を現金化し、銀行も不良債権の削減に成功した。米国におけるREITの基準は、投機的手段ではなく、利回りを提供する手段になることを目指している。

日本のSPC法には、幾つかの欠点がある。まず現状では、企業は自己経営ができない。株主は自分たちがいいと思う経営陣を選んで、その業績の恩恵を受けることができない。2点目は、資産を前もって決めなければならないため、SPCはキャピタルベースを拡大できない。3点目は資産や資本が拡大できないという問題がある。最後に資本構造が固定化されており、デットとエクイティーのバランスを変えることができない。

さらに、市場を流動化させるために、借地借家法の改正を検討する必要がある。長期の借家契約と資産所有者の権利を拡大することが重要である。

また、土地利用規制を変更し、土地利用効率を高めるとともに、株式上場に関するルールの緩和も必要である。

最後にREITを日本に実現することで日本の国民が享受できる恩恵について述べる。日本は世界最大の債権国であり、個人金融資産は1,200兆円に上る。日本の銀行の一般的な3年定期の金利0.35%とREITの推定利回り4%で運用した場合の差を比較すると、60歳の時点でREITは金額差で2,760万円多いというデータが出ている。日本の国民に利回りの高いツールを提供し、ライフスタイルの向上も実現できるのである。

#### (5) 田村 幸太郎 氏

ここ数年、日本の不動産市場に顕著な変化が表れている。端的に言うと、不動産の価値をその有するキャッシュフローの収益力で評価しようというコンセンサスができつつあることである。この変化は、バブル崩壊による日本経済の低迷が長期化し、土地価格下落傾向が回復の兆しを見せない事実の中で、不動産も他の財と同様に評価されるということである。

従来、不動産投資の基準はいかにキャピタルゲインを得るかということに尽きたわけであり、キャッシュフローには注目しなかった。その結果が、不良債権を大量に生み出し、不動産会社、金融機関の財務状況を圧迫している。政府もいかにして不良債権を処理するかという発想のもとで、SPC法を成立させ、9月より施行した。この制度は、二重課税を避けた、ある意味では法人として初めての税制である。また、証券投資法人という制度も12月から発足する。現在、証券投資信託という商品をめぐり、内外の金融機関の提携が話題になっている。

SPC法についても指摘されることは、例えば不動産を買う時の取得税、所有権移転をする時の登録免許税が、それぞれ固定資産税評価額の4%と5%かかるわけで、建物の消費税を含め、投資額の7%から10%という初期の購入時における税金がかかる。初期の税負担が投資利回りに反映されますので、外国との格差が目立つ。さらに、ある法人が所有する不動産を特定目的法人に移す際に、例えば法人税法上の特定現物出資というような課税繰り延べの制度が使えない。

こうした問題点はあるにせよ、証券化は国民経済的に見ても、個人の有望な投資手段になると思う。日本における不動産の証券化に必要なポイントを述べる。まず、借地借家法の問題がある。例えば、当初からオーナーとテナントの間で10年間は市場レートより安く設定し、そのかわり期首で解約するときは、残存賃貸借期間の賃料相当額の違約金を取るという約定を結び、これを原資にキャッシュフローを証券化する方法が考えられる。さらに、証券化に伴うインフラの整備も必要である。最終的には、投資家のための制度に改革していくことが重要ではないかと思う。

#### 4. 討議まとめ

座長 黒川 和美 氏

本日の議論をまとめると、3つの論点にまとめることができると思う。

一番目は、不良債権を処理し、マーケットの信頼を回復することが重要だということ。

二番目は、日本の不動産市場の将来性について、より魅力的な市場にするためには、税制や証券化など、積極的に取り組むべき課題があること。

三番目は、土地市場の活性化のために、情報開示や人材の育成が必要不可欠であるということである。

不動産市場は建物から始まり、建物に付随する土地という形で土地問題も出てくるわけで、市場が有する制約を解決しながら、国民にとってメリットのある商品を創出する必要がある。不動産市場で抜本的な改革を行い、夢のある市場への第1歩を進められればと思う。

なお、当フォーラムの報告書をご希望の方に有償でお分けいたします。ご希望の方は電話またはFAXにてご連絡願います。

[こばやし なおと]  
[土地総合研究所 研究員]