

Trust Sixty Foundation

不動産証券化の経済に及ぼす
影響についての研究

トラス60研究叢書

平成2年10月

財団法人 トラス60

発行にあたって

わが国の土地問題を解決するための有力な方法の一つとして土地証券化の推進が論議されている。

そこで、当財団では株式会社経済政策研究所に委託して、不動産証券化についての調査研究をさらに一步前進させることにした。

研究会は、わが国ではやくから不動産証券化を提唱しておられる野口悠紀雄一橋大学教授を主査に、各界から専門の委員にも参加していただいた。

内容的には、野口主査の地価インアクセス債構想が具体的に述べられているほか、証券化の地価に及ぼす影響、証券化される土地の市場規模の推計、証券化と課税の問題にも検討が加えられており、さらに現在の地価が含んでいるバブルとそのバブルが調整される過程での金融制度への影響についても言及されている。いずれも現在大変重要なテーマではあるが、研究余地の大きい問題だけに、今後とも機会をみて新たな取組みを考えていきたい。

最後に、本調査研究をリードされた野口教授をはじめとする委員諸氏はもちろんのこと、ワーキンググループ諸氏ほか報告書作成まで広くご協力いただいた株式会社経済政策研究所に、心から感謝申し上げます。

平成2年10月

財団法人 トラスト60

はじめに

この報告は、日本における不動産証券化の可能性とその効果についての研究結果をまとめたものである。

不動産証券化については、さまざまな視点から興味が寄せられている。土地所有者やディベロッパー、あるいは公共主体などの不動産開発主体からみれば、不動産開発のための新しい資金調達手段としての意味がある。また、機関投資家や一般の投資家などの資金運用主体からみれば、新しい金融資産としての意味があろう。さらに、金融機関からみれば、新しい業務分野としての意味があるかもしれない。

これらの他に、不動産証券化には、土地政策の新しい手段としての側面もある。これは、不動産証券化により、土地の所有と利用の分離が可能となるからである。日本における土地問題の本質は、土地が資産として保有されており、しかも所有と利用を分離する適切な手段が十分でないため、土地利用に歪が生じていることにあると考えられる。したがって、不動産証券化により所有と利用の分離が進めば、物理的な土地が資産保有目的から開放され、日本の土地事情は大きく改善されよう。この研究で重視したのは、主としてこの側面である。

このような問題意識から、不動産証券化の問題を検討した。まず、第1章で、具体的な形で地価インデックス債を提案し、その機能、克服すべき問題点等を検討した。

つぎに第2章で、これが地価に与える影響の分析、証券化された土地に対する市場規模、金融市場及びマクロ経済への影響の推計を中心として分析を行なった。

第3章では、課税の問題を議論した。インカムゲイン型の証券化では、減価償却、支払利子、損失伝達などの点で、不動産の直接保有より不利になることがあり得るが、金融資産として割切るべきものと思われる。インデックス債型の証券化での問題は、譲渡益課税と相続税である。前者については、金融資産として課税することとするが、第1次取得者については、土地の等価交換とみなすことが適切である。相続税については、土地と同様に評価する特別措置が必要と思われる。

そして、第4章においては現在の地価にどの程度のバブルが含まれているかを検討し、バブルが調整された場合に金融システムが受ける影響を検討した。

なお、本研究の実施に当たっては、経済政策研究所内に、野口悠紀雄・一橋大学教授を
主査とする研究チームを組織した。

最後に、研究会などで貴重なご意見をいただいた方々をはじめ、委託者である財団法人
トラスト60からも幾多のご支援をいただいた。本研究を実施するに当たってお世話になっ
た多くの方々に厚く御礼申し上げます。

平成2年10月

経済政策研究所

研究組織

主査 野口 悠紀雄 (一橋大学 教授)
(執筆: 第1章、第2章・1、3、第3章、第4章)

委員 (五十音順)

長谷川 徳之輔 ((財)建設経済研究所 常務理事)
(執筆: 第2章・2)

養原 敬 (都市プランナー)
(執筆: 第1章・補論)

ワーキンググループ

高橋 喜幸 (経済政策研究所 企画第一部長)
金丸 桂子 (経済政策研究所 研究員)
松井 孝 (住友信託銀行 開発不動産業務部)

オブザーバー

七條 嘉治 ((財)トラス60 研究主幹)

目 次

第1章 地価インデックス債	1
1. 地価インデックス債の基本的スキーム	1
2. 土地課税強化との組合せ	3
3. 旧国鉄用地の証券化	4
4. 地価インデックス債の機能	4
5. インデックス債への批判に対して	6
6. 一般的な「不動産証券化」との関連	7
7. 実現のための条件	9
補論：土地利用規制の枠組み	10
第2章 証券化の経済効果の分析	13
1. 分析のフレームワーク	13
2. 潜在的に供給可能な土地の推計	16
3. 証券化された土地に対する市場規模の推計	32
補論：地価方程式の推計	33
第3章 土地証券化と課税の問題	36
1. 証券化の種類と課税の問題	36
2. 減価償却・支払利子・損失伝達	36
3. 譲渡所得税	47
4. 相続税	49
5. 固定資産税	50
6. その他の関連税	52
7. 結論	53
補論：アメリカにおける不動産証券化と税制	53
第4章 地価下落のシナリオ	55
1. 不動産価格のバブルを検討する2つのアプローチ	55
2. マクロ的データによるバブルの推定	55
3. バブル調整の過程	65
4. 金融制度への影響	69

第1章 地価インデックス債

1. 地価インデックス債の基本的スキーム

地価インデックス債の基本的な考えは、土地と同様の資産価値をもつ金融資産を新たに創出しようということである。この構想の具体的内容は、つぎのとおりである。

(1) インデックス債

額面が地価にスライドして上昇する特殊な債券を創出する。以下で述べるさまざまな理由から、この債券は国債とすることが適切と考えられる。この債券は、地価をインデックスとして額面が増価する債券であるから、「地価インデックス債」とよぶ。

(2) 収益

地価インデックス債は、基本的にはキャピタルゲインのみを収益とする債券であるが、流通市場形成の必要性などを考えると、利子を付することが必要になるかもしれない。ただし、クーポン・レイトは、ごく低くてもよいであろう。

なお、地価インデックス債は、金融資産であり、現実の土地とは切り離されている。したがって、特定の土地に対する交換権などを意味するものではない。

(3) インデックスとしての地価

インデックスとすべき地価は、個別地点の地価ではなく、平均的な地価とする。

平均的な地価をインデックスとすることに対して、「地価上昇率は地点によって差があるから、上昇期待の高い地点の土地はインデックス債に乗換えられず土地のまま保有され、インデックス債に乗換えられるのは上昇期待の低い土地だけではないか」との批判がある。

確かに、地価上昇率は地点によって差がある。しかし、それは、事後的な意味においてである。将来の見通しについていえば、ある時点で知られている情報はすでに地価水準に織込まれてしまっており、したがって、期待地価上昇率はどの地点でも同一と考えられる。実際の地価上昇率が地点によって異なるのは、それ以降の時点で明らかになった情報によるものである。

例えば、ある地点に地下鉄の駅ができるとしよう。駅ができた後の時点で、地価の推移を長期的にみれば、この地点の上昇率は、他の地点より高いだろう。しかし、この情報が一般に知られた時点では、すでにこの地点の地価水準は上昇してしまっている。その結果、将来に向かっての地価上昇率は、他の地点と同一になる。

したがって、仮に土地市場が完全であるとすれば、インデックスは、すべての土地の平均値で良い。

もっとも、現実には、土地市場は完全でないから、将来の期待上昇率は地点や用途地域別に差があるだろう。したがって、インデックスとなる地価は、すべての土地について同一の値を用いるのではなく、地域や用途地域別に異なる値を用いることが適切であろう。例えば、首都圏であれば、「都心から30キロ圏の農地」というように、地点と用途地域などによって10種類程度の分類を行なうことが考えられる。

なお、「地価」といっても、さまざまなものがある。当面インデックスとして考えられるのは公示地価であるが、地価上昇期には上昇率が実勢に遅れるなどの問題がありうる。したがって、より実勢に近い指標の作成を考える必要がある。

(4) インデックス債による土地取得

国は、インデックス債を用いて、市街化区域内農地や企業保有の未利用地など、未利用地、低度利用地の買収を行なう。つまり、土地を買収する際に、現金を対価とするのではなく、インデックス債を対価として行なうのである。なお、買収の際の価格は、一般の場合と同一にする（つまり、時価で購入する）。

国が取得した土地は、都市住宅整備公団や地方公共団体が公共用地や住宅団地用地として活用する。小規模のものは、民間業者に一定の制約の下で住宅建設をさせたり、買収の代替地などとして活用してもよい。これによって、低度利用地、未利用地の開発が促進されることとなる。

(5) 償還資金の積立

地価インデックス債は、発行後一定期間経過後は、いつでも償還できるものとする。この際、発行時の地価に相当する部分は、発行時に積み立てる。例えば、公団や地方公共団体が土地を使用する場合には、それらから土地購入代金として地価相当部分を国に払い込ませ、償還財源として積み立てておく。この経理のために、「地価インデックス債特別会計」といった会計を作ることが適切であろう。

問題は、発行後の地価上昇に対応する部分である。この部分については、財源措置を特別に考えなければならない。土地使用主体（公団や公共団体など）に一定の負担を求めることも必要であろうが、かなりの部分は一般財源に求めざるを得ないであろう。ただ、当初の積立金は（資金運用部への預託などの方法で）運用されているから、運用益が積み増しされていることに注意が必要である。したがって、上記の財源措置は、地価上昇分が運

用益を超える部分についてのみ必要とされる。

なお、以上では土地が公共主体によって保有され続けることを想定したが、賃貸ビル、住宅などの場合には、一定期間後に民間に売却することも考えられる（建物付きで、あるいは、建物を取り壊して土地のみとして）。この場合には、売却収入によってインデックス債を償還することができるから、上記の財源は、借入によって調達することができよう。

（6）流通市場

なお、インデックス債の流通市場を育成し、第一次保有者が現金化の必要性に直面した場合、国に償還要求するのではなく、流通市場で売却できるような仕組みを整備しておくことが考えられる（流通市場の育成は、後に述べるように、消費者に新しい資産を供給するためにも必要である）。この場合には、インデックス債は償還されないことになるから、国としては、結局、ただで土地を入手したことになる。こうした側面からみると、インデックス債は、公共主体の土地取得方法としても、極めて魅力的なものであることが分かる。

（7）課税

地価インデックス債にいかなる課税を行なうかは、重要な問題である。そこで、これについては、別途、第3章で検討することとする。

2. 土地課税強化との組合せ

インデックス債の導入と土地課税の強化を組合せれば、きわめて強力な土地政策となる。

（1）農地の相続税宅地並み課税

まず、市街化区域内農地の相続税における宅地並課税との組合せが考えられる。すなわち、農地に対する相続税の納税猶予制度を市街化区域内農地について廃止することとするが、インデックス債に乗換えた場合に限っては、従来どおりの扱い（事実上の免税）とするのである。

これによって、インデックス債への乗換えが促進されるとともに、相続税宅地並課税が政治的に実行しやすくなる。また、一定期間に限ってインデックス債への乗換えを認めることとすれば、宅地化を短期間に集中させることができ、無秩序な開発を防止できるだろう。

（2）保有税強化

保有税強化についても、証券化は、受け皿となり、その実現を容易にする。保有税が強化された場合、負担を回避したい地主は、土地からインデックス債に乗換えればよいから

である。また、逆に、保有税が強化されれば、インデックス債が相対的に有利になり、土地からの乗換えが増加しよう。

このように、証券化は、税制面での措置と対立するものではなく、補完的に働く。

3. 旧国鉄用地の証券化

インデックス債のいま一つの利用法は、旧国鉄用地の処分への応用である。国鉄清算事業団は、旧国鉄から引き継いだ債務25.5兆円のうち7.7兆円を土地の処分で償還することとなっている。このためには、所有地を売却することが最も簡単な方法だが、上地を所有し続けて、その土地をなんらかの方法で証券化して売却することも考えられる。

証券化の方法としてはいくつかのものがありうるが、その一つとして、地価インデックス債を用いることが考えられる。具体的には、つぎのとおりである。

まず、土地を民間ディベロッパー等に売却してしまうのではなく、国鉄清算事業団が所有し続け、なんらかの形で利用に関与する。例えば、官民の出資による特殊会社を設立し、これが再開発やビルの賃貸事業を行なうことなどが考えられる。これと平行して、土地を証券化して売却する。具体的には、利子を賃貸料と同一（あるいは、その一部）とし、償還予定額を信託期間終了時の地価（あるいは、発行時の額面に償還時までの地価上昇率を乗じたもの）とするような債券を発行する。

証券のロットは十分小さくし、一般の個人投資家も購入できるようにする。また、流通市場を作り、必要なら、取引所に上場する。つまり、NTT株を売却したのと同様のことを行なうわけである。

4. 地価インデックス債の機能

(1) 有効利用の促進

土地保有者の立場からすれば、土地を保有していてもインデックス債に乗換えても、資産価値は変わらない。流動性が高いこと、保有税の負担がないことなどの点では、土地よりインデックス債の方が有利であろう。したがって、土地を資産として保有していた所有者が土地を手放し、土地の有効利用が促進されるものと期待される。つまり、資産としての土地は証券化され、現実の土地は、資産としての利用から開放されて、住宅用地や業務用地などの目的に活用されることとなる。

農地の宅地化についてみると、首都圏での毎年の宅地供給量は、現在2,700ヘクタール

程度である。他方、市街化区域内農地は、約36,000ヘクタール存在する。したがって、仮にこの半分が5年間で宅地化すれば、年間宅地供給量は2.3倍に増加する。土地価格は、限界的な取り引きによって全体の水準が決まるので、これによって、バブルが崩壊し、地価水準が全体として大きく低下するだろう。

保有税の強化は、土地保有者が土地を保有できないような状況を作り出すことを狙っている。いわば、「追出し効果」による利用促進である。これに対して、証券化は、土地に代る新しい資産を土地保有者に与えようとする。つまり、「吸引効果」による宅地化を狙いとしている。

現状では固定資産税の負担率が極めて低いので、仮に固定資産税について農地の宅地並み課税を行なっても、追出し効果は極めて小さい。そして現実には、そうした施策さえ、政治的に大きな抵抗に遭遇している。したがって、「押す (push)」政策だけでなく、「引く (pull)」政策を考える必要がある。インデックス債は、こうした意味づけをもっている。

(2) 利用と所有の分離

インデックス債の機能を別の表現でいえば、利用と所有の分離を通じて土地の有効利用を促進することであるといえる。

土地が証券化されると、土地から得られる収益（利用収益およびキャピタルゲイン）は証券の保有者が得ることになるから、経済的な意味での土地の所有者は、証券の保有者である。しかし、土地利用の決定、開発、管理などは別の主体が行なうことになる。したがって、証券化により利用と所有が分離される。

所有と利用の分離は、あたかも土地の供給が増加したような効果をもたらす。なぜなら、現在の日本の都市地域では、資金的制約や経営能力的な制約から、地主が所有地を有効に利用していないケースが多いからである。

こうした場合でも、地主が所有地を売却すれば、買い主が土地の有効利用を実現できる。しかし、実際には、土地が資産として優れた性質を有していることから、地主が所有地の売却を望まないことが多い。また、原理的には、不動産の賃貸借により、所有と利用の分離を行なうこともできる。しかし、現在の日本では、借地法によって借地人の権利が極めて強く保護されているため、土地を貸すと事実上所有権を手放したのと同じことになる。このため、借地方式による開発は地主にとって魅力的なものではなく、土地高度利用を促進する方法としては十分な機能を発揮していない。

日本の都市では、これまで、このような理由によって有効利用されずに残されていた土

地が、かなりあった。インデックス債は、こうした土地の有効利用を促進することによって、日本の土地問題の解決に大きく寄与するものと期待される。

(3) 新しい資産の供給

インデックス債のいま一つの重要な目的は、国民に新しい資産を供給することである。日本では、土地と競合する金融資産が存在しないため、土地の保有者と非保有者の間の資産格差が大きく開いている。この傾向は、最近の地価高騰でさらに拡大された。地価インデックス債という新しい金融資産が創出されれば、零細投資家が将来の不動産購入に対して資産価値を維持することが可能となろう。

インデックス債構想の基本にあるのは、「資産としての土地が希少だから、その代替物を作る」という発想である。これは、金と紙幣の関係に似ている。金は、工業原料として重要であると同時に、資産や交換手段としても用いうる。そして、後者の利用は、前者の利用を制限する。そこで、金の代替物として紙幣を創造し、金を工業原料として開放したのである。これと同じことを土地について行なおうとするのが、インデックス債に他ならない。

土地は、埋立などの物理的手段によって増やすこともできるが、その多くが資産として保有されている状況下では、「紙の土地—paper land」の創造によっても増加できる。そして、埋立などに比べると、これに要するコストは、ゼロに近い。

5. インデックス債への批判に対して

インデックス債の考えに対しては、いくつかの批判がある。これらのかなりのものは、誤解に基づくものである。そうしたものに対して、ここで答えておくこととする。

(1) 投機を加速するのではないか

第1に、「土地証券化は、土地に投資される資金を増大させることにより、土地投機をとおし、地価上昇を加速させる」といわれる。

すでに開発済みの不動産が証券化される場合には、証券化によって不動産の供給が増加するわけではないから、こうした問題が生じる可能性がある。しかし、地価インデックス債の場合には、それまで資産保有目的で高度利用されていなかった土地が開発され、都市的用途に用いられることに注意が必要である。つまり、地価インデックス債は、投機を拡大するのではなく、投機の対象となるものの供給を増大させることによって、投機を静めるのである。

一般に、投機に対処するには、投機需要を抑制するか、あるいは、投機の対象となるものの供給を増加させることが必要である。土地課税の強化が前者の方策であるのに対して、地価インデックス債は後者の方向から投機に対処しようとするものである。

なお、この点に関しては、第2章で詳しく論じることとする。

(2) 地主の既得権を保護することにならないか

地価上昇分を補填するために一般財源を用いることに対しては、「地主に地価上昇の利益を保障するために一般納税者に負担を強いるものだ」との批判があるかもしれない。しかし、この負担増の大部分は見掛け上のものに過ぎないことに注意が必要である。なぜなら、インデックス債がなければ、公共主体が土地を取得できるのは将来時点となり、その時点で値上がりした土地を買わざるを得ないからである。つまり、将来時点で見れば、インデックス債があってもなくても、公共主体の負担は変わらない。インデックス債の効果は、土地利用の時点を早めたことにあるのである。

(3) 地価下落の場合は

「地価インデックス債は土地がいつまでも値上がりすることを前提にした制度ではないか。仮にこれによって地価が下がるとすると、地主はこれに乗換えようとししないのではないか」との批判がある。

仮にある地域の地主が一人しかいないとすれば、そうした問題が生じうる。しかし、実際には地主は多数いる。一人一人の地主は、全体としての地主の行動が地価の値下げ（あるいは上昇率の低下）になることを知っていたとしても、なおかつ、個人的な判断でインデックス債が有利と判断すれば、乗換えるだろう（このことをより一般的に言えば、「自発的なカルテルは形成されない」ということである。例えば、消費者がマンションの不買同盟を形成すれば、マンションの価格は低下し、消費者の利益になる。しかし、実際には、そうした同盟は形成されない。これと同じことが、インデックス債に対する地主の行動についてもいえる）。しかも、上で述べたように、相続税の宅地並課税と併用するなどして税制上のインセンティブを与えれば、この問題は、確実に回避されるだろう。

6. 一般的な「不動産証券化」との関連

地価インデックス債は、「土地証券化」の一形態である。ところで、土地あるいは不動産の「証券化」という概念は、人によってさまざまな意味に用いられているので、ここで整理しておこう。

アメリカでは、従来から、MLP（パートナー方式による不動産の所有）やREIT（不動産投資信託）などの手法による不動産証券化が行なわれていたが、1970年代後半から、住宅モーゲージの証券化が進展した。最近では、その手法を商業用不動産に応用する形態での証券化も開発されつつあり、金融革新の一つの焦点となっている。

日本でも、すでに、さまざまな形態での不動産の証券化が行なわれている。抵当証券は不動産証券化の一形態と考えられるし、オフィスビル、マンション、ホテルなどの共有持ち分権を多数の投資家に分譲する「不動産投資の小口分割化」も行なわれている。今後の課題として、銀行住宅ローン債権の流動化や都市開発の新しいファイナンスの手法としての証券化などが検討されている。

さて、不動産証券化には、二つの機能がある。第一は、資金調達手段としての機能である。従来、不動産の開発のための所要資金は、主として銀行や保険会社からの借入によって調達されてきた。このルートは今後も継続するであろうが、不動産の証券化によって、新しい資金調達のルートが産み出されることになる。これにより、単一の貸手では応じられない巨額の資金調達が可能になること、個々の開発プロジェクトの収益性やニーズに開する条件に応じて弾力的な条件で資金調達できること、きわめて長期の資金も調達可能なこと、などのメリットが生じる。

いま一つの機能は、新しい資産運用手段としての機能である。不動産の所有は、収益性の点では優れている（とくに、インフレ期における実質収益率の確保の点では、これまで、株式などより優れたパフォーマンスをあげてきた）。しかし、他方で、個別性が強いいため客観的価格づけが難しいことや取引費用が高いため、流動性が低いという欠点がある。また、取引単位が大きいため、零細投資家には購入できないことが多い（大口の投資家の場合でも、資産内容の微調整ができない）。他方、金融資産は、流動性が高い半面で、収益性の点では必ずしも十分でない。証券化された不動産は、不動産と金融資産の両者の性格を併せ持つものであり、投資家に新しい投資機会をもたらすものといえる。

以上二つの機能のうち、土地所有者あるいはデベロッパーの立場から通常重視されるのは、第一の機能である。最近のアメリカでの不動産証券化も、主としてこの観点から進められている。また、日本でも、金融関係者の議論では、この機能が強調される。しかし、第二の機能も重要な意味を持つ。

さて、不動産の小口化や旧国鉄用地の証券化などの場合は、不動産の所有者が証券の発行主体となり、購入者は一般の投資家である。この場合には、発行者から見れば第一の機

能が重要であり、購入者から見れば第二の機能が重要である。

これに対して、地価インデックス債の場合には、土地保有者は購入者となる。したがって、彼等に関して第二の機能が期待されている。そして、流通市場で売却されて一般の投資家に保有されるなら、彼等に対して、第二の機能が期待されることになる。

地価インデックス債の場合、「資金調達」という第一の機能は、表には現れていない。しかし、流通市場で売却され、転々流通する場合には、すでに述べたように、償還要求がないので、開発主体にとっては、土地購入の資金調達手段として機能したことになる。

7. 実現のための条件

インデックス債の実現のためには、さまざまな制度的障害を乗り越える必要がある。例えば、有価証券取引法上の問題があろう。さらに、すでに述べたように、インデックス（指標）とする地価をどのように決めるか、また、税制上いかに取り扱うか、などの問題がある。

しかし、これらの問題は、克服できないものではない。むしろ、現在の日本の土地問題は、このような新しい政策手段によってしか打開できない段階に来ているのではないかと思われる。

地価インデックス債の考えは、先般公表された経済審議会構造調整部会、地域・土地委員会の報告の中でも取り上げられ、以下のように述べられている：

土地の証券化とは、土地から得られる収益を見返りに証券を発行、売却することであるが、土地保有者が証券に乗換える場合には、ここでいう土地の所有と利用の分離の例に該当する。

いわゆる地価インデックス債は、これを公共用地の取得や、公的主体による宅地開発等に用いる場合において、現在、土地を資産として保有している地主がインデックス債に乗換えることとなれば、事業の進捗が見込まれ、まさに土地の所有と利用の分離による土地の有効利用が期待でき、検討に値する。しかしながら、地価上昇率の設定方法等、技術的に克服すべき課題等が残されている。

なお、不動産の証券化の意義としては、土地の所有と利用の分離による土地の有効利用という観点の他に、ディベロッパーにとっては資金調達手段としての意義、国民経済にとっては宅地供給開発を促進するという意義があり、積極的な促進が必要である。不動産の証券化は単なる土地等の転売や投機的取引に資金を供給するものであっては

ならず、調達した資金が宅地開発プロジェクトや再開発プロジェクトの実需に適切に結びつくよう、誘導活用していくことが必要である。このような観点から税制等各種のシステムの構築のための検討が急がれる。

出典：経済審議会構造調整部会報告書

「Ⅱ 地域経済社会の均衡ある発展のための方策 5. 求められる中長期的構造的
土地対策の提言 (4) 土地の「所有」と「利用」の分離による有効利用促進 2 求
められる対策のありかた ii) 土地の証券化等について」より抜粋

補論：土地利用規制の枠組み

土地の証券化は、長期的な効果を期待するものであり、そのことの重要性を十分に活かすためにも、土地市場が機能する基礎的枠組の合理化が不可欠である。その第一は土地利用規制の枠組みであり、第二は土地税制の枠組みであろう。

ここでは、土地利用規制の枠組みについて考える。

1. 線引きとゾーニングの必要性

土地は、価格によって需給バランスが変動する市場性を持った財である。しかし、財の保有者の心理的性向、税制上の条件などにより、供給側の行動は必ずしも市場条件に支配されない場合が多く、需要側もまた、実需要とは別に投機的判断で行動することも多い。

土地利用の規制と誘導は、社会的に見て必要と思われる様々な種類の土地利用が、市場経済の原則を通して実現することを保証するために必要な措置を公共的立場から実施することにある。また、一定の公共施設を備えた建築成熟地の上に、都市の土地利用が行われることをあらかじめ保証しておく仕組みも必要である。このような規制・誘導措置の支援なしには、道路や下水道などの公共施設を合理的に整備する根拠がない（この合理性が土地収用の法的根拠のはずである）。

ところで、自然資源としての山林、農地に始まり、低密度の住宅地、中密度の住宅地、近隣商業地、手工業的な工業地などは、当然業務地や商業地よりも、租税負担力、開発の際の地価負担力が低い。しかし、物理的にはいずれの土地も利用可能な場合が多い。特に、自動車によって、物理的条件がきわめて均質化してしまった。この場合、土地市場を細分化し、いくつかのサブマーケットに分割したうえで、その中での市場関係、競争関係を認めるようにしないと、当然地価負担力の大きい土地利用により形成される地価が市場地価

となりうる。そして、それより地価負担力の低い土地利用を排除し、結果として、非連続的で粗放な土地利用によるきわめて非効率的なスプロール都市を造り、農業を荒廃させることになる。

ここに、線引きとゾーニングの必要性が生まれる。

2. 線引きとゾーニングが市場経済を攪乱しないための条件

土地の分割によるサブマーケット形成が不可避であるとしても、それだけでは十分ではない。市場経済が円滑に機能し、活力ある不動産市場とそれによる、より高い品質の商品の流通を保証するためには、各サブマーケット内での需給バランスが、通時的に確保されていなければならない。それができない場合には、公的主体が直接的に介入し、自ら土地の供給を強制させ、土地の利用にも直接供給で臨むということになる。

直接供給主義をとらない場合には、市場性の原則からみて、実際上供給力が見込める市場の大きさを常に確保するという厳密な計画数値より、はるかに緩やかな規制で対応せざるをえない。それをしないのならば、開発可能地を次々に開発して、既存のサブマーケット外に市場を発生させ、既存のサブマーケットを安定させる必要がある。

宅地審議会の第六次答申における制度は、このような状況に対応できるように構成されていた。既成市街地、市街化地域、保全地域という安定した、しかし市場的には硬直的な地域とは別に、「市街化調整地域」という、市場条件に対応して新しいサブマーケットを弾力的に形成させうる地域を用意することによって、実質的に供給力のある地域での開発を可能にする仕組みを持っていた。

実際に、法制化の段階で「市街化区域」と「市街化調整区域」に二分され、しかも調整区域の大部分が「農業振興地域の整備に関する法律」（農振法）の規制を受けるに及んで、都市的土地利用は原則的に市街化区域に閉じ込められ、調整区域の開発は例外的な散発的開発以外、市場的开发ではなく計画的開発に従わざるを得なくなった。その結果として、建築成熟地の供給不足から地価の高騰を招き、水準の高い宅地供給を先細りさせてしまった。

それでも、線引き当初は計画的妥協案量の市街化区域80万 ha に対して、実際には 120 万 ha の市街化区域が指定されていたので、市場の動く余地が残っていた。しかし、線引き後20年を経て、いまだに基本的構造が変わっていない。市場経済との矛盾が深刻化するのは当然である。

3. 新しい状況への対応を

線引き制度創設以来、既に20年が経過しており、現在、都市の土地をめぐる状況は著しく変わってしまった。

(1) 大都市圏を中心に急速に遠効化が始まっており、広域都市圏の中での分散的拡散が大きな流れになっている。世界的にみても田園的環境の中での散居が求められており、日本もこれに追随するものとみられる。したがって、工業化時代、効率主義の時代のコンパクトな市街化パターンではない。農村集落を含めた、広域分散型の市街化（エコビレッジ型）を推進するべきである。

(2) 市街化区域の中では、既に計画密度に達している所が大部分なので、残存の農地や山林は、むしろ極力残す政策をとるべきである。そのかわり、既成市街地の中で大量の土地が遊休化しており、特に企業の遊休地を税制上の措置や、開発誘導既成によって利用促進するべきである。また、地価の高騰によって、逆に再開発の気運が醸成されているインナーシティの零細宅地の集積地の再開発を、民間の力で実現する方策を樹立するべきである。

(3) 市街化調整区域や都市計画区域外の大規模な計画開発については、都市的土地利用を優先し、また、計画開発上必要な土地で大部分の地権者が賛同しているプロジェクトについては公共が介入し、土地の合理的利用ができるように法制化するべきである。

(4) 常磐新線、圏央道等のような大規模公共投資の開発利益を吸収し、並行的に計画開発ができるような法制を整備すべきであり、常磐新線の一体化法は、その意味でまったく国の責任を放棄した、土地基本法にもとるものである。

要は、質の高い、ストックとして評価できる都市的土地利用を優先させる原則を確立したうえで、市場的な活動を受け入れる土地利用の規制・誘導の仕組みを働かせることであり、このような土地の流動化の仕組みがあってはじめて、土地証券化の仕組みも有効に機能するのではないかと思われる。

第2章 証券化の経済効果の分析

1. 分析のフレームワーク

(1) 証券化の経済効果に関する誤解

「証券化は不動産市場へ新たな資金を導入することとなるので、不動産価格の上昇をもたらす」との意見がある。これは、土地など供給が固定的な対象に投資資金が殺到するというイメージによるのであろう。

しかし、土地証券化の経済効果を考えるためには、よりシステマティックなフレームワークが必要である。第1に、証券化の対象が何かを明確にする必要がある。すなわち、対象は、土地そのものか、開発済みの不動産か、あるいは、新しい開発かを区別する必要がある。資金が投資される対象が新たな不動産開発である場合には、むしろ、不動産の存在量を増加させることになるので、土地問題を改善することとなることに注意が必要である。第2に、開発済みの物件である場合においても、証券化によって得られた資金の用途を考える必要がある。それが新たな不動産開発に用いられるなら、やはり、不動産の存在量が増加し、土地問題が改善される。

(2) 証券化の経済効果分析のフレームワーク

証券化が地価などに与える効果を考える際に、次の諸点に注意が必要である。

① 証券化といっても、さまざまな形態のものがあるのでこれを区別する必要がある。とくに、すでに開発されている不動産を証券化する場合と、証券化によって新たに開発が進む場合とを区別する必要がある。以下では、次の3形態を考える。

(A) すでに開発されている不動産の証券化：

従来日本で行なわれてきた「小口化」はこれに該当する。証券の発行者は不動産の所有者であり、購入者は一般の投資家である。

この場合、「証券化」といっても、流通性などに制約が加えられているため、不動産を分割、細分化して、投資家に売却したと考えることが適切であろう。

(B) 証券化によって開発が進む場合（その1）旧国鉄用地の証券化など：

土地の保有者が発行主体となり、証券化により得た資金で開発（賃貸ビルの建設など）を行なう。この場合の投資家は、(A)と同じく、一般の投資家である（ただし、ロットを小さくすることにより、より零細な投資家も含まれよう）。

証券化が行なわれることにより、現在は有効利用されていない土地が新たに開発される

ことになる。

(C) 証券化によって開発が進む場合(その2)市街化区域内農地などの証券化:

この場合は、ディベロッパーが発行者となり、土地保有者が証券の購入者となる。例えば、住宅都市整備公団(住都公団)が証券を発行し、土地の所有者がこれを購入する。土地は見返りに住都公団に渡り、開発される。

したがって、この場合にも、現在は単なる資産として保有されて有効利用されていない土地が新たに開発され、都市的用途に向けられることになる。

② 上記(B)、(C)の場合には、現在は有効利用されていない土地が新たに開発される。この場合、開発のための資金は、新たに不動産市場に入ることとなるが、同時に不動産の供給が増加することとなるため、土地の需給は緩和し、地価は低下するであろう。

(3) 各ケースについての証券化の経済効果(概念的モデル)

(2)の①で述べた3ケースについての証券化の効果は、次のとおりである。

(A)「小口化」

投資家のバランスシートでは、それまで他の資産に投資されていた資金が不動産に振替えられる。これにより、不動産に向けられる投資資金が増大することとなる。しばしば、この効果のみを見て、「小口化は不動産投資に向ける資金量を増大させるから、不動産の値上がりを招く」といわれることがある。しかし、これは、発行者のバランスシートの変化を無視したものである。

発行者のバランスシートでは、不動産が減少して、見返りに得た資金が増加する。これについては、次の2つのケースがありうる。

第1に、この資金を不動産以外の投資に当てるとすると、全体として不動産に向けられる投資資金は不変にとどまる。他方、都市的用途に用いられている土地量も不変である。結局、地価には何の影響もない。

第2のケースとして、発行者が証券化によって得た資金を新たな不動産開発に向ける場合が考えられる。この場合には、全体としてはそれまで他の資産に投資されていた資金が不動産投資に振替えられ、不動産の供給量が増加する。したがって、(2)の②で述べた理由で、地価が低下する。

(A) 「小口化」(ケース1)

(投資家)		(発行者)		(全体の効果)	
(資産)	(負債)	(資産)	(負債)	(資産)	(負債)
貸付-1		不動産-1		貸付0	
不動産+1		貸付+1		不動産0	

(A) 「小口化」(ケース2)

(投資家)		(発行者)		(全体の効果)	
(資産)	(負債)	(資産)	(負債)	(資産)	(負債)
貸付-1		不動産-1		貸付-1	
不動産+1		不動産+1		不動産+1	

(B) 旧国鉄用地などの証券化

投資家のバランスシートでは、それまで他の資産に投資されていた資金が不動産証券に振替えられる。

発行者のサイドでは、土地資産は不変である。証券発行によって得た資金を不動産開発に向けるので、不動産の供給が増加する。

結局全体としては、それまで他の資産に投資されていた資金が不動産投資に振替えられ、不動産の供給量が増加する。したがって、(2)の②で述べた理由で、地価が低下する。

(昨年度の報告で示したように、時価を下回る価格で発行がなされれば、さらに効果が大
きい)

(B) 旧国鉄用地などの証券化

(投資家)		(発行者)		(全体の効果)	
(資産)	(負債)	(資産)	(負債)	(資産)	(負債)
貸付-1		土地0	証券+1	貸付-1	
証券+1		不動産+1		不動産+1	

(C) 市街化区域内農地などの証券化

土地保有者（農民など）のバランスシートでは、土地が減少して不動産証券に振替えられる。

発行者（住都公団など）のサイドでは、不動産証券の債務が増加し、土地資産が増加する。また、借入などにより資金を調達し、これを不動産開発に向けるので、不動産の供給が増加する。

結局全体としては、発行者の借入が増加することにより、それまで他の資産に投資されていた資金が不動産投資に振替えられ、不動産の供給量が増加する。したがって、(2)の②で述べた理由で、地価が低下する。

(C) 市街化区域内農地などの証券化

(土地保有者)		(発行者)		(全体の効果)	
(資産)	(負債)	(資産)	(負債)	(資産)	(負債)
土地-1		土地+1	証券+1	不動産+1	借入+1
証券+1		不動産+1	借入+1		

2. 潜在的に供給可能な土地の推計

(1) 最近の土地政策の経緯

建設省は、宅地需給がタイトで供給は常に不足しているという言い方がかえって地価を高騰させたという反省から、需要に対して供給は十分にある、システムさえ機能すれば十分対応できる、という言い方になってきている。

1988年6月の総合土地対策要綱では、土地の有効利用・高度利用の促進策として、①大

都市圏において有効・高度利用を図るべき地域における一定面積以上の低・未利用地の総点検を行うこととし、所要の措置を講ずる、②都市計画等土地利用計画に沿って土地所有者に対する有効・高度利用の指導を推進するとともに、工業専用地域、工業地域等の用途地域及び臨港地区の指定の見直し並びに都市基盤施設の整備を行う、③土地の利用状況に着目し、一定の基準に基づいた遊休地の特定とその利用促進措置を含む新たな制度を創設するため、関係法律の見直しを行うとともに、利用促進のためのインセンティブの付与、地方公共団体が優先的に先買いできる制度の整備等を行う、④遊休地に係る制度の創設と併せて、低・未利用地に係る特別土地保有税の見直しを検討する、とあるように、低・未利用地の利用の促進のための新しいシステムの整備が意図されることになった。

また、政府が発表した1989年12月の土地対策の重点実施方針では、大都市地域における住宅宅地供給を対象として、①既成市街地の低・未利用地（低・未利用地の特定とその利用を促進する制度の整備）、②郊外の市街化区域内農地（保全するものと宅地化するものとの明確な区分、生産緑地制度の指定要件の見直し、転用制限の強化、地区計画の充実等関係制度の整備充実）、③東京湾臨海部の埋立地（広域的な視点からの調整）、に焦点を当て東京圏における業務機能の適正配置を行うと同時に、その周辺地域を含めた業務機能の配置との関連に配慮した住宅宅地供給を推進する、としている。

これらの結果、制度的な対応としては、1990年6月に大都市地域における住宅地等の供給の促進に関する特別措置法改正法と都市計画法及び建築基準法の一部改正法が成立している。さらに、特別土地保有税の見直しについては、土地税制の抜本的改革のために1990年4月に政府税制調査会に土地税制小委員会が設けられており、1990年末までに土地税制全体の改革の一環として、一定の方向が示されることになる。

今回改正された2つの法改正の概要をまとめると、以下のようである。

① 広域的な計画体系の早急な確立

- ・まず国が広域的な住宅宅地供給の基本方針を定め都府県が供給計画を策し、さらに市区町村がその行政区域内の住宅供給を策定する。国から地方レベルまで一体とした計画体系を持つ。
- ・低・未利用地、市街化区域内農地、老朽木造住宅密集市街地、新市街地等において重点的に供給する地域を指定して、そこに各般の供給促進策を集中的に実施する。
- ・関係機関の合意形成を図るために、国、地方公共団体、住宅・都市整備公団で構成する宅地開発協議会を積極的に活用する。

- ・住宅政策を都市政策に積極的に位置づけて、住宅政策と都市計画建築規制制度との連携を強化し、これに税制、融資、補助等を加えて積極的な供給促進措置を講ずる。
- ・優良な住宅供給プロジェクトに対する助成措置を拡充する。

② 地域特性に対応した施策

- ・低・未利用地について、遊休地利用促進地区の指定を積極的に進めるとともに、良好な住宅供給を誘導する。
- ・市街化区域内農地について、都市計画において、宅地化する土地と保全する土地に区分をし、宅地化するものは基盤整備を進めつつ計画的な宅地化を推進する。この場合、農地所有者による宅地化・住宅建設の促進を図るため、公的主体による支援体制を整備する。
- ・木造賃貸住宅集合地区については、住宅供給適地として、従来の住環境整備手法に加え、住宅供給促進のために用地の先行取得、従前居住者の合意形成のための施策、第3セクターの設立、街区単位での協調的、段階的建て替えの指針をつくる。
- ・新市街地において、用地の先行取得を積極的に進め、公的宅地供給を強力に促進するとともに、常磐新線等交通アクセスとの一体的整備を進める。
- ・住宅宅地関連公共施設整備促進事業の重点的実施を図るとともに、財源措置の強化等を含む制度の拡充を行う。

③ 土地税制の見直し

- ・三大都市圏の市街化区域内の低・未利用地の有効利用を促す観点から、特別土地保有税の強化を図る。
- ・三大都市圏の市街化区域内農地について、長期営農継続農地制度の廃止、相続税納税猶予制度の見直しを行う。
- ・用地取得の円滑化を図るため、公的主体への譲渡または優良な住宅地造成事業等への土地譲渡に係る長期譲渡所得税率の軽減、各種特別控除額の引き上げを行う。
- ・大都市地域における住宅宅地対策のための財源措置の強化を図る。

(2) 法改正の評価

都市計画、土地政策は複雑な利害関係の調整のうえに成立するものであり、一方の視点からの完全に理想的なものは期待しがたい。制度の究極の目標としては、理想的なものを持つべきであるが、現実的な対応として、この2つの法律は評価できる。運用のよきを得て実効性を高めることが必要であろうと思われる。

① 大都市地域住宅地等供給促進法関係について

土地問題はひとえに地価問題であり、現在、地価の抑制、引き下げが急務である。地価高騰の原因は、従来は住宅宅地の需給アンバランス（需要は大きく供給は小さい）によるとされていた。しかし、地価対策を供給拡大で対応するのは限界がある。地価対策は、短期的には金融の是正、中期的には土地税制の改革、長期的には都市計画、供給対策の拡大と考える。

住宅宅地の供給に関しては、地価高騰にとらわれず、安定的かつ計画的に実施する必要がある。住宅宅地供給の見直しについて、市民が信頼することで不必要な需要は減少し、需要は安定する。この場合、次のような内容が求められる。①住宅政策一般として、単に数量を示すだけでなく、価格水準、整備水準、場所などの目標を立てて市民の理解しやすいものにする、②需要＝供給の計画ではなく、需要＜供給の状況をつくり出す。そのためは、供給者間（市街化区域農地、調整区域、既成市街地再開発、臨海部埋立地等）に競争関係をつくり、買手市場に転換させるものとする、である。現状では、大都市圏の自治体は地域エゴもあり、住宅宅地の供給については消極的な姿勢をとってきている。このままでは実効性のある対応をとりにくく、自治体の主体的な動きが求められる（例：住宅立法の抑制、市街化区域内農地の宅地並み課税の骨抜き、固定資産税等の増徴への反対。臨海部埋立地の利用も業務地化が主体であり、専ら財政収入の増加を志向している。財源配分の検討も必要）。実際には、住宅宅地供給の主体は公共より民間に依っており、その量も大きい。その場合、民間企業の位置づけや責務等が明確でない場合が多い。とりわけ、宅地開発にあたっての公団・自治体と民間企業との連携、協力関係を整備する必要がある（例：宅地開発と公共施設整備は自治体と公団、住宅建設と供給は民間企業主体）。

土地税制の方向は、もっと明確にする必要がある。宅地開発、住宅供給にとって最大の問題は開発利益の帰属であり、開発利益をいかに適正に徴収し、これを公共に充当するかが問題であり、土地税制の役割は大きいと思われる。

② 都市計画法・建築基準法改正関係について

従来の消極的受身の都市計画から、一歩進んで計画を積極的に実現するシステムの導入に進んだことは評価できる。でき得れば、土地税制と連動してさらに積極的な対応、公共目的の実現が期待される。都市計画法と土地税制の連動は欠かせない。従来、規制緩和は土地評価・土地税制につながって、その利益が公共に還元される仕組みを欠いていた。今

回の措置を、本質的には土地利用の効率化から、その効率化の利益の公共還元、地価抑制につながる必要がある。例えば、市街化区域内農地の宅地化の促進のために、土地利用規制でアメだけ与える傾向にあり、従来と同様、アメだけがつまみ喰いされる危惧も大きい。市街化区域内農地は相続税も含めて、宅地並み課税の徹底を行い、ムチを強化することが必要である。

現在の地価水準は、土地利用の収益、効用とは無関係に投機によって決まる傾向がある。土地利用の効率化は、収益価格には影響するが一般地価水準とは本来直接連動するものではない。効率化の収益が公共目的に資するよう措置することが必要である。住宅地高度利用地区計画に関しては、住宅供給のために容積率を割増しすることは妥当であるが、同時にその利益が公共・公益に帰属して、住宅価格が安くなるように運用上措置することが求められる。

既成市街地の高度利用を促進するために、用途別容積率型地区計画は極めて有効であろう。この考え方をさらに進めて、都民住宅には従来の常識を一步こえて、地価を放棄することをメリットとする新しい供給システムを検討することが必要である。とりわけ、既成市街地の人口減少地区を対象とすることで人口減を防ぐことが可能となろう（例：既成市街地の低密利用地は、高層住宅化する。このため、土地は地主が提供、建築費は自治体が負担、建物の所有権は地主に帰属、管理は自治体、地主（家主）は地価を算入しない家賃で住宅を賃貸する。自治体は税収増で回収する、三方一両得のシステム）。

遊休土地の定義は、明確にできないが、台湾の平均地権制度のように、建物（上物）の価格が地価の10分の1以下を遊休地とするという方法もある。遊休地の利用転換を促進するためには、当面の方法としては自治体の指導・助言が現実的であろうが、今後の課題としては、利用命令について検討する必要がある。さらに、保有税の強化などの土地税制との連動は不可欠である。台湾の平均地権制度では、空地税と照価収買の方法がある。自治体が建築命令を発し、2年以内に建築しない場合には、通常の固定資産税の2倍から5倍の空地税を徴収するか、その土地の公示価額で収買することとされている。

（3）証券化可能な土地の総量の推計

建設省の発表した東京圏の土地利用調査結果は以下の通りである。

① 低・未利用地面積（空地、埋立地、駐車場、資材置き場、工場跡地）

近郊整備地帯（郊外）で2.3万 ha、既成市街地（都区部）では臨海部埋立地を含めて、3 ha 以上の工場跡地と1 ha 以上の国公有地が0.63万 ha（具体的には国有地180ha、公

有地450ha、清算事業団用地140ha、公的賃貸住宅用地220ha、鉄道車庫320ha、公益法人保有地等90ha、工場等4,920ha)、両者を合計すると約3万haの低・未利用地の大空間が存在している。この3万haという面積は、東京都区部の全私有宅地面積に等しい(図2-1)。同時に、東京圏では、区域面積の3.8%、市街化区域の8.8%に相当していることがわかる(表2-1)。

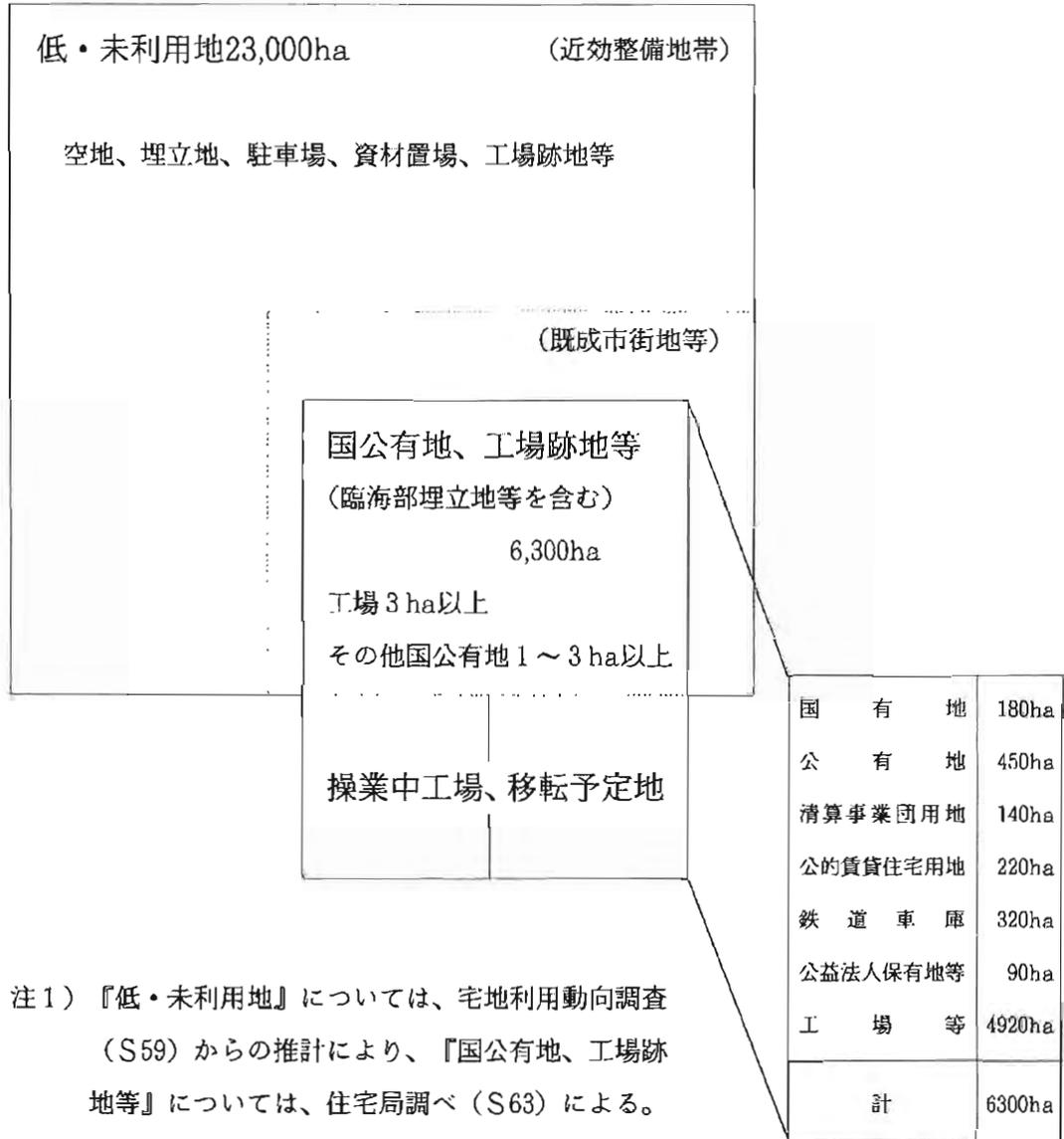
表2-1 低・未利用地の賦存量(万ha)

	全国	三大圏	東京圏	大阪圏	名古屋圏
区域面積		149	76	43	30
市街化区域	136	66	33	17	16
低・未利用地		4.7	2.9	1.0	0.8

(注) ①国土地理院「宅地利用動向調査」等より推計。

②「低・未利用地」は、空地・資材置き場・屋外駐車場等の合計値。

図 2 - 1 低・未利用地の概要（東京圏）

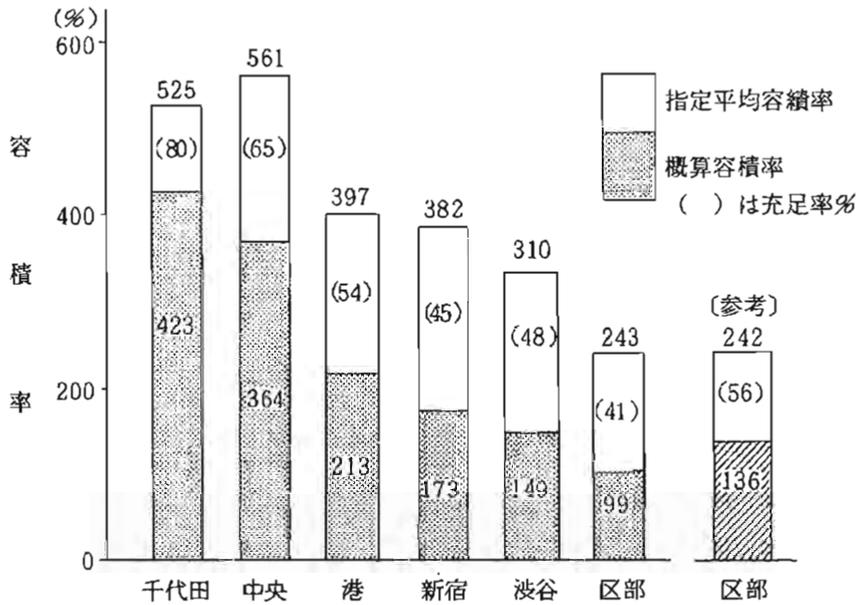


注 1) 『低・未利用地』については、宅地利用動向調査 (S59) からの推計により、『国公有地、工場跡地等』については、住宅局調べ (S63) による。

注 2) 埋立地は、既成市街地等内の一定規模以上のもので利用転換が見込まれるものは『国公有地、工場跡地等』に含み、それ以外は『低・未利用地』に含む。

注 3) 工場跡地は、既成市街地等内の 3 ha 以上のものは『国公有地、工場跡地等』に含み、それ以外は『低・未利用地』に含む。

図 2 - 2 東京都区部の容積率利用状況（昭和63年）



▶東京都「東京の土地 1988」より作成。

注：(1) 概算容積率とは、宅地総面積に対する建物床面積の割合。

(2) 充足率とは指定平均容積率に対する概算容積率の割合。

(3) 参考は、東京都都市計画局「土地利用現況調査」(61年)による区部の指定平均容積率と実際の容積率と充足率。

東京都区部の現在の土地利用状況を見ても、中心部は高度利用されているものの、周辺は低密利用、非効率な土地利用であり、法定容積率は243%であるのに対して、実際の利用状況は99%にとどまっている（図2-2）。

② 市街化区域内農地

東京圏で3.6万 ha（東京都に0.84万 ha うち区部で0.17万 ha）とほぼ東京都区部の民有宅地面積に匹敵する量が存在している（表2-2）。このうち宅地並み課税を免れている長期営農継続農地は2.4万 ha で、全体の2/3に相当する。

①②より東京圏に限ってみても合計6万 ha 余りもの土地が賦存しており、その面積は東京都区部の全宅地面積の2倍以上、1,000万人以上の人口が十分に居住できる広さである。建設省でも2,000年までに上記の低・未利用地と市街化区域内農地の有効利用によって、東京圏で新たに約4万 ha、260～360万戸の住宅宅地供給が可能であるという試算を提出している。

表2-2 市街化区域に占める農地の割合（昭和62年、単位：ha、%）

	市街化区域面積（A）	市街化区域農地面積（B）	B/A
全 国	1,358,434 （100.0）	177,058 （100.0）	13.6
三 大 都 市 圏	609,680 （ 44.9）	68,431 （ 38.6）	11.2
東 京 圏	330,546 （ 24.3）	35,789 （ 20.2）	10.8
東 京 都	105,596 （ 7.8）	8,417 （ 4.8）	8.0
区 部	56,553 （ 4.2）	1,744 （ 1.0）	3.1
地 方 圏	748,754 （ 55.1）	108,627 （ 61.4）	14.5

資料：自治省「固定資産税の価格等の概要調書」、建設省「都市計画年報」

(注) : ①三大都市圏とは東京圏、大阪圏及び名古屋圏を、また地方圏とは、三大都市圏以外の区域を指す。

東京圏；首都圏の既成市街地及び近郊整備遅滞を含む市区町村の区域
大阪圏；近畿圏の既成市街地及び近郊整備区域を含む市町村の区域
名古屋圏；中部圏の都市整備区域を含む市町村の区域

② () 内は、構成比である。

③三大都市圏の市街化区域面積 (A) は、建設省「都市計画年報」により国土庁が計算したものである。

資料出所：国土庁「国土利用白書」(平成元年版)

(4) 土地市場と金融市場との関係

日本の土地市場を全体的にみると、個人・個人間取引が主体で、法人不動産業者がそのシステムを仲介するといった伝統的なシステムを有しているものと思われる。しかし、近時の東京都心を中心とした取引関係は、中小不動産業者を主体とした土地市場に転換している。図2-3は、東京都区部における土地取引率の推移を、図2-4は、土地取引の態様(土地取引きの当事者)の変化を示しているが、両図はこの事実を明確に示している。

さらに、昭和61年の千代田区、中央区、世田谷区、足立区の4区の土地購入者の業種分布をみてみよう。都心の千代田区と中央区では購入者のほぼ9割が法人で、その7割を不動産業者が占めているが、不動産業者の6割が資金力のない中小不動産業者となっている。実需の主体である大手不動産業者は表面的にみる限りでは、そのシェアは予想よりも低い。世田谷区では法人購入者は4割に減少するが、顕著な特徴としては、法人購入者の7割強を占める中小不動産業者が世田谷区に住所を有さず、かつ世田谷区を営業対象範囲としていない中小不動産業者であることだ。このことは、世田谷区の土地市場が広域化、ビジネス市場化していることを物語っている。足立区では依然としてローカル市場の性格を残しており、法人購入者の割合は1/4にすぎず、その6割を占めている中小不動産業者は半数以上が区内に住所を有している(図2-5)。

土地投機の主体は中小不動産業者であるが、資金力の乏しい中小不動産業者には巨額な資金があるはずがない。その資金を用立てたのが銀行等の金融機関である。1985年のプラザ合意以降の急激な円高と国際収支の黒字は、日本経済に超金融緩和状態をもたらした。金利安、融資先の不足から、銀行の貸出金は不動産業者にシフトした。一方、中小不動産業

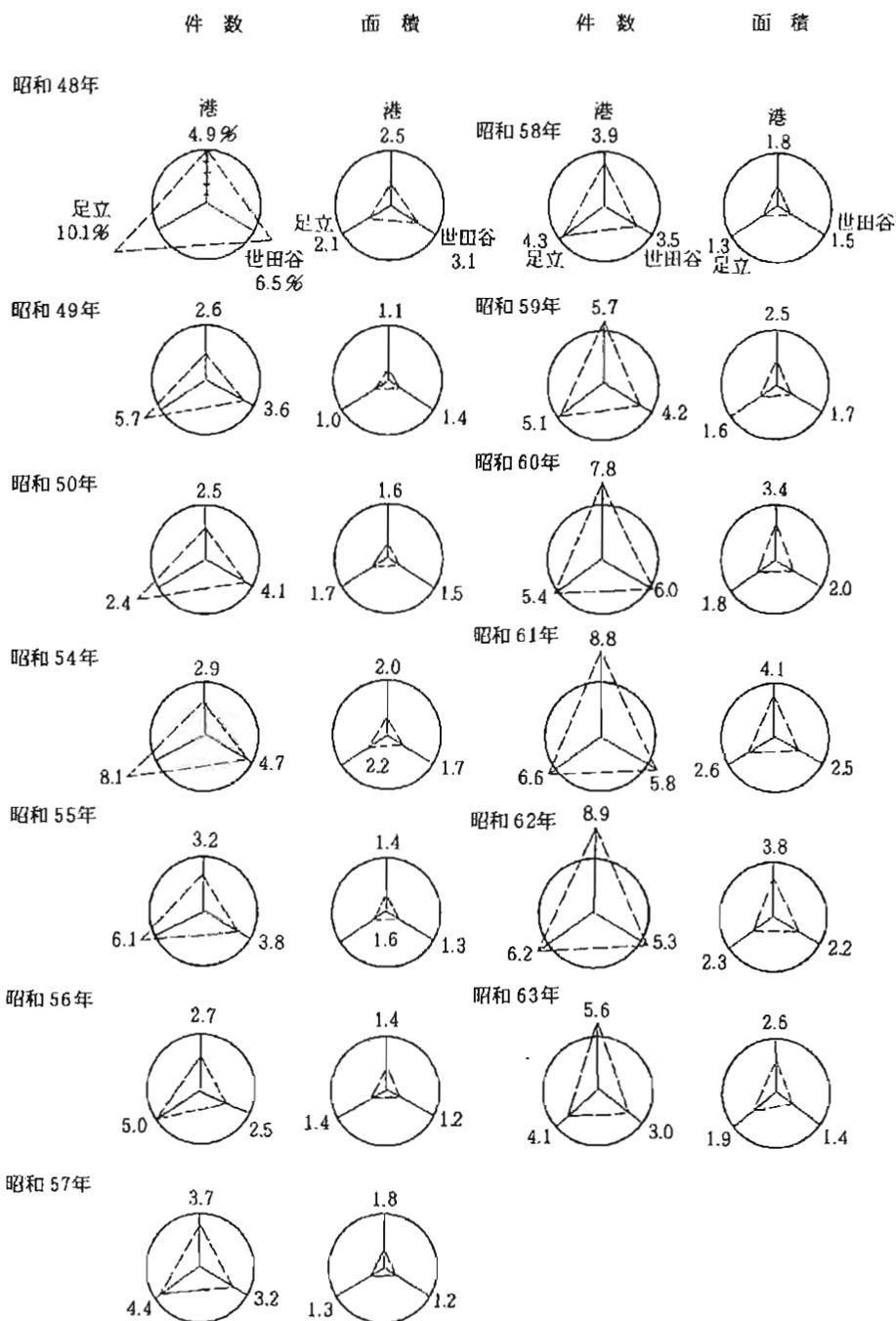
も石油ショック以降不動産市況は低迷し、マンションは売れず、宅地供給は先細りで不動産不況からの脱皮の機会を伺っていた。

かつて中小不動産業者は1970年代の土地投機の時、大手不動産業の先兵として土地取得にあたったが、手数料だけでは利益の幅は小さく、土地取引の当事者となって土地を転売し、売買価格差の利益の方が大きいことを知っていた。このようにして、資金貸出先を求めていた銀行と中小不動産業者の思惑が一致した。金余り現象のもとで東京都心の土地からオフィスビル不足を理由に土地投機が開始された。

さらに、東京都市再開発ブームや金融の自由化がその勢いを加速した。政府の首都圏整備計画で将来、東京のオフィス床面積需要は5,000haになると過剰に見積りされるなど様々な要因も加わり、土地投機は拡大の一方をたどる。

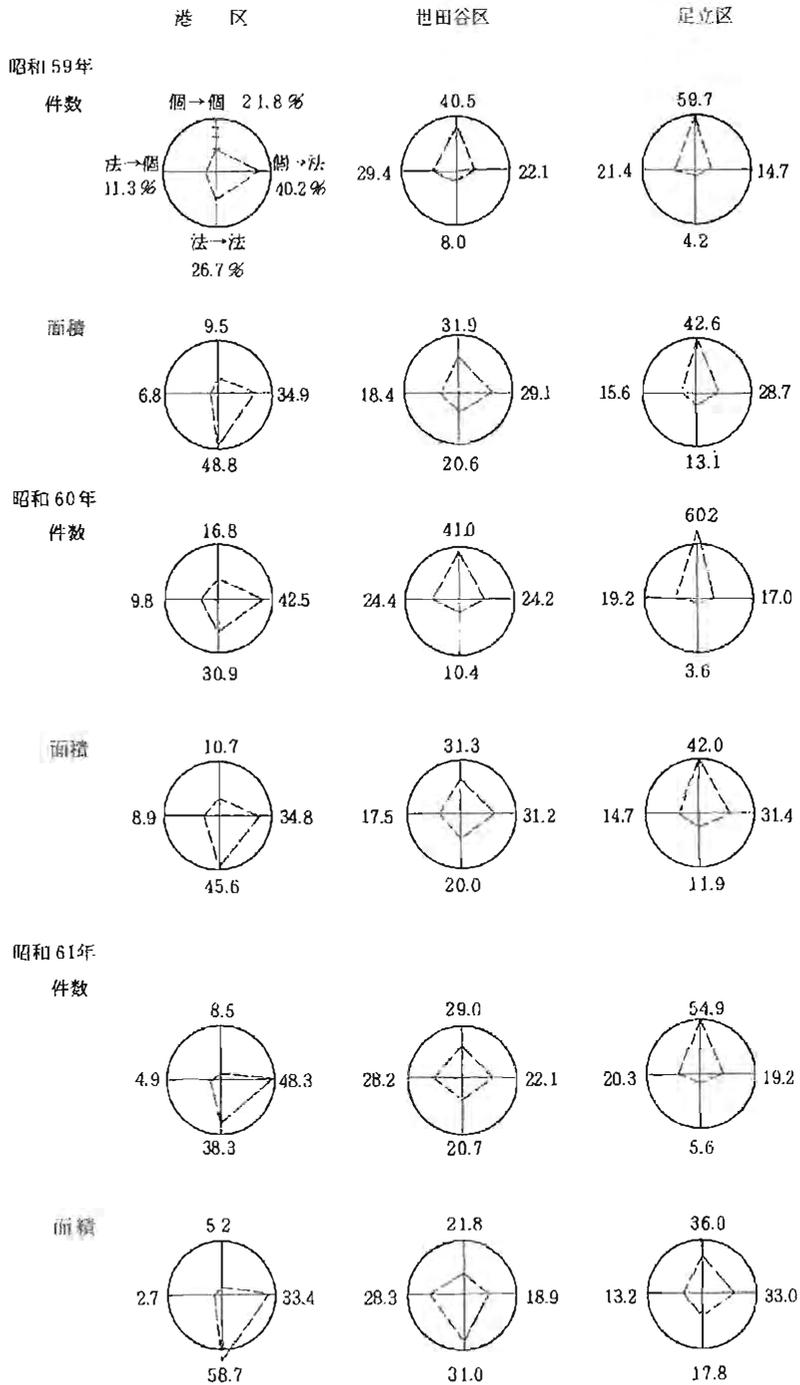
金融機関の貸出残高をみてみよう。昭和58年度以降、銀行（都市、地方、信託、長期信用銀行）の不動産業への貸出は激増し、平成元年度には3.5倍にもなっている。昭和57年度の貸出残高は14.3兆、貸出残高に占める不動産業への貸出の割合は7.1%であったものが、地価上昇と足並みを揃え、昭和59年には16.7兆で7.5%、昭和61年には32.6兆で11.7%と増加した。昭和63年には、大蔵省や日銀の行政指導によりやや増勢を弱めたが、平成元年に入って再び増勢を強め、同年6月には43.6兆円、現在は50兆円に迫ろうとしている。1カ月に1兆円の割合で増加しつつある（図2-6）。

図 2 - 3 東京都区部における土地取引率の推移
 (民有所有地に対する取引地の割合)



出所：「東京の土地」(東京都)より作成

図 2 - 4 土地取引の態様の変化（土地取引の当事者）



出所：「東京の土地」（東京都）より作成

図 2 - 5 土地取得者の属性

㊦ 土地取得者の属性（住所）・転出状況 一件数－

都心3区：千代田区、中央区、港区
 周辺2区：新宿区、渋谷区

千代田区	都心3区 60.3%		周辺2区 21.8%	その他 10.3%	都下郊外 7.6%
中央区	都心3区 52.1%		周辺2区 22.9%	その他 6.1%	都下郊外 16.9%
世田谷区	都心5区 16.2%	世田谷区 56.9%		その他 15.7%	都下郊外 12.2%
足立区	足立区内 82.3%			その他 8.8%	都下郊外 7.5%

都心5区 1.4% 調査時点：千代田区、世田谷区は59.1～61.3月
 中央区は60.1～61.3月
 足立区は60.4～61.3月
 (同3も同じ)

㊧ 購入者の属性（個人・法人・業種）一件数－

千代田区	個人・法人					
	個人 9.5%	法人企業 90.5%				
業種別	自区内の不動産業者 20.3%	自区外の不動産業者 37.5%	大手不動産 11.4%	その他の企業 17.6%	不明 9.0%	
						建設業 4.3%
中央区	個人・法人					
	個人 13.0%	法人企業 87.0%				
業種別	自区内の不動産業者 23.7%	自区外の不動産業者 37.8%	大手不動産 11.5%	建設業 6.7%	その他の企業 11.6%	不明 8.7%
世田谷区	個人・法人					
	個人 59.7%			法人企業 40.3%		
業種別	自区内不動産 14.4%	自区外の不動産業者 49.4%		その他の企業 18.9%	不明 10.4%	
			大手不動産業 3.2%	建設業 3.7%		
足立区	個人・法人					
	個人 75.6%				法人企業 24.4%	
業種別	自区内の不動産業 32.4%	自区外の不動産屋 20.5%		その他の企業 28.3%	不明 10.6%	
			大手不動産業 2.5%	建設業 5.7%		

出所：建設経済研究所調査

石油ショック直前の列島改造ブームの地価高騰期でも不動産業者への貸出残高は5兆円程度、総貸出残高に占めるシェアも7%台、貸出金額では現在の1/10にすぎなかった。石油ショック以降、今回の地価高騰の始まった昭和60年以前の10年間、貸出残高は横ばい、総貸出残高に占めるシェアも6%台に低下していた。それが、昭和60年以降、金額もシェアもともに急激に増加した。

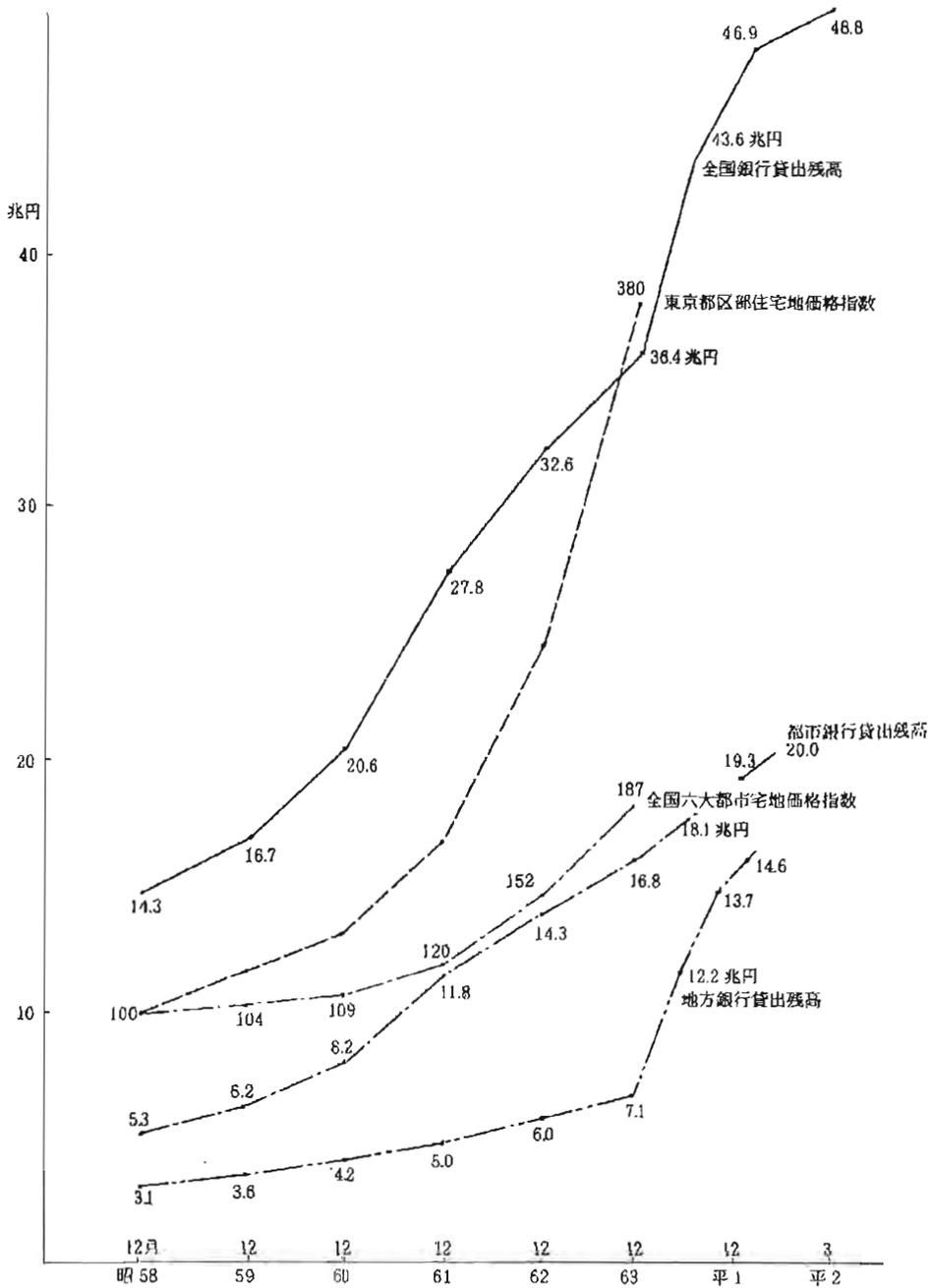
不動産業者への貸付は上記銀行以外にも生命保険会社、ノンバンクからも相当額が貸し付けられており、不動産業以外の業種や個人のホームローンまで含めると不動産の取得に投入された資金はおそらく100兆円には達していると思われる。

ところで、貸出残高50兆円とはどのくらいの規模のものであろうか。この金額をベースに、土地市場にはどのくらいの在庫があるのか試算してみよう。

50兆円の資金で購入できる土地の広さは、住宅地（100万円/㎡、東京都住宅地平均価格）だと5,000ha、商業地（1,000万円/㎡、同）だと500haの面積となる。5,000haの宅地面積は、人口80万人の世田谷区全宅地面積の1.5倍の規模で山手線の内側の宅地面積に等しい。500haの商業地ならば、千代田区と中央区の全商業地の面積を加えた広さに等しいものとなる。

東京都で今後必要とされる住宅戸数は100万戸から200万戸と想定されている。現在の土地在庫は需要の5倍もあることになる。50兆円の土地在庫は今の価格では全く処分不能の不良在庫といわざるをえない。しかもその在庫は、オフィスや住宅を商品化できる大手不動産業者の手元にあるのではなく、専らそれを転売するしかない中小不動産業者の手元にあるのである。

図2-6 不動産業向け貸出残高と地価上昇の推移



出所：日本銀行 統計資料より作成

3. 証券化された土地に対する市場規模の推計

土地証券化の市場規模を推計するためにも、1. で述べたフレームワークが有用である。ここでは、開発促進型のもの、すなわち、Bタイプ（旧国鉄用地型）とCタイプ（市街化区域内農地型）について検討する。各々について、証券の発行側と購入側の推計が必要であろう。

（1）Bタイプ（旧国鉄用地型）

① 証券発行側（土地保有者＝ディベロッパー）

現在は利用されていないが、大規模に開発が可能な土地がどの程度あるかが問題である。

（イ）最も限定的に考えた場合：清算事業団保有地（都心部オフィス用地38ヘクタール、首都圏郊外 200ヘクタール：約 7.7兆円）

（ロ）より広範に考えると、JR保有地、線路上の開発などにも利用できる。さらに、国公有地も対象となる。とくに、政府機関の移転跡地などには利用できるであろう。（ハ）対象をさらに広範にとれば、民間保有地も対象となる。工場移転跡地、ディベロッパー保有の大規模団地、地方開発プロジェクトなどへの応用が考えられる。

上記の場合、証券化の重要な機能は、開発資金の調達である。とくに、（ロ）、（ハ）の場合、従来の国債、社債、地方債などの代替物としての機能を果たす。

② 証券購入側（一般投資家）

従来のタイプの資産の一部が、「証券化された不動産」という新しい資産に代ることになる。したがって、この代替がどの程度進むかを推計する必要がある。

③ 証券購入者側でどの程度の需要が発生するかは、証券の条件に依存するところが大きい。そして、これは、ある程度は政策的に調整が可能である。したがって、このタイプの証券の規模は、発行者側の要因に依存する面が強いと思われる。

（2）Cタイプ（市街化区域内農地型）

① 証券発行者側（ディベロッパー）

大規模開発の必要性、そのための資金調達可能性、が問題となる。

② 証券購入者（土地保有者）

証券化が可能な土地（未利用、低度利用地）の総量、総価値

（建設省の調査による東京圏開発可能地）

工場跡地、公有地、旧国鉄用地	6,000ヘクタール
空き地、駐車場など	23,000
市街化区域内農地	36,000
	65,000

1㎡30万円とすると、180兆円

③ このタイプの証券の場合、発行者側の条件は、主として資金調達可能性に依存するが、これは、ある程度は政策的に調整が可能である。したがって、証券発行の規模は、証券購入者（＝土地保有者）の要因に依存する面が強いと思われる。

結局、B、Cタイプとも、証券発行規模は、対象となる土地に制約される面が強いと思われる。

補論：地価方程式の推計

証券化が地価等に与える影響について、下記のような地価方程式の推定作業を行なった。

被説明変数：市の平均地価

説明変数：

T S C C	：市街化区域面積
T S C P	：人口集中地区面積
T S C L	：第1種＋第2種居住区域面積
J	：賃金
POP U 60	：人口数（昭和60年）
Y O S E K I	：法定容積率
T I M E	：時間距離
F A C T O R Y	：工場数
C H I S E K I	：地積
W S H O P	：卸売業商店数
T P S P	：児童1人当り教員数

HSCHOOL : 高校数
 DENT : 歯科診療所数
 SHOBO : 消防車両数
 KENCHO : 県庁ダミー
 SUN : 年間日照時間
 RAIN : 降水量

* 推定結果 (observation = 108)

モデル1		モデル2		モデル3	
variable	parameter	variable	parameter	variable	parameter
INTERCEP	4904.100 *	INTERCEP	1970.924 *	INTERCEP	6607.860 *
TSCC	-0.184 *	TSCP	0.193 *	TSCL	-0.177 *
I	-0.364 *	I	0.413 *	I	-0.256
POPU60	0.002 *	POPU60	-0.004 *	POPU60	0.002 *
YOSEKI	-0.624	YOSEKI	-0.358	YOSEKI	-0.959
TIME	-20.720 *	TIME	-18.269 *	TIME	-18.619 *
FACTORY	-0.185 *	WSHOP	-0.589 *	FACTORY	-0.174 *
CHISEKI	-3.839 *	CHISEKI	-3.397 *	CHISEKI	-4.280 *
TPSP	49118.352 *	TPSP	44771.081 *	TPSP	55929.358 *
SUN	-1.714 *	HSCHOOL	-43.351 *	SUN	-2.575 *
RAIN	1.191 *	RAIN	0.801 *	RAIN	0.846 *
KENCHO	486.375	DENT	15.649 *		
		SHOBO	-11.566 *		
		KENCHO	564.898		

$R^2 = 0.820$
 $adjR^2 = 0.800$

$R^2 = 0.833$
 $adjR^2 = 0.810$

$R^2 = 0.813$
 $adjR^2 = 0.794$

(但し、パラメーター推定値については小数点以下4桁目を四捨五入している。また、パラメーター推定値の右肩に*印の付いているものは、当該変数が5%水準で有意であることを示している。)

この結果をみると、TSCC（市街化区域面積）とTSCL（第1種+第2種居住区域面積）の場合には、係数は有意にマイナスとなっており、土地供給量の増加が地価を引き下げることを示している。ただし、TSCP（人口集中地区面積）の場合には、係数はプラスになる。

説明変数の組合せ

	モデル1	モデル2	モデル3
TSCC	○		
TSCP		○	
TSCL			○
I	○	○	○
POPU60	○	○	○
YOSEKI	○	○	○
TIME	○	○	○
FACTORY	○		○
CHISEKI	○	○	○
WSHOP		○	
TPSP	○	○	○
HSCHOOL		○	
DENT		○	
SHOBO		○	
KENCHO	○	○	
SUN	○		
RAIN	○	○	○

第3章 土地証券化と課税の問題

1. 証券化の種類と課税の問題

(1) 証券化の種類

税の問題を考える場合にも、いかなる証券化かで、問題の性質が若干異なる。とくに、つぎの2つを区別する必要がある。

- ・タイプ1：不動産のインカムゲインを基礎に証券化が行なわれる場合。旧国鉄用地の証券化、土地信託など。以下では、「インカムゲイン型の証券化」ということにする。
- ・タイプ2：土地のキャピタルゲインに着目して証券化が行なわれる場合。この典型例は、市街化区域内農地などの低度利用地を、インデックス債によって証券化する場合である。以下では、「インデックス債型の証券化」ということにする。

(2) 問題点

問題となりうる点を列挙すると、次のとおりである：

固定資産税、譲渡所得税、不動産取得税、有価証券取引税。損失の通算措置、減価償却の扱い。相続税、法人税との二重課税。

(3) 基本的考え方

課税のありかたによって、証券の収益性が大きな影響を受けることはいうまでもない。但し、その程度は、上で述べた類型化によってもかなり異なる。また、この問題がどの程度重要かは、投資家のタイプによっても異なる。

さらに、課税をいかにするかは、最終的には、政策の問題である。そして、これは、証券化を行なう目的に依存している。一般の投資家に新しい投資対象を与えることを目的とし、金融資産としての完全な流通性を目指すのであれば、基本的には、不動産でなく金融資産と考えて課税を考えることが適切と考えられる。

2. 減価償却・支払利子・損失伝達

まず、問題となるのは、対象となる不動産が同じ所得をあげていても、証券化したことによって税額が影響されないかということである。これは、特にインカムゲイン型の証券化の場合に問題となる。

例として、貸しビルを考えよう。これを直接保有していたとすると、減価償却や支払利子は費用として控除できるし、損失が発生した場合、他の収益と通算することにより全体としての税額を減少させることができる。これを証券化して金融資産として課税すると、こうした税制上のメリットが享受できないから、不利になるといわれる。しかし、この問題は、一般には、若干誇張されている面もあると思われる。そこで、以下では、これについて検討することとする。

これについては、減価償却・支払利子の問題と、損失伝達の問題とを分けて考える必要がある。

(1) 減価償却・支払利子の扱い（完全なインピュテイションの場合）

不動産を法人が所有して収益を証券化する場合と、これを個人が所有する場合とを比較する。

仮に、二重課税の調整がインピュテイション方式によって完全に行なわれるならば、法人段階で減価償却や支払利子の損金算入を用いていることになるので、個人段階でこれを認めなくとも、同じことになる。これは、法人税率、所得税率のいかんによらず、成立する。このことを、以下に示そう。

まず、投資は、全額借入で賄うものと仮定する。そして、ある年度の収支がつぎのようであるとする。

$$\text{経費控除後収入} = R$$

$$\text{減価償却} = D$$

$$\text{借入金返済} = E$$

$$\text{利子支払} = I$$

① 不動産を個人で所有した場合

まず、最初に不動産を個人で所有した場合を考えよう。この場合には、

$$\text{課税ベース} = B_i = R - D - I$$

$$\text{所得税} = T_i = t_i B_i = t_i (R - D - I)$$

である。ここで、 t_i は、個人所得税率を表わす。したがって、

$$\text{税引後キャッシュフロー} = R - E - I - T_i = (1 - t_i)(R - I) - (E - t_i D)$$

となる。ここで、 $E = D$ であれば、

$$\text{税引後キャッシュフロー} = (1 - t_i)(R - I - E)$$

となる。

② 不動産を法人が所有し、証券化した場合

つぎに、同じ不動産を法人が所有し、証券化した場合を考える。この場合には、

$$\text{法人税の課税ベース} = B_c = R - D - I$$

$$\text{法人税} = T_c = t_c B_c = t_c (R - D - I)$$

である。ここで、 t_c は、法人税率を表わす。ここで、税引後キャッシュフローのすべてが配当されるものと仮定すると、

$$\text{配当} = \text{税引後キャッシュフロー} = R - E - I - T_c = (1 - t_c)(R - I) - (E - t_c D)$$

となる。

さて、個人段階では、配当所得に課税がなされることとなるが、ここで、法人税との二重課税の調整のため、100%のグロスアップが行なわれるものとする。すると、

$$\text{課税ベース} = B_i' = \text{個人段階グロスアップ後所得}$$

$$= \text{配当} + \text{法人税} = R - E - I$$

となる。したがって、法人税と合せた課税総額は、

$$\text{課税総額} = t_i B_i' = t_i (R - E - I)$$

となる。個人段階の課税は、これから、法人税を控除したものであるから、

$$\text{個人段階納税額} = \text{課税総額} - \text{法人税} = t_i (R - E - I) - t_c (R - D - I)$$

$$= (t_i - t_c)(R - I) - t_i E + t_c D$$

となる。結局、個人段階での税引後キャッシュフローは、

$$\text{個人段階税引後キャッシュフロー} = \text{配当} - \text{個人段階納税額}$$

$$= (1 - t_c)(R - I) - (E - t_c D) - (t_i - t_c)(R - I) + t_i E - t_c D$$

$$= (1 - t_i)(R - E - I)$$

となる。したがって、 $E = D$ であれば、これは、個人が直接所有した場合と同じになる。

つまり、証券化した場合に、減価償却や支払利子の損金算入措置は個人段階では認められないが、そうであっても、個人の税引後キャッシュフローは、不動産を直接に所有する場合と変りがない。つまり、この点では、証券化によって不利になるといったことはない。

この理由は、課税ベースを見ると、よく分かる。すなわち、

$$\text{個人で直接保有の場合の課税ベース} = B_i = R - D - I$$

$$\text{証券化した場合の課税ベース} = B_i' = R - E - I$$

となっており、 $E = D$ なら、これらが一致するからである。

さて、以上のモデルは、理念形であり、現実とは一致していない部分がある。とくに、

つぎの諸点が問題となろう。

- i. 法人税と個人所得税との二重課税の調整は、完全に行なわれるわけではない。インピュテーションが行なわれる場合においても、100%のグロスアップは行なわれない。また、日本の場合には、インピュテーション方式は採用されておらず、配当控除によって部分的な調整が行なわれているに過ぎない。
- ii. 上のモデルでは、法人段階での税引後キャッシュフローが全額配当されるとしたが、現実には内部留保がある。
- iii. 上のモデルでは、投資資金の全額を借り入れるとしたが、実際には自己資金が用いられる。
- iv. 償却しない資産（土地）が含まれている場合
したがって、不動産を証券化された形で所有する場合と、これを直接所有する場合とは、差が生じ得る。そこで、以下では、これらにつき、検討することとする。

（参考）インピュテーションについて

法人税と個人所得税の調整のために、ヨーロッパ諸国では、インピュテーション方式が用いられている。この方式では、まず、法人税のうち配当に係わると考えられる部分を、一旦、個人所得に帰属せしめて所得税額を計算し（これをグロスアップという）、ここから配当分の法人税を税額控除する。

これにより配当に係わる二重課税は排除されるが、内部留保については調整がなされず、平均課税がなされたままで終わる。

（2）日本の場合の二重課税調整

日本の税制では、二重課税の調整は、配当控除によって行なわれている。すなわち、配当所得の一定率（配当以外の所得と合わせた課税総所得金額が1,000万円に達するまでの配当所得の金額については10%、1,000万円を超える部分の金額については5%）が税額控除されることとなっている。

そこで、上の数値例の場合については、つぎのようになる。

簡単化のため、 $E=D$ の場合を考えると、配当は、

$$F=(1-t_c)(R-I-E)$$

個人の所得が配当のみであるとする、個人段階での課税は、

$$t_i F - a F$$

ここで、 a は税額控除率を表わす。したがって、税引後のキャッシュフローは、

$$\text{配当一税} = (1-t_i+a)F = (1-t_i+a)(1-t_c)(R-I-E)$$

これが個人保有の場合と一致する条件は、

$$a = (1-t_i)t_c / (1-t_c)$$

である。地方税負担分も考慮して、 $t_c=0.5$ とすると、 $a=1-t_i$ である。控除率がこれより低ければ、個人で直接に不動産を所有する方が有利になる。逆にいえば、個人所得税率が $1-a$ より低い人は、個人で直接に不動産を所有する方が有利になる。実際には、個人所得税の最高限界税率が50%であるから、この条件は、全ての人にとって成立する。つまり、現在の日本の税制では、二重課税の調整が不十分にしか行なわれないため、減価償却や支払利子について、個人で直接に不動産を所有する方が有利になる。

その有利さの程度を評価しておこう。個人で直接に不動産を所有する場合と、証券化した不動産を保有する場合の税引後のキャッシュフローの差は、

$$(1-t_i)F - (1-t_i+a)(1-t_c)F = [(1-t_i)t_c - a(1-t_c)]F$$

となる。 $t_c=0.5, a=0.1$ とすると、

$$0.5(0.9-t_i)F$$

となる。したがって、

$$t_i=0.1 \text{で} 0.4F, t_i=0.5 \text{で} 0.2F \text{となる。}$$

所得税の税率が高いほど、両者の差が縮まるのは興味深い。

まず、最初に不動産を個人で所有した場合を考えよう。この場合に、

$$\text{課税ベース} = B_i = R - D - I$$

$$\text{所得税} = T_i = t_i B_i = t_i(R - D - I)$$

である。ここで、 t_i は、個人所得税率を表わす。したがって、

$$\text{税引後キャッシュフロー} = R - E - I - T_i = (1-t_i)(R - I) - (E - t_i D)$$

となる。ここで、 $E=D$ であれば、

$$\text{税引後キャッシュフロー} = (1-t_i)(R - I - E)$$

となる。

(3) 全額内部留保される場合

つぎに、法人段階での税引後キャッシュフローのすべてが内部留保される場合を考える。前と同じに、

$$\text{法人税の課税ベース} = B_c = R - D - I$$

$$\text{法人税} = T_c = t_c B_c = t_c (R - D - I)$$

$$\text{税引後キャッシュフロー} = R - E - I - T_c = (1 - t_c)(R - I) - (E - t_c D)$$

であるが、配当はゼロである。

さて、個人段階で 100% のグロスアップが行なわれるものとする、

$$\begin{aligned} \text{課税ベース} &= B_i' = \text{個人段階グロスアップ後所得} \\ &= \text{法人税} = t_c (R - D - I) \end{aligned}$$

となる。したがって、課税総額は、

$$\text{課税総額} = t_i B_i' = t_i t_c (R - D - I)$$

となる。個人段階の課税は、これから、法人税を控除したものであるから、

$$\text{個人段階納税額} = \text{課税総額} - \text{法人税} = (t_i - 1)t_c (R - D - I)$$

となる（この値はマイナスであるから、所得税の還付が行なわれることになる）。結局、個人段階での税引後キャッシュフローは、

$$\begin{aligned} \text{個人段階税引後キャッシュフロー} &= -\text{個人段階納税額} \\ &= (1 - t_i)t_c (R - D - I) \end{aligned}$$

となる。

このように、キャッシュフローでみると、個人が直接保有する場合より少ない。しかし、この場合は、キャピタルゲインの形での所得が生じていることに注意しなければならない。すなわち、法人段階での内部留保

$$R - E - I - T_c = (1 - t_c)(R - I) - (E - t_c D)$$

は、株価の上昇となっている。個人段階では、これは未実現キャピタルゲインなので、課税されない。そして、将来時点で、必要であれば、いつでも売却して実現できる。この場合の税率を t_i' とすると、潜在的な税引後所得は、

$$(1 - t_i)t_c (R - D - I) + (1 - t_i') [(1 - t_c)(R - I) - (E - t_c D)]$$

となる。 $t_i = t_i'$, $D = E$ の場合を考えると、

$$(1 - t_i)(R - D - I)$$

となり、個人保有の場合と同じになる。

ただし、この納税は、現時点で行なわれるのではなく、キャピタルゲインが実現される将来時点で行なわれる。キャピタルゲイン課税が総合課税とされるなら、現時点で他の所得が多い人は、これによって累進回避を行なうことが可能となる。これは、後に見る損失伝達の問題と基本的に同じものである。さらに、現実には、有価証券のキャピタルゲインは

分離課税であり、多くの人にとって、その実効税率は、一般的な所得税率 t_i より低いと思われる。したがって、この点では、証券化は、税制上有利に働く。

このように、証券化は、不動産を直接に保有する場合より税制上有利になる場合もあることに注意しなければならない。ただし、この結論は、いくつかの仮定に依存している。第1に、配当性向に関して、何の制約もないことが前提とされている。さらに、ここでは、完全なインピュテーションを仮定した。後者について、日本の場合を考えると、つぎのようになる。

(4) 配当控除制度のもとで全額内部留保される場合

上の場合と同様に、法人段階の税引後キャッシュフローがすべて内部留保されたとする。個人段階では、配当がないので、配当控除はゼロである。個人の所得が配当のみであるとすると、個人段階での課税はゼロとなり、税引後のキャッシュフローもゼロである。

他方、法人段階では、前と同じように、内部留保

$$R - E - I - T_c = (1 - t_c)(R - I) - (E - t_c D)$$

が株価の上昇となり、個人段階で未実現キャピタルゲインとなっている。したがって、将来時点で売却した場合の税率を t_i' とすると、潜在的な税引後所得は、

$$(1 - t_i')[(1 - t_c)(R - I) - (E - t_c D)]$$

である。これは、前の場合より、 $(1 - t_i)t_c(R - D - I)$ だけ少ない。つまり、インピュテーション方式の場合の還付分だけ、少なくなっているわけである。

$D = E$ の場合を考えると、

$$(1 - t_i')(1 - t_c)(R - D - I)$$

となる。これが、個人保有の場合より大きくなる条件は、

$$(1 - t_i')(1 - t_c) > 1 - t_i$$

現在の日本の税制では、 $t_i' = 0.2, t_c = 0.5$ 程度である。したがって、上式の成立のためには、 $t_i > 0.6$ である必要がある。税制改正以前の税制では、こうしたケースがありえたが、現在では、最高限界税率が50%にまで引下げられたので、こうしたケースはなくなった。

(5) 自己資金で購入する場合

上では、全額借り入れと仮定したが、ここでは、全額自己資金の場合を考える。

まず、最初に不動産を個人で所有した場合には、

$$\text{課税ベース} = B_i = R - D$$

$$\text{所得税} = T_i = t_i B_i = t_i(R - D)$$

$$\text{税引後キャッシュフロー} = R - T_i = (1 - t_i)R + t_i D$$

となる。

つぎに、同じ不動産を法人が所有し、証券化した場合には

$$\text{法人税の課税ベース} = B_c = R - D$$

$$\text{法人税} = T_c = t_c B_c = t_c (R - D)$$

$$\text{配当} = \text{税引後キャッシュフロー} = R - T_c = (1 - t_c)R + t_c D$$

となる。個人段階で100%のグロスアップが行なわれるなら

$$\text{課税ベース} = B_i' = \text{配当} + \text{法人税} = R$$

となる。これは、個人の直接保有の場合に比べて、Dだけ大きいことに注意が必要である。したがって、法人税と合わせた課税総額は

$$\text{課税総額} = t_i B_i' = t_i R$$

となる。したがって、

$$\text{個人段階納税額} = \text{課税総額} - \text{法人税} = t_i R - t_c (R - D)$$

$$= (t_i - t_c)R + t_c D$$

$$\text{個人段階税引後キャッシュフロー} = \text{配当} - \text{個人段階納税額}$$

$$= (1 - t_c)R + t_c D - (t_i - t_c)R - t_c D$$

$$= (1 - t_i)R$$

となる。これは、個人が直接所有した場合に比べて、 $t_i D$ だけ少ない。つまり、証券化すると、減価償却の損金算入措置が個人段階で認められないため、税引後キャッシュフローが、不動産を直接に所有する場合に比べて、少なくなる。つまり、この場合には、完全なインピュテーションが行なわれても、証券化によって不利になる。

この場合においても、資金コストがゼロであるわけではなく、機会費用を考える必要がある。すなわち、この資金を他の対象に投資した場合の収益を考慮する必要がある。

(6) 損失の個人段階への伝達について

損失の伝達が必要となるのは、個人段階で他に所得があり、これを課税上減少させるためである。上の例でいうと、不動産を個人で所有した場合の課税ベース B_i が負となれば、これによって、他の所得を相殺し、全体としての課税ベースを縮小させることが出来る。

損失が発生する対象に対する投資が有利になるのは、基本的には、累進課税の影響であり、納税遅延効果ではない。このことを簡単な2期間モデルで示すと、つぎのようになる。

	現在	将来	割引現在値
不動産以外の所得	Y	0	Y
不動産所得	P	(1+i)Q	Q-P
課税所得	Y-P	(1+i)Q	Y+(Q-P)
〈税額〉			
不動産以外のみ	$t_1 Y$	0	$t_1 Y$
不動産含む	$t_2 (Y-P)$	$t_3 (1+i)Q$	$t_2 Y + t_3 Q - t_2 P$

まず、不動産以外の所得が、現時点においてのみ、Yだけあるとする。他方、このうちからIを不動産に投資すると、収益の発生が将来時点に偏るような所得が得られるとする。すなわち、現時点で-P、将来時点で(1+i)Qの所得を発生させるとする。ここで、iは利子率である。この現在値は投資額に等しいはずであるから、 $I=Q-P$ である。

この場合、課税所得 $Y, (Y-P), (1+i)Q$ に対する税率を、それぞれ t_1, t_2, t_3 とすると、税額の現在値は、表に示すように、不動産所得のみの場合に $t_1 Y$ 、不動産所得を含む場合に $t_2 Y + t_3 Q - t_2 P$ となる。

したがって、税引後の所得の現在値は、不動産以外の場合に

$$W_1 = (1 - t_1)Y$$

である。不動産含む場合、 $I > 0$ であれば、

$$\begin{aligned} W_2 &= (1 - t_2)Y + (1 - t_3)Q - (1 - t_2)P - I \\ &= (1 - t_2)Y - t_3 Q + t_2 P \end{aligned}$$

となる（注）。後者が前者より大となる条件は、

$$(t_1 - t_2)Y > t_3 Q - t_2 P$$

である。 $t_1 > t_2$ であるから、この条件は、

$$Y > (t_3 Q - t_2 P) / (t_1 - t_2) \quad (*)$$

となる。

$Q=P$ の場合には、

$$Y > (t_3 - t_2)P / (t_1 - t_2) \quad (**)$$

となる。

例えば、 $t_2 = t_3$, または $t_3 < t_2$ なら、必ず、この条件は満たされる。税率の累進構造を考慮すると、これは、 $(Y - P) \langle (1 + i)P$, すなわち、 $P \langle Y / (2 + i)$ と同等である。つまり、このような不動産所得であれば、必ず節税効果が生じることになる（これ例外の場合でも、*式が満たされればよい）。

節税効果が生じるのは、累進構造のために税率に差が生じるからである。これは、上の例で容易に確かめられる。すなわち、仮に、 $t_1 = t_2 = t_3 = t$ であるなら、

$$W_1 = (1 - t)Y$$

$$W_2 = (1 - t)Y - t(Q - P)$$

であるから、 $Q \rangle P$ であるかぎり、 $W_2 \langle W_1$ となる（注）。 $P = Q$ の場合には、不動産所得があってもなくても、現在値は $(1 - t)Y$ となる。不動産所得を加えることによって確かに納税時期は延期されるが、不動産が投資に値するものである以上、割引現在値で評価して現在の損失以上の収益が、将来時点において発生する。したがって、仮に税率が一定なら、全期間を通じて節税にはならないのである。

現実の日本の税制においては、税制改革によって累進度が低下した。このため、上記のメリットは、低下したと考えられる。

なお、法人税は、基本的には、単一税率である。したがって、以上の検討から分かるように、法人段階では、ここで検討した節税メリットは生じない。

さて、上で見たように、税制上の経費（減価償却、支払利子）を個人段階に伝達することは、（完全なインピュテイションがなされるなら）可能である。すなわち、将来は大きな収益を発生させるが、現在では収益が発生しないようなプロジェクトであれば、そのことが個人段階に伝達される。したがって、現在は所得が多いが将来減少すると予想される個人は、こうした証券に投資をすればよい。

また、あるプロジェクトの損失を、法人段階である程度利用することは出来る。つまり、現時点では損失が発生するが将来大きな利益を発生させるプロジェクトを、現在利益が発生しているプロジェクトと組合せることにより、収益の時間的推移を平準化することが出来る。

こうした操作により、異なる時間プロファイルをもつさまざまな証券を販売すれば、ある程度、個人個人の個別事情に対応することが出来るであろう。

しかし、これは、ゼロが限度であって、マイナスの値を積極的に伝達することは出来ない。なぜなら、株式や債券によって証券化を行なった場合、負の配当や利子というものは

ありえないからである。株式の場合、損失は内部留保の減少を通じる株式価値の低下という形で個人段階に伝達できる。しかし、現実の所得税は実現益のみに課税することとしているため、個人段階では、株式を売却しない限り、これを損失として処理できない。

(注) $I < 0$ すなわち、 $Q < P$ の場合、負の価格はないから

$$W_2 = (1-t_2)Y + (1-t_3)Q - (1-t_2)P$$

となる。したがって、 $W_1 < W_2$ の条件は、

$$(t_1 - t_2)Y - (1-t_3)Q + (1-t_2)P$$

となる。

$t_1 = t_2 = t_3 = t$ の場合には、左辺はゼロで、右辺は、

$$-(1-t)(Q-P) < 0$$

となる。

したがって、この場合、上式は成立しない。つまり、比例税であれば負の価値を持つ対象に投資しても、有利にはならない。結局、比例税の場合には、不動産投資を加えても、節税効果は得られないことになる。

(7) 結論

仮に法人税と個人所得税の間で完全な二重課税調整が行なわれるなら、減価償却や支払利子について、個人が直接に不動産を保有する場合と証券化する場合とでは、何の差も生じない。日本の配当控除制度のもとでは、全額が配当されると、証券化する方が不利になる。しかし、内部留保される場合には、日本の税制でも、証券化が有利になりうることに注意が必要である。

つまり、証券化は、インカムゲインをキャピタルゲインに転換させる装置として働いている訳である。そして、一般に、キャピタルゲインは税制上有利なので、証券化することが有利になるのである。この意味では、証券化は、税制の歪を利用することになる。

アメリカでは、不動産所得の多くはインカムゲインとして発生するので、証券化によってこれをキャピタルゲインの形態に転換できることのメリットは大きいと思われる。これに対して、日本では、不動産所得のかなりの部分が、もともとキャピタルゲインの形で発生する。したがって、この点では、証券化の意義は、アメリカの場合よりは低いといえるかもしれない。

しかし、日本の税制では、従来、有価証券のキャピタルゲインが事実上非課税の状態だっ

たので、税制上の歪は大きかった。ただ、税制改革によって、有価証券のキャピタルゲイン課税が強化され、また、累進度が低下したので、この歪は縮小している。しかし、仮にキャピタルゲインを総合課税化したとしても、未実現キャピタルゲインは、課税できない。したがって、納税を限界税率が低くなる将来に延期するという効果は残る訳である。したがって、所得税の累進度が残る限り、この点は、税制上の利点となる。

損失伝達に関しては、証券化してもある程度は可能である。しかし、負の利子や配当がないので、これに関しては、限度がある。

ただ、一般の零細投資家にとっては、この点はあまり重要でないかもしれない。政策方向としては、損益通算措置に関しては、金融資産と割切り、金融資産の競合商品と考えるべきで、不動産との競合は意識すべきでないかもしれない。

なお、以上で検討した問題は、不動産の証券化に限らず、一般に、株式についてもいえることである。不動産の場合に特にこうした問題が意識されるのは、個人で持つか、証券化して持つかという選択が比較的現実的なものだからであろう。しかし、不動産の場合も、個人では所有できない大規模な不動産を証券化によって保有していること、また、さまざまな不動産を所有してリスクを分散していること、流動性が高くなっていること、などのメリットがあることを見逃すことはできない。

3. 譲渡所得税

以上で考えたのは、不動産の所得がインカムゲインの形で発生する場合である。つぎに、不動産の所得がキャピタルゲインの形で発生する場合について考える。

インデックス債の場合にまず問題となるのは、土地をインデックス債に乗換える場合に、土地の譲渡所得があったとみなして譲渡所得税を課すか否かである。仮に、課すとすると、インデックス債への乗換えには大きな障害となる。インデックス債の発行が、農地など低度利用地の有効利用という目的に添って行なわれるのであれば、これを土地と土地との等価交換の場合と同様にみなし、譲渡所得税を課さないことが適切であろう。この場合においては、インデックス債を売却した時点において、売却益に課税すべきことはいうまでもない。

すると、問題は、個人段階において、同額のキャピタルゲインを、土地売却益の形で実現するか、有価証券売却益の形で実現するかで差が生じるかということである。

有価証券のキャピタルゲイン課税は、売却額の1%とされている。仮に、インデックス

債にも、この税率を適用するとすれば、農地など売却額のはぼ全額をキャピタルゲインであるような場合には、土地を売却する場合に比べて、かなり有利になる。

ただし、1%という税率は、有価証券について、キャピタルゲイン率を売却価格の5%とみなし、これに20%の税率で課税するという考えから設定されている。したがって、同じ税率を、上記の様な等価交換措置を認めた上で、長期保有の土地をバックにするインデックス債に適用することには無理があろう。おそらく、適切と考えられるのは、売却額から5%を控除して、これに20%程度の税率で課税することであろう。このようにすれば、長期保有の土地との均衡が保てる。

しかし、この課税法では、第2次取得者にとっては、重すぎる課税になる可能性がある。これについて、インデックス債を土地と同様にみなして、土地譲渡所得課税との均衡を考慮するか、あるいは、金融資産とみなして、有価証券譲渡益課税との関連を考慮するかが問題となる。

日本の譲渡所得税の体系では、有価証券のキャピタルゲイン課税が不完全でしかも税率もかなり低いのに対し、土地、とくに短期保有の場合には、かなり重くなっている。このように、両者の関連はあまり意識されていないようである。これは有価証券と土地とが全く別の資産と考えられ、両者の裁定はあまりないと考えられているからであろう。インデックス債のような新しいタイプの資産が現れると、この点が問題となるのである。

このように、この問題は、現状の税制で考えが統一されていないことの反映であり、したがって、客観的な答を出すことが出来ない。ただ、暫定的な結論としては、有価証券と同様に扱うことが適切と考えられる。その理由は、次のとおりである。

第1に、形式的にも、インデックス債は金融資産である。第2に、土地の短期保有より有利になるので、投機的資金が土地からインデックス債に移行すると期待できる。

以上の様になると、インデックス債の第1次取得者のみが、特別な扱いを受けることとなる。これを実務的に処理するには、土地からインデックス債に乗換える時点で等価交換の扱いを受けるか、あるいは土地譲渡所得税を支払うかを選択させ、前者の扱いを選択した時のみ、売却時の税率を重くすることとすればよい。

(参考) 日本の土地の譲渡益課税制度

土地の譲渡益課税に対しては、所得税、法人税、住民税、事業税が課される。

個人所得税は場合により異なるが、長期保有の居住用財産については、3,000万円の

特別控除後の譲渡益が 4,000万円以下の部分には、10%（住民税 4%）の分離課税、4,000万円以上の部分は15%（住民税 5%）。短期は、譲渡益の40%（住民税12%）の分離課税（ただし、総合課税の場合との比較がなされる）となっている。

長期と短期の区別は、本則では10年超を長期としているが、特別措置でこれを5年超としている。

また、1988年の10月から保有期間2年以内の土地の譲渡益に対しては、売却益に対する課税を特別に重くし、最高96%の税が課される超短期重課制度がとられている。具体的には、法人の場合には通常の法人税に30%の上乗せ税率がかかるので、地方税を含めると売却益の85%程度の税額となる。個人の不動産業者等の場合は、売却益の50%の分離課税か、総合課税適用税率の20%増しの、いずれか多い方とされる。この措置は、1990年3月末までの時限措置とされていたが、さらに延長される予定である。

4. 相続税

相続税に関して問題となるのは、同じ価値の財産の場合に、土地という形態と金融資産という形態とで、税額が異ならないかという問題である。これは、いづれのタイプの証券化でも問題となる。

日本の税制では、財産を直接に不動産という形で持つ場合と、これを金融資産という形で持つ場合と、相続税上の負担が異なる。これは、相続税の課税上、土地の評価が時価より低いからである。相続税の土地の評価は、公示地価の7割を目標に設定されているといわれているが、実際にはこれを下回っていることが多く、しかも、公示地価が時価より低い。したがって、評価は時価の5割程度といわれてきた。最近の地価高騰地域では、3～4割程度に低下したと思われる。

また、市街化区域内農地については、相続税についても、優遇策がとられている。このため、土地か金融資産かでは、大きな差が生じる。

相続税上の扱いなどに関しては、土地の扱いを正常化することが必要である。しかし、これは簡単には出来ないので、証券化された不動産について、特別の扱いをすることが必要となるかもしれない。

しかし、相続税の課税対象は、ごく限定的である。したがって、とくに一般投資家を対象として発行されるインカムゲイン型の証券化の場合には、さほど重要でない。

5. 固定資産税

証券化された土地を金融資産と考えれば、課税の必要はない。例えば、インカムゲイン型の場合、発行体の段階で課税されていることを考えれば、当然といえよう。

なお、現実には、以下に見るように、固定資産税の負担率が極めて低いので、あまり重要でないと考えられる。

土地に対する固定資産税は、形式的な税率では標準税率で 1.4%、制限税率で 2.1% である。しかし、実効負担率（土地に対する固定資産税収の土地時価総額に対する比率）はきわめて低い。東京都の場合、土地に対する固定資産税の実効負担率（国民経済計算における民有地価値に対する固定資産税額の比率）は、1975年度には0.23%であったが、1987年度には 0.065%にまで低下している。これは、地価が高騰するなかで固定資産税の圧縮措置がとられたからである。都市計画税を含めても、実効負担率は、0.09%にしかならない。国民経済計算における評価は公示地価を基準にしていると考えられるので、時価に対する負担率では0.06%程度と推定される。

絶対額でみると、東京都でも標準的な住宅（土地 162平方メートル、建物80平方メートル）の場合、住宅分も含む平均固定資産税額は88年度で12万4,000円である。

日本で実効税率が低いのは、課税上の評価額が時価に比べて著しく低いことや、さまざまの特別措置がとられていることによる。課税上の評価額が時価に比べて低くなっているのは、1950年代から、負担増軽減措置が繰り返され、課税上の評価と時価が大きく乖離してしまっただからである。また、200平方メートル以下の小規模宅地については、固定資産税を4分の1にする措置がとられている。

さらに、市街化区域内農地については、地価上昇のなかで評価が据置かれたため、固定資産税の負担が周辺の宅地に比べて著しく低くなった。これを是正するため、三大都市圏のなかで都市化が進む市を対象に、宅地並みの税を課す「市街化区域内農地の宅地並み課税」が導入された。しかし、10年以上農業を継続する意志のある農家には、長期営農継続農地として、課税を猶予する措置がとられている。この結果、宅地の30分の1から70分の1程度の税負担となっている。

(参考1) アメリカの固定資産税

アメリカの固定資産税はかなり高い。1978年にカリフォルニア州で「納税者の反乱」といわれた反税運動があったが、この背景には当時のカリフォルニア州の固定資産税率が、市場価格の平均3%程度と、かなり高かったという事実がある。市場価格が20万ドル(約2,500万円)の家屋の場合には、固定資産税負担が年間6,000ドル(約75万円:月額6万円)程度にも達していたわけである。

現在でも、アメリカの固定資産税率はかなり高く、1~2%程度の税率になっている都市が多い。

(参考2) 農地宅地並み課税問題の経緯

宅地並み課税の採用は、昭和46年(1971年)にさかのぼる。47年度からの実施が税制改正大綱に盛り込まれたにも拘らず、農業団体の圧力で実施直前に凍結された。

その後、さまざまな経緯を経て段階的に課税が拡大され、1982年度改正で一般的な制度となり、東京、大阪、名古屋の3大都市圏の中で、とくに都市化が進む187市を対象に、固定資産税評価額が坪あたり3万円以上の農地は、固定資産税と都市計画税の課税上、原則として、宅地と同様に扱われることとなった。しかし面積300坪以上で10年以上営農する意志のある農家で市長が認めた場合には、長期営農農地として、農地の場合の課税相当額を超える部分が執行猶予になることとなっている。これが、「長期営農継続農地制度」である。

また、農地を相続すると、農地並価格を超える部分の相続税は猶予され、相続後20年間農業を継続すると、猶予分が免除される。

自治省が1986年度末に行なった調査では、宅地並み課税の対象となる市街化区域内農地は4万4,000haあり、このうち長期営農継続農地は3万7,000haあった。

また、1982年度から宅地化された農地は、年間1,000~1,500ha程度でしかない。

東京圏(1都3県と茨城県南部)の場合、市街化区域内農地は、2万8,000haある。このうち軽減されている農地は、約8割ある。

このため、農地の負担率は、周辺宅地の30分の1から70分の1程度の負担となっている。

(参考3) 固定資産税の実効税率(全国平均)

年度	土地に対する固定資産税	民間部門土地資産額	(A/B) %
	(A) 億円	(B) 兆円	
1985	17,898	933	0.19
1986	19,712	1,165	0.17
1987	20,096	1,519	0.13

固定資産税の実効税率(東京都の場合)

年度	土地に対する固定資産税	民間部門土地資産額	(A/B) %
	(A) 億円	(B) 兆円	
1984	2,877	168	0.17
1985	3,180	209	0.15
1986	3,490	389	0.09
1987	3,542	543	0.065

注：固定資産税額は東京都の資料に、民間部門土地資産額は国民経済計算年報による。

6. その他の関連税

(1) 有価証券取引税

金融資産と考えれば課税されることになろう。

(2) 不動産取得税

金融資産と考えれば課税の必要はない。有価証券取引税の代替である(これらはいずれも流通税である)。

7. 結論

インカムゲイン型の証券化については、減価償却、支払利子、損失伝達などの点で、不動産の直接保有より不利になることがあり得る。しかし、これについては、金融資産として割切るべきものと思われる。また、他方において、証券化により、インカムゲインをキャピタルゲインに転換できる可能性もあることに注意が必要である。

インデックス債型の証券化で最大の問題は、譲渡益課税と相続税の扱いであろう。前者については、基本的には、金融資産として課税することとするが、第1次取得者については、土地の等価交換とみなすことが適切であろう。相続税についての問題が発生するのは、税の側の歪が原因であるので、土地と同様の評価とするという特別措置が必要と思われる。

補論：アメリカにおける不動産証券化と税制

アメリカにおいて、不動産証券化に関して税制上問題にされているのは、主として、次の2点である。

1. 法人税と個人所得税の二重課税回避：導管体

アメリカでは、法人税と個人所得税の調整が全く行なわれていない。このため、法人税との二重課税を回避するための措置が必要となる。また、アメリカでの証券化は、主として賃貸ビル、ショッピングセンタなどのインカムゲイン型のものであるため、この重要性は大きい。

このための制度が、導管体 (Conduits) と呼ばれるものである。導管会社の形態としては、特別の法人やパートナーシップが用いられる。また、トラストの形態をとることもある。

もっともポピュラーなものが、REIT である。REIT は、多数の投資家から資金を調達し、専門家の投資判断により不動産に投資するもので、収益の 100% を投資家にパススルーできる導管機関の一種である。REIT は、州法に基づき、信託か株式会社として設立される。

REIT はかなり古くから存在していたが、1960年の税制改正により、免税適格条件をみたせば、連邦法人税が非課税となるという特典が与えられた (免税適格条件とは、課税対象利益の95%以上を配当として株主に配分すること、資産の75%以上が不動産等であること、株主は 100人以上であること、などである)。

いまひとつは、パートナーシップである。パートナーシップは、連邦税法上、パススルーエンティティとみなされ、直接の課税対象とならない。つまり、パートナーシップの事業収益や損失は、ここのパートナーに割り振られて課税される。このため、法人におけるような二重課税の問題が発生しない。

2. 損失の通算

パートナーシップの場合、損失が投資家段階まで分配されるので、投資家は、これにより、他の所得をオフセットすることができた。これが、パートナーシップのタックスシェルターとしての機能であり、二重課税回避のメリットより、実は、このメリットの方が大きいといわれていた。

しかし、これについては、1986年税制改正により、大きな改革がなされ、損失は他のパートナーシップからの利益からは差し引けるが、賃金などの通常所得や株式投資などの能動的投資からの所得からは差し引けないこととなった。これにより、パートナーシップの税制上の利益は大きく減殺されたことになる。

第4章 地価下落のシナリオ

1. 不動産価格のバブルを検討する2つのアプローチ

(1) 検討の目的

地価インデックス債の導入により土地の実効供給が増加すると、地価は下落するであろう。この場合、つぎの2点に関する検討が必要である。

第1は、現在の不動産価格の水準に関する評価、すなわち「不動産価格にどの程度のバブルが含まれていて、どこまで下げうるのか」の検討である。

第2に、地価下落が金融制度に与える影響の分析が必要である。本格的な土地対策をとることに對して、「地価が下落すると金融的混乱が生じるのではないか」との懸念がしばしば表明される。現在の金融機関の貸付は殆どが土地担保融資であり、しかも時価一杯に担保価値を評価しているため、仮に地価が下落すると貸付が回収不能となり、金融機関の倒産等が生じる、というものである。これが本格的な土地対策をとるうえでの障害になっている。そこで、こうした懸念が意味があるものか否かを検討する必要がある。

(2) 収益現在値のアプローチと問題点

現在の不動産価格の水準評価に関しては、つぎの2つのアプローチがありうる。第1は、不動産の価格をその利用収益（オフィスビル賃貸料、マンション賃貸料、駐車場料金など）と比較することである。なぜなら、不動産の価格は、長期的には、利用収益の割引現在値となるはずだからである。

しかし、このアプローチには、いくつかの問題がある。最大のものは、想定するパラメータの値いかんで、結果が大きく異なることである。とくに、賃貸料の将来見通し、割引率の選定が問題である。

第2のアプローチは、マクロ的なデータによって、地価と経済変数との関連を検討することである。以下では、第2のアプローチでの検討を行なう。

2. マクロ的データによるバブルの推定

(1) 土地資産の対GNP比

マクロ的指標による第1のアプローチとして、資産の対GNP比率をみよう（表4-1、図4-1）。最近時点では、この比率は5に近づいているが、長期的に見ると、傾向的な

上昇トレンドが見られる。すなわち、1960年代には 1.8程度であったものが、1970年代には 2.5程度に上昇している。

そこで、土地資産の対GNP比率について、1955～85年のデータで年次に回帰させた。結果は、表4-2の注2に示すとおりである。年次の計数が0.06であるから、土地資産の対GNP比は、10年間で約 0.6上昇することになる。回帰式から得られる数字を傾向値として表4-2に示した。図示すると、図4-1の「回帰値」のとおりである。

傾向値との関係を見ると、つぎのとおりである。1960年代前半には現実値は傾向値より10%程度高くなった。その後60年代後半には傾向値より低くなった。70年代前半には再び地価が上昇し、傾向値より20%程度高くなった。70年代後半には傾向値より低くなり、80年代前半は、傾向値より高かったものの乖離率は10%未満であった。

1980年代後半の地価上昇により、傾向値からの大幅な乖離が生じた。1988年では、乖離率は3割を超えている。仮に傾向値を長期均衡値と考えると、現在の地価のうち、約3割はバブルであるとの結論が得られる。

表4-1 資産残高の推移
(対GNP比：%)

歴年	総資産	土地	金融	その他
1955	5.961	1.369	2.193	2.398
1956	6.238	1.439	2.397	2.402
1957	6.161	1.450	2.484	2.227
1958	6.430	1.582	2.726	2.121
1959	6.416	1.600	2.847	1.969
1960	6.472	1.747	2.888	1.837
1961	6.618	1.777	3.016	1.825
1962	7.017	1.935	3.254	1.829
1963	7.005	1.823	3.426	1.756
1964	7.058	1.838	3.487	1.733
1965	7.174	1.795	3.648	1.730

1966	7.087	1.781	3.616	1.691
1967	7.202	1.849	3.659	1.694
1968	7.201	1.951	3.595	1.654
1969	7.339	2.046	3.626	1.667
1970	7.620	2.169	3.698	1.753
1971	8.477	2.391	4.253	1.833
1972	9.659	2.872	4.801	1.986
1973	10.093	3.058	4.775	2.260
1974	9.406	2.564	4.462	2.379
1975	9.435	2.474	4.598	2.364
1976	9.498	2.348	4.754	2.397
1977	9.367	2.275	4.749	2.344
1978	9.721	2.366	5.016	2.339
1979	10.342	2.636	5.193	2.514
1980	10.749	2.879	5.293	2.577
1981	11.223	3.104	5.528	2.591
1982	11.473	3.166	5.707	2.600
1983	11.811	3.152	6.081	2.579
1984	11.954	3.104	6.309	2.541
1985	12.253	3.161	6.599	2.492
1986	13.551	3.777	7.312	2.463
1987	15.201	4.663	8.055	2.483

資料：經濟企画庁、国民經濟計算年報、国民資産負債残高

図4-1 土地資産額の対GNP比

(回帰は1985年の値まで)

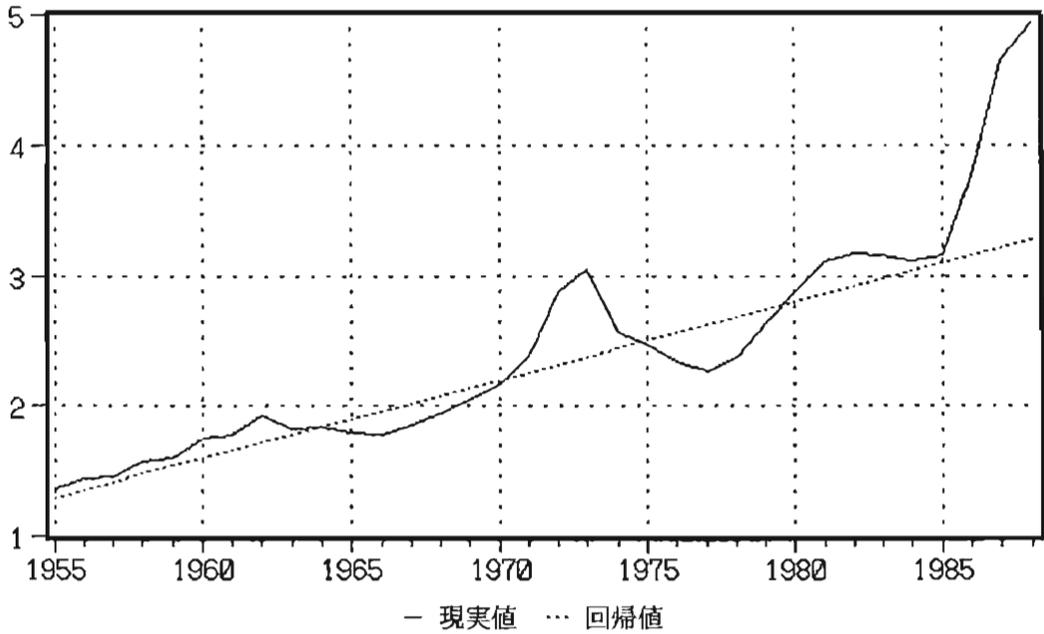


表4-2 土地資産残高の現実値と傾向値

(対GNP比)

年度	土地	傾向値	乖離率
1955	1.369%	1.300%	0.051
1956	1.439	1.360	0.055
1957	1.450	1.420	0.021
1958	1.582	1.480	0.064
1959	1.600	1.540	0.037
1960	1.747	1.600	0.084
1961	1.777	1.660	0.066
1962	1.935	1.720	0.111
1963	1.823	1.780	0.023
1964	1.838	1.840	-0.001

1965	1.795	1.900	-0.058
1966	1.781	1.960	-0.101
1967	1.849	2.020	-0.093
1968	1.951	2.080	-0.066
1969	2.046	2.140	-0.046
1970	2.169	2.200	-0.014
1971	2.391	2.260	0.055
1972	2.872	2.320	0.192
1973	3.058	2.380	0.222
1974	2.564	2.440	0.048
1975	2.474	2.500	-0.011
1976	2.348	2.560	-0.090
1977	2.275	2.620	-0.152
1978	2.366	2.680	-0.133
1979	2.636	2.740	-0.040
1980	2.879	2.800	0.027
1981	3.104	2.860	0.079
1982	3.166	2.920	0.078
1983	3.152	2.980	0.054
1984	3.104	3.040	0.021
1985	3.161	3.100	0.019
1986	3.777	3.160	0.163
1987	4.663	3.220	0.309
1988	4.946	3.280	0.337

資料：經濟企画庁、国民經濟計算年報、国民資産負債残高

注1：乖離率 = (現實値 - 回歸値) / 現實値

注2：回帰分析の結果：

Y切片	-116.0
Y評価値の標準誤差	0.2
R ² 乗	0.9
標本数	31.0
自由度	29.0

X係数 0.0600

X係数の標準誤差 0.0044

注：Xは年次、Yは土地資産額の対GNP比。

回帰は1955-1985年のデータを用いて行なった。

(2) 土地資産と金融資産の比率

土地資産と金融資産の対GNP比率は、表4-3、図4-2に示すとおりである。図4-2にみるように、両者はほぼ似た変動を示している。これは、金融政策が地価に影響している面が強いことをうかがわせる。ただし、金融資産の対GNP比上昇は、株式によるところが多く、株価上昇は土地価値の上昇を反映している面が強いから、因果関係として、地価→金融資産という側面もある。

土地資産と金融資産の比率は、図4-3に示すとおりであり、ほぼ0.54の周りを変動している。

この値が平均より高くなったのは、1961~3年頃、1973~4年頃、1982年頃、そして最近時点である。過去の時点と比べて、最近時点の比率が特に高いということはない。

表4-3 土地と金融資産

歴年	土地 (GNP比)	金融資産 (GNP比)	土地/金融資産
1955	1.369	2.193	0.625
1956	1.439	2.397	0.600
1957	1.450	2.484	0.584

1958	1.582	2.726	0.580
1959	1.600	2.847	0.562
1960	1.747	2.888	0.605
1961	1.777	3.016	0.589
1962	1.935	3.254	0.595
1963	1.823	3.426	0.532
1964	1.838	3.487	0.527
1965	1.795	3.648	0.492
1966	1.781	3.616	0.492
1967	1.849	3.659	0.505
1968	1.951	3.595	0.543
1969	2.046	3.626	0.564
1970	2.169	3.698	0.586
1971	2.391	4.253	0.562
1972	2.872	4.801	0.598
1973	3.058	4.775	0.640
1974	2.564	4.462	0.575
1975	2.474	4.598	0.538
1976	2.348	4.754	0.494
1977	2.275	4.749	0.479
1978	2.366	5.016	0.472
1979	2.636	5.193	0.508
1980	2.879	5.293	0.544
1981	3.104	5.528	0.561
1982	3.166	5.707	0.555
1983	3.152	6.081	0.518
1984	3.104	6.309	0.492
1985	3.161	6.599	0.479
1986	3.777	7.312	0.517
1987	4.663	8.055	0.579

資料：經濟企画庁、國民經濟計算年報、國民資産負債残高

図4-2 土地資産と金融資産
(対GNP比)

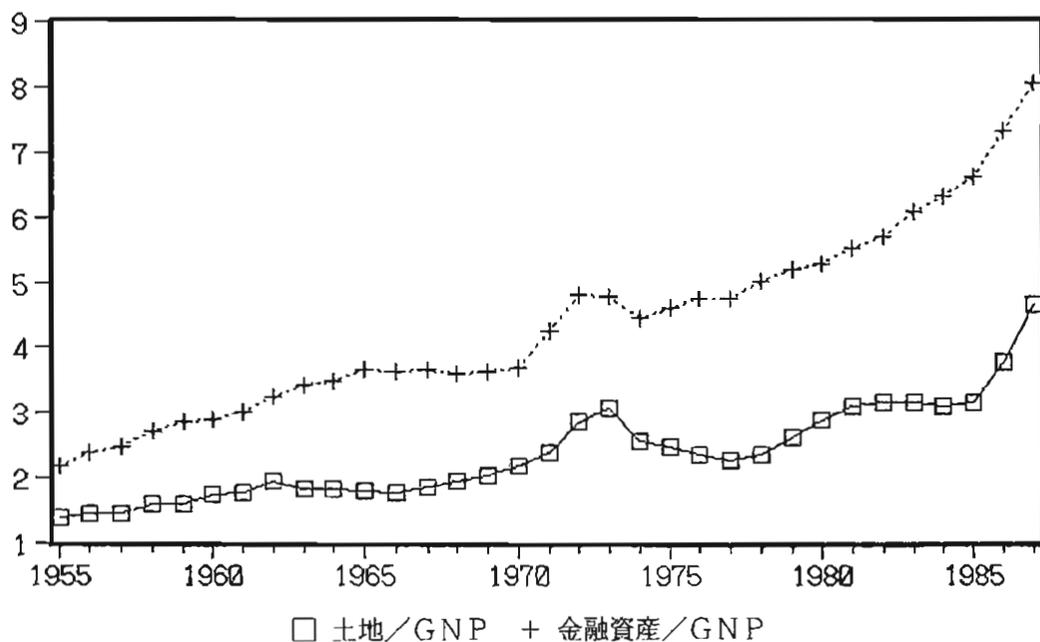
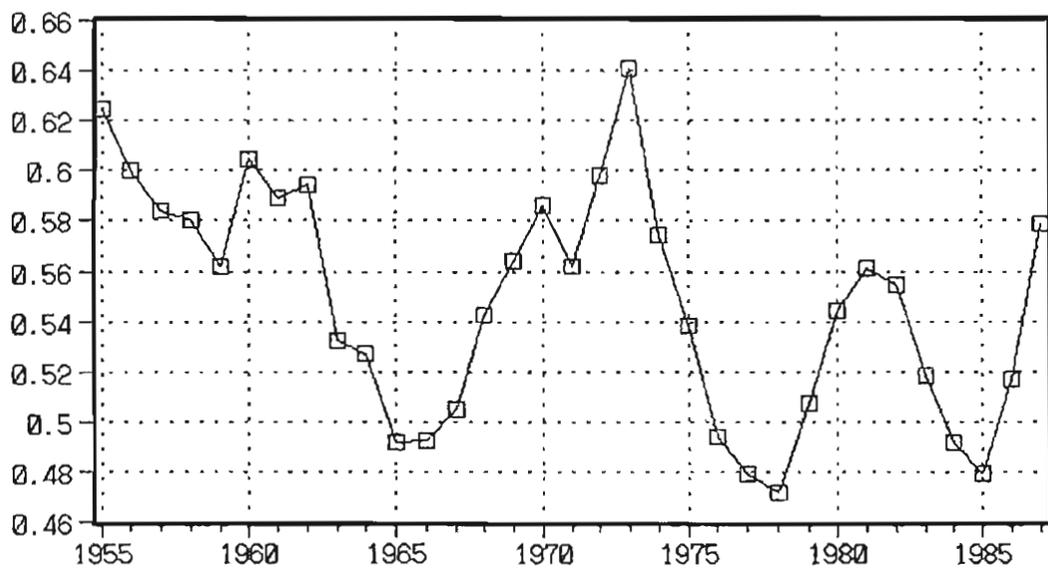


図4-3 土地資産と金融資産の比



(3) 経済成長率との比較

地価と経済成長との関係を長期的にみると、表4-4と図4-4のとおりである。

ここで、「地価」は、6大都市の住宅地の地価指数であり、「GNP」は、名目国民総生産を表わす。図では、いずれも、1970年の値を100とする指数で示してある。

過去の推移を見ると、1973-74年のいわゆる「列島改造ブーム」の時代に、地価が傾向線からはずれて上昇した。しかし、オイルショック後の1975年には地価が下落し、以後、1980年代前半は、ほぼ横這いの状態が続いた。この間に実体経済が成長したので、地価上昇の影響は調整され、地価はGNPとの関係で見て、長期的な趨勢より低くなった。つまり、70年代後半は、所得との関係で最も不動産が購入しやすい時期だったといえる。1980年代の前半は、地価はほぼ長期的趨勢線の上にあった。

1987年から地価が傾向線を離れて急上昇し、1989年においては、GNP指数 518に対して、地価指数は 845となっている。したがって、仮に1970年の値を長期的均衡値とするなら、現在の地価の約40%は、均衡値を離れた「バブル」である。

表4-4 地価とGNP

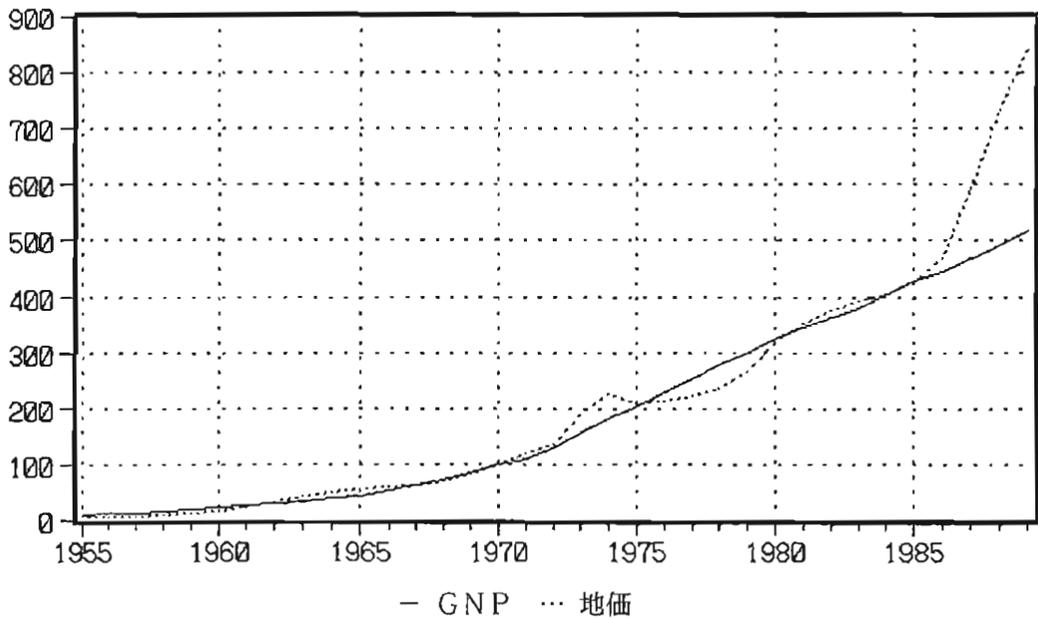
年度	地価 (注)	GNP (10億円)	指数 (1970=100)	
			地価	GNP
1955	1.71	8,627	5.46	11.48
1956	1.93	9,670	6.17	12.87
1957	2.57	11,076	8.21	14.74
1958	3.27	11,850	10.45	15.77
1959	4.04	13,892	12.91	18.49
1960	5.18	16,662	16.55	22.17
1961	7.46	20,139	23.83	26.80
1962	10.50	22,282	33.55	29.65
1963	13.10	26,163	41.85	34.81
1964	15.90	30,301	50.80	40.32
1965	17.80	33,673	56.87	44.81

1966	18.40	39,600	58.79	52.69
1967	19.60	46,333	62.62	61.65
1968	22.00	54,792	70.29	72.91
1969	26.10	64,890	83.39	86.35
1970	31.30	75,152	100.00	100.00
1971	37.20	82,806	118.85	110.18
1972	42.80	96,539	136.74	128.46
1973	59.20	116,679	189.14	155.26
1974	71.00	138,155	226.84	183.83
1975	65.60	152,209	209.58	202.53
1976	66.90	171,152	213.74	227.74
1977	69.90	190,034	223.32	252.87
1978	73.60	208,780	235.14	277.81
1979	82.90	225,452	264.86	299.99
1980	100.00	245,162	319.49	326.22
1981	110.60	259,668	353.35	345.52
1982	117.90	272,382	376.68	362.44
1983	122.50	284,058	391.37	377.98
1984	126.80	303,016	405.11	403.20
1985	133.80	321,290	427.48	427.52
1986	146.70	334,569	468.69	445.19
1987	186.30	351,188	595.21	467.30
1988	229.40	370,300	732.91	492.73
1989	264.50	389,700	845.05	518.55

資料：日本不動産研究所，「市街地地価指数」。

地価（注）1980=100

図4-4 地価とGNPの推移
(1970=100とする指数)



3. バブル調整の過程

前節での検討から、現在の地価には、3割ないし4割のバブルが含まれていると推論される。では、このバブルは、いかに調整されるだろうか。

これを見るために、名目GNPは、過去5年間の平均値（年率5.2%）で伸びるとしよう。そして、つぎの3つのケースを考える。

（ケース1）地価が1989年の値で横這いになる場合。

（ケース2）地価が毎年3%ずつ下落する場合。

（ケース3）地価が毎年15%ずつ下落する場合。

まず、地価水準と名目GNPの関係をみよう（表4-5、図4-5参照）。

（ケース1）：

ケース1では、GNPとの関係で地価が長期的均衡値に戻るのが1999年頃になる。つまり、地価のバブルは、今後10年間ほどの期間にわたって残ることになる。

（ケース2）：

ケース2では、GNPとの関係で地価が長期的均衡値に戻るのは、1995年頃になる。つ

まり、約6年間でバブルが調整されることになる（絶対水準で見ると、1989年のピークに比べて、地価は約17%低下する）。

（ケース3）：

ケース3では、1991年から92年の間に地価が長期的均衡値に戻る。つまり、今後約2年間でバブルが調整されることになる（絶対水準で見ると、1992年の地価は、1989年のピークに比べて、約40%低下する）。

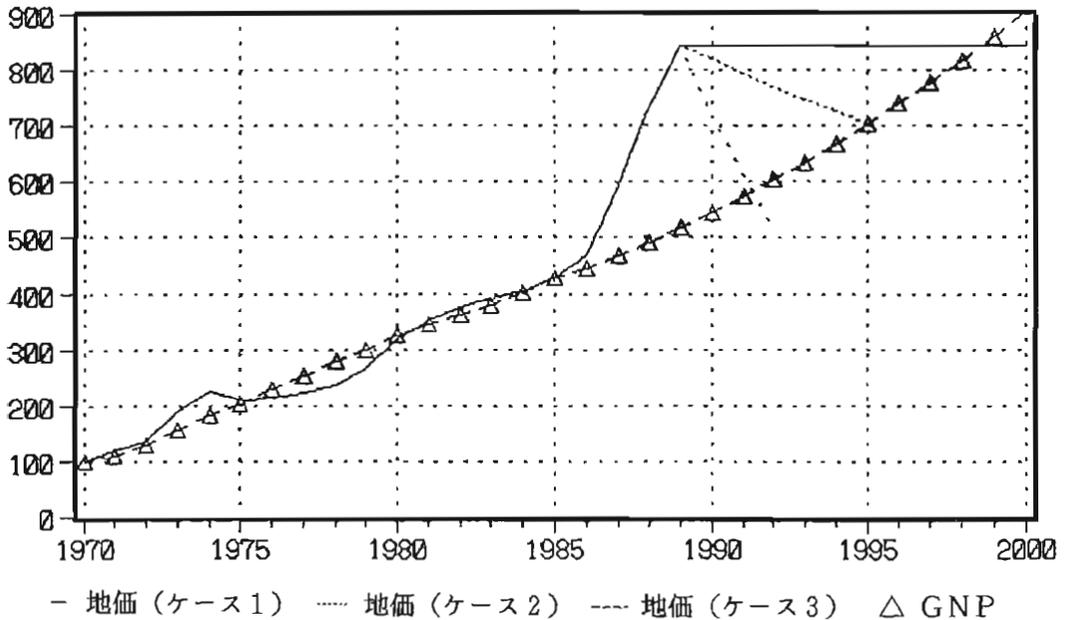
表4-5 地価とGNPの指数予測

	ケース1	ケース2	ケース3
1970	100.0	100.0	100.0
1971	118.8	118.8	118.8
1972	136.7	136.7	136.7
1973	189.1	189.1	189.1
1974	226.8	226.8	226.8
1975	209.6	209.6	209.6
1976	213.7	213.7	213.7
1977	223.3	223.3	223.3
1978	235.1	235.1	235.1
1979	264.9	264.9	264.9
1980	319.5	319.5	319.5
1981	353.4	353.4	353.4
1982	376.7	376.7	376.7
1983	391.4	391.4	391.4
1984	405.1	405.1	405.1
1985	427.5	427.5	427.5
1986	468.7	468.7	468.7
1987	595.2	595.2	595.2
1988	732.9	732.9	732.9

1989	845.0	845.0	845.0
1990	845.0	819.7	718.3
1991	845.0	795.1	610.5
1992	845.0	771.3	519.0
1993	845.0	748.1	441.1
1994	845.0	725.7	375.0
1995	845.0	703.9	318.7
1996	845.0	682.8	270.9
1997	845.0	662.3	230.3
1998	845.0	642.4	195.7
1999	845.0	623.2	166.4
2000	845.0	604.5	141.4

図4-5 地価と経済成長

(1970年=100)



ところで、すでに述べたように、土地資産の対GNP比は、長期的に見て上昇傾向にある。そこで、この点を考慮して、土地資産の対GNP比をケース1とケース2についてみると、つぎのようになる（表4-6、図4-6参照）。ただし、対GNP比の値が1988年までしか分らないので、1990年までは、同一比率であるものとした。

（ケース1）：この場合でも、対GNP比は、1996年には、傾向線に戻る。

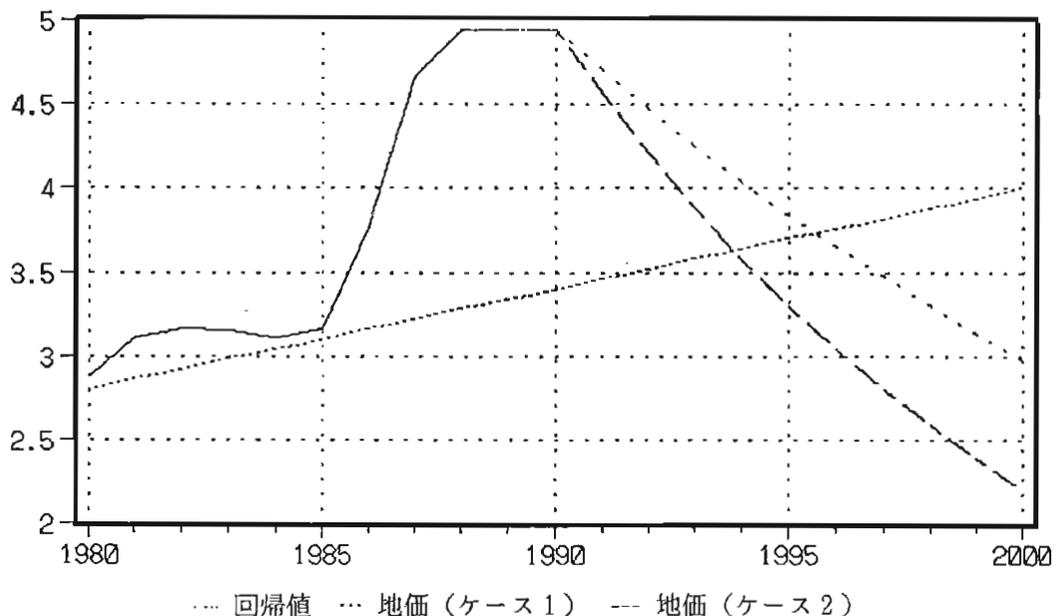
（ケース2）：ケース2では、1994年には傾向線に戻る。

表4-6 土地資産の対GNP比予測

	現実値	回帰値	予測値	
			ケース1	ケース2
1980	2.88	2.80	2.88	2.88
1981	3.10	2.86	3.10	3.10
1982	3.17	2.92	3.17	3.17
1983	3.15	2.98	3.15	3.15
1984	3.10	3.04	3.10	3.10
1985	3.16	3.10	3.16	3.16
1986	3.78	3.16	3.78	3.78
1987	4.66	3.22	4.66	4.66
1988	4.95	3.28	4.95	4.95
1989		3.34	4.95	4.95
1990		3.40	4.95	4.95
1991		3.46	4.70	4.56
1992		3.52	4.47	4.21
1993		3.58	4.25	3.88
1994		3.64	4.04	3.58
1995		3.70	3.84	3.30
1996		3.76	3.65	3.04
1997		3.82	3.47	2.80

1998	3.88	3.30	2.58
1999	3.94	3.13	2.38
2000	4.00	2.98	2.20

図4-6 土地資産額の対GNP比



そこで、問題は、金融システムがどの程度の地価下落に堪えうるかである。これについて、つぎに検討しよう。

4. 金融制度への影響

80年代後半の地価高騰は、基本的には金融的現象である。したがって、实体经济に影響を与えずに地価を下げる事が可能と思われる。とくに、借手が資金を生産的投資にあてていた場合には、たとえ担保となっている土地の価格が下落したとしても、返済はなされるであろう。

問題となりうるのは、融資を受けた資金で投機的な不動産購入が行なわれていた場合である。この際、金融機関が土地担保貸付を行なう際の評価がかなり高いため、不動産業者の倒産が金融的混乱に発展する危険が否定できない。

こうした可能性は薄いと思われるが、それを説得的にデータによって示す必要がある。そこで、以下では、この点に関する検討を行なおう。

金融機関の不動産貸出残高の推移は、表4-7に示すとおりであり、民間金融機関の合計では、1989年度末で約53.5兆円となっている。これを地価高騰の始まる前の1984年度末と比較すると、約31兆円の増加である。

表4-7 金融機関の不動産向け貸出し残高（単位：10億円、年度末）

	A	B	C	D	E	F
年度	銀行勘定	信託銀行	相互銀行	信用金庫	商工中金	開発銀行
1983	11,642.6	2,710.1	2,329.4	2,347.5	490.3	514.0
1984	13,936.0	2,828.7	2,520.7	2,562.1	585.7	503.8
1985	17,173.9	3,431.0	2,943.0	2,823.7	666.1	507.0
1986	23,498.3	4,346.9	3,141.0	3,276.1	853.6	463.6
1987	27,457.7	5,197.6	3,788.6	3,988.4	924.1	446.7
1988	31,448.6	5,293.5	4,364.7	4,658.2	934.1	471.2
1989	40,985.7	5,916.2	—	5,588.8	1,005.9	522.4

G	H	A~H	A~E
輸出入銀行	中小公庫	合計	民間貸出
—	110.9	20,144.8	19,519.9
—	113.1	23,050.1	22,433.2
—	133.0	27,677.7	27,037.7
—	134.7	35,714.2	35,115.9
1.7	136.3	41,941.1	41,356.4
3.9	154.6	47,328.8	46,699.1
3.9	187.8	54,210.7	53,496.6

（資料）日本銀行『経済統計年報』および『経済統計月報』所載の業種別貸出残高。

（注）相互銀行は、平成元年度以降、銀行勘定に含まれる。

表4-8 金融機関のノンバンク向け貸出し残高（単位：10億円、年度末）

	A	B	C	D	E	F
年度	銀行勘定	信託銀行	相互銀行	信用金庫	商工中金	開発銀行
1983	14,107.3	2,343.5	1,376.8	292.8	479.5	185.1
1984	18,928.0	3,071.4	1,366.6	313.1	610.6	197.6
1985	23,207.7	4,138.6	1,436.9	353.1	788.6	200.3
1986	29,710.0	4,563.0	1,454.6	365.8	968.8	195.7
1987	36,948.3	5,368.9	1,747.5	410.9	1,178.4	224.7
1988	41,765.8	6,571.7	1,752.1	485.8	1,312.9	225.3
1989	49,246.1	9,090.9	—	573.5	1,513.1	260.0

G	H	A~H	A~E
輸出入銀行	中小公庫	合計	民間貸出
98.0	25.1	18,908.1	18,599.9
93.6	28.0	24,608.9	24,289.7
89.5	31.5	30,246.2	29,924.9
106.6	30.8	37,395.3	37,062.2
115.0	32.3	46,026.0	45,654.0
126.1	37.7	52,277.4	51,888.3
148.9	45.3	60,877.8	60,423.6

（資料）日本銀行『経済統計年報』および『経済統計月報』所載の業種別貸出残高。

（注1）ノンバンク向け貸出残高は、その他金融業（またはそれを含む金融・保険業）向けと物品質貸向けの合計。

（注2）相互銀行は、平成元年度以降、銀行勘定に含まれる。

この他に、ノンバンクを経由する不動産融資がある。最近では特にノンバンクの融資は不動産に偏っており、融資残高のうち土地関連融資の比率は、53～64%といわれる。一方、金融機関のノンバンク向け貸付残高は表4-8.に示すとおりであり、1989年度末で約60.4兆円、84年度末からの増加は、36.1兆円となっている。

したがって、ノンバンク経由の不動産融資は、89年度末残高で36兆円程度、84年度末からの増加は、21.6兆円程度と推定される。

したがって、両者を合わせると、1989年度末の不動産関連融資残高は約114兆円であり、1984年度末－89年度末の5年間に約67兆円強増加したことになる。

では、地価の下落は金融システムにいかなる影響を与えるだろうか。いうまでもなく、これを客観的に評価することは、極めて難しい。以下では、いくつかの大胆な想定の下で、評価を行なってみよう。

まず最初に、1984年度末以降の増加額のみを問題としよう。もちろん、それ以前の貸付にも問題はありうるが、主として問題となるのは、今回の地価高騰が始まった以降の貸付だからである。すると、対象となるのは67兆円である。つぎにこのなかで投機的な土地購入にあてられた部分がどの程度かを見る必要がある。

まず、年間の全国新設分譲住宅戸数は、現在、一戸建てが12万戸、マンションが15万戸程度である。一戸当りの所要土地面積を、一戸建てで200平方メートル、マンションで50平方メートルとすると、新設分譲住宅のための所要土地面積は、年間で約25百万平方メートル、5年間で約125百万平方メートル（12,500ヘクタール）となる。ここで、平均土地単価を1平方メートルあたり20万円と仮定すると、これは、約25兆円と評価される。したがって、5年間の不動産関連融資のうち、25兆円程度は、分譲住宅に用いられて販売されたと考えることができよう（5年間の分譲住宅に使われたのは1984年以前に購入されていた土地であって、それ以降の融資を受けて購入された土地が現在在庫で残っている場合があることは、否定できない。しかし、他方において、土地の用途としては、分譲住宅以外のものもあることに注意が必要である）。すると、投機的購入として問題にすべきものは、67兆円のうちの42兆円程度だということになる。

では、地価の下落としては、どの程度のもを想定すべきであろうか。前節の議論から、ケース2では、年間の地価下落率は約3%であり、年間の回収不能額は、約1.26兆円である。これは、金融制度にとって十分堪えられる額であろう。

つぎにケース3を考えると、年間の地価下落率は約15%であり、年間の回収不能額は、約6.3兆円である。ところで、過去の倒産の例をみると最近時点で最も倒産が多かった1985年で、負債総額1千万円以上の倒産の負債総額が4.2兆円である。したがって、ケース3は、決して問題がないわけではないが、しかし、金融制度全体としては、決して堪えられないものではないと考えられる。

(禁無断転載)

[非売品]

平成2年10月31日印刷

平成2年10月31日発行

不動産証券化の経済に及ぼす
影響についての研究

発行 © 財団法人 トラスト60
東京都中央区八重洲2-3-1
住友信託銀行八重洲ビル内
Tel. 03-286-8100 (代表)

印刷：山崎印刷