

独立行政法人都市再生機構 上下分離案

太田 康広*

平成 25 年 10 月 24 日

1 不動産評価額は時価とは乖離している が不適正ではなく売却はできない

独立行政法人都市再生機構（以下、「UR」という。）の賃貸不動産の貸借対照表価額は、市場実勢価格から乖離している。

まず、賃貸不動産の減価償却期間が 70 年に設定されているという点が挙げられる。これは、UR の元になった日本住宅公団が、法人税法の耐用年数が 65 年の時代に、原価にもとづいて家賃を設定するという当時の制度の下、できるだけ低廉な家賃で住宅を供給しようという善意にもとづいて設定されたものであり、意図的に歪めた資産評価をしようとして設定されたものではない。しかし、税法の耐用年数が 47 年になっても、組織改編があっても、原価家賃から市場家賃へと家賃設定方式が変化しても耐用変数は 70 年のまま維持されてきた。

UR 賃貸住宅は、かなり堅牢に建設されており、物理的な耐用年数は 70 年を優に上まわると聞いている。しかし、戦後数十年のライフ・スタイルの変化などを受け、間取りなどが市場ニーズから乖離してきているなど、経済的な耐用年数は 70 年より短いものと推測できる。現状、50 年前後で建て替えているものと聞く。もっとも、高度経済成長期以降に建築されたものについては、現代とライフ・スタイルが大きく違わないため、必ずしも 50 年で建て

替えなくてよいとも聞いている。

しかし、例年 300 億円から 400 億円近い減損損失が出ているのは事実である^{*1}。減損処理は適切に行なえば、1 つの資産につき、基本的には 1 回で済むはずのものであるから、每期每期減損損失が計上されるということは、減損を判定する団地単位ごとに每期每期減損の兆候を示す賃貸不動産が現われてきていることを意味しているはずである。あるいは、これは本当の減損損失ではなく、建替えにともなう除却損が減損損失の名称で計上されているだけなのかもしれない。ただし、いずれの場合であっても、UR 賃貸不動産の貸借対照表価額が実態よりも高め高めに計上されていることはほぼ間違いない。また、UR は低利で資金調達可能な財政投融资資金を利用可能であるため、減損損失を計算するときに使用される加重平均資本コスト (Weighted Average Cost of Capital: WACC) が 2.5 パーセントと低い。同じ期待将来キャッシュ・フローを民間並みの資本コストで割り引けば、減損損失ははるかに大きなものとなると推測される。

もちろん、UR の WACC がこれほど低いのは、財政投融资資金を利用可能な独立行政法人であるからであり、UR の減損損失の計上自体が不適切な会計処理であるということではない。さらに、UR の財務諸表には、新日本有限責任監査法人による適正意見がついている事実は重く受け止める必要がある。

しかしながら、資金調達条件が異なる民間企業が

* 慶應義塾大学大学院経営管理研究科教授。Email: yohta@kbs.keio.ac.jp。以下の内容は、筆者の記憶にもとづいて書いているので、思わぬ間違いなどが含まれているかもしれない。関係者のかたのご叱正を得て修正していきたい。平成 25 年 12 月 12 日に一部字句を微修正。

^{*1} その減損損失は、償却資産である建物等から控除するあたりで処理されていると聞く。これは、将来の減価償却費を低く抑えて、利益を出やすくするためであろう。

買い手となった場合、UR の賃貸住宅は、その貸借対照表価額ほどの高値で売却することが不可能なことはほぼ間違いないものとする。

また、建物等の償却資産が約 3.3 兆円、土地が約 9 兆円計上されているが、土地の評価額が償却資産の評価額の倍以上あるという比率は、東京の都心に低層マンションばかり保有しているのではないかぎり、かなり不自然である。

もっとも、独立行政法人化にあたって、適切な不動産鑑定が行なわれているはずなので、表示が不適正であるとまではいえない。ただし、「適正な」評価額といっても、それ自体一定の幅のある概念なので、「適正な」評価額の範囲内で、財政投融資資金借入れ見合いに十分な資産価額を計上して債務超過を避け、将来、利益を計上して累積欠損を速やかに解消していくため、計上可能な資産評価額をできるだけ償却資産ではなく償却不要の土地に割り当てようという意向が働く余地がある。おそらくは、独立行政法人設立時の時価で評価したものではなく、都市基盤整備公団等の改組前組織の事業を、財政投融資資金借入れが可能であるという前提の下で引き継いだものであろう。

要するに、UR の賃貸不動産の貸借対照表価額は、独立行政法人の貸借対照表価額であるかぎり、一定の合理性を持つものの、民間企業の貸借対照表価額としては、その妥当性に疑義が残るものとする。実際、UR の賃貸不動産をある程度以上の規模で売却すれば、多額の売却損が出るのが予想でき、それにとまって、財政投融資資金借入れ見合いの資産が毀損する^{*2}。したがって、UR の賃貸不動産を、ある一定規模を超えて売却することは、適切な事業判断でもなく、妥当な政策判断でもない。

^{*2} 実は、これは、売却前から生じていた資産の含み損が実現しただけだという考え方もあろう。ただ、筆者はこの考え方は取らない。財政投融資資金を利用できる特権がある組織にとって高い価値がある資産が、財政投融資資金を利用できない組織にとってそこまでの価値がないということはありうることである。その場合は、ただ、売却しなければいけないだけの話であろう。売却予定のない資産を売却したらいくらで売却できるかという時価情報は、目的適格 (relevant) な財務情報ではない。

2 役割が終わった不動産賃貸事業

東日本大震災の復興事業や、民間業者と住宅の賃貸契約を締結するのが困難な高齢者等の社会的弱者に賃貸住宅を提供するというユニバーサル・アクセスを保証するという UR の社会的使命は失われたわけではないが、市場家賃による家賃設定システムを前提にするかぎり、少なくとも UR の賃貸不動産事業においては、副次的な目標というべきである。なお、既存居住者の「居住の安定」は当然に考慮されるべきではあるが、市場家賃から著しく乖離した家賃値上げ制限等については、UR 賃貸住宅に居住していない一般国民との公平性を考慮すれば、可及的速やかに撤廃してしかるべきであるとする。とくに、空室率が数パーセント程度と著しく低い団地については、そもそもの設定家賃が低いことが明らかであるので、妥当な家賃へと切り上げる必要があろう。このような明らかに不公平な既得権益を是正していくことが、第二次安倍政権の「三本の矢」の三本目である「成長戦略」の一環として適切な措置であるとする。

けれど、中堅勤労者に対して低廉な住宅を豊富に供給するという日本住宅公団以来の使命は明らかに達成されている。2010 年代の現代においては、高度成長期とは異なり、地方から都市への労働力人口の急激な流入という事実はない。また、1980 年代後半から 1990 年代前半にかけての不動産価格騰貴も収束してからすでに長期間経っており、都市部に賃貸高層マンションを供給するという使命も終わったというべきであろう。

したがって、「民間でできることは民間で」という原則にしたがい、とくに都心の高層賃貸マンション経営などは、民営化するのが本則ではある。しかしながら、これを民間に売却すれば多額の売却損失が出るのは必定であろう。損失を計上し、財政投融資資金借入れ見合いの資産を毀損してまで売却すべしという議論が妥当であるとは考えられない。これは、程度の差こそあれ、ほかの不動産賃貸事業に帰属する不動産についても同じように当てはまる議論である。

3 上下分離の妥当性：売らずに貸すべし

UR改革の眼目は、「民間並みの家賃交渉による収益向上」であるという声も聞く。筆者も基本的にこの点につき賛成である。しかしながら、すでに市場家賃を家賃設定の基本スキームとして採用し、高額物件については民間並みの空室率になっている現状に鑑み、収益サイドの何割もの改善というのは考えにくい。

基本的には、費用サイドの効率化によって、利益を計上していくほかはない。この点につき、すでに団地マネージャーなど、セグメント別・団地別に一定の裁量の余地をもった管理者を導入し、居住者に評価されないようなコストの削減を開始しているものと理解している。

このような区分経理・管理により、裁量の余地の大きい団地マネージャーを導入してコスト・ダウンを図るのは正しい方向であると考え。将来的には、賃貸事業担当理事や団地マネージャーに業績連動報酬制度を導入し、さらに利益稼得能力を高めていただくのが妥当であると考え。

しかしながら、一般国民の目から見ると、URの職員のかたが一所懸命頑張るので、今後のURの財政状態・経営成績は安泰であるという議論はいささか心細く映るのも実状であろう。UR職員のかたが、善良で職業意識の高いかたばかりであるとしても、人の善意に依存したシステムというのは本質的に脆弱である。今後、新たな国庫負担を生じることなく、URの財政状態・経営成績が改善に向かうという確約を得るためには、既存組織のままでの努力約束では不十分であろう。

そのためには、投下資本に対する利益獲得目標をURのWACCである2.5パーセントから、民間並みの加重平均資本コスト水準に高めていただくのが適切であると考え。このような利益獲得目標を確約(commit)していただくには、民間並みの加重平均資本コストに相当するキャッシュ・フローを徴収する負債を背負った組織体に賃貸住宅経営を任せるのが適切である。負債によるキャッシュ・フローを利用して組織を規律付け、十全な利益を上げ

た成功例は民間には多数ある。負債による規律付け(discipline)が成功の鍵であろう。

このように、実際に不動産賃貸事情経営に携わる組織体には、固定キャッシュ・フローの負債を背負っていただくのが適切であると考え。そのためには、いわゆる「上下分離」スキームが適切である。

モデルとなるのは、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構である。高速道路を保有し、債務を返済することを目的とした独立行政法人で、総資産規模こそ大きいものの、実際の事業運営は少人数で行なわれている。同法人は、高速道路に関する債務を返済するのに十分な水準で高速道路をリースしている。

リースされた高速道路の実質的な運営主体は、東日本高速道路株式会社(NEXCO 東日本)、中日本高速道路株式会社(NEXCO 中日本)、西日本高速道路株式会社(NEXCO 西日本)といった株式会社である。

資産保有(下)は、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構であり、資産運用(上)は、NEXCO 3社であるという意味で、「上下分離」スキームと呼ばれることが多い。

URの住宅賃貸事業の実質的な民営化にあたっては、賃貸不動産の保有と運営を分けるのが適切であると考え。現URを(都市再生事業とニュー・タウン事業の残務処理を除いて)数十人の規模まで縮小し、リースした賃貸不動産からのリース収入を収受し、財政投融资資金借入れの返済をする専属の独立行政法人とする。リース収入をURは、自分自身のWACCである2.5パーセントで割り引いて資産計上し、リースを受けた主体は、民間並みの加重平均資本コストでリース支払いキャッシュ・フローを割り引き、それと同額のリース資産を計上し、(定額法で)減価償却する。もし、リースを受けた主体がリース資産の減価償却とリース負債に関わる利子費用を上まわって利益を計上するのであれば、その利益に連動した報酬を受け取ることは正当であろう。このような措置は、URとリースを受けた主体のあいだに重要な資本関係がないかぎり、正当化されう

るものとする^{*3}。これにより、URは財政投融資資金借入れ見合いの資産を毀損することなく、リースを受けた主体には負債の規律が効いて収益向上・コストダウンによる利益稼得に対して十分なインセンティブが供与されるはずである。

もちろん、URの不動産賃貸事業は、総資産が12兆円を超える規模であり、三菱地所の総資産が約4.7兆円程度という事実を鑑みて、総体として実質的に民営化するのが適切とは考えられない。最低3つ、できれば5つ程度の事業体に分割するのが適切であろう。

URの賃貸不動産事業のリースを受ける主体は、将来の民営化を見据えて、できるかぎり、特殊会社ではなく、会社法にもとづく普通の株式会社にすべきであるとする。UR賃貸不動産の一部につき、排他的独占的使用権を有するようなスキームが考えられる。また、既存の民間事業会社がURの不動産賃貸事業資産の一部のリースを受けるのであってもまったく問題ない。

賃貸借契約（リース契約）であれば、高額な解約ペナルティを課すことで、リース期間内に実質的に解約不能な契約にすることも、リース契約終了時にリース資産の所有権が移転するような実質的な割賦購入契約にすることも可能である。リース料をどの程度の水準に決定するかによっても、実質的な負債規律の程度を調整することができるであろう。かなり柔軟なスキームであるとする。

将来、URの賃貸不動産の一部の買い取りを検討している企業に、不動産をスケルトン以外、まったく自由に変更するような大きな裁量権を与え、事業が軌道に乗った場合には、リース期間終了時に一定の金額で買い取ることができるオプションをつけるなど、契約形態の工夫次第で、巨大な賃貸不動産を実質的に民営化していく道筋をつけることも可能であるとする。

4 その他事業について

URのその他事業については、都市再生事業は、民間からのニーズも一定程度期待される事業であるから、引き続き、独立行政法人で実施するのが適当であるとする。ただ、URが利益を上げることができず、その分、民間企業が利益を上げるということもおかしな話しであるから、始めから、プロジェクトごとに特別目的事業体 (special purpose entity) を作り、URと民間企業が利益を分け合えるようなスキームを考えていくべきである。

ニュー・タウン事業については、基本的には事業撤退活動が主であるから、できるかぎり、損失を最小化するタイミングで資産売却を少しずつ進めるほかない。あまりに性急な期限を区切ると、返って安値販売につながり、損失の拡大につながりかねないとする。

【以上】

^{*3} 具体的には、URの関連会社（持分法適用会社）にならなければ問題ないとする。