

## 平成 27 年度 第 3 回「海外不動産取引研究会」議事概要

1. 三菱地所株式会社 アジア事業部副長 泉 比砂志様の説明内容は以下の通り。

### **[三菱地所のアジア事業の概要]**

- ・当社は 2008 年からアジアに拠点を設けた。中国では上海、成都、蘇州で住宅を、蘇州と上海ではアウトレットモールを、さらに各地で物流施設を展開している。それぞれ共同事業であり、さらに地元資本も入り、台湾では地元事業会社と提携している。
- ・アセアンではベトナム、シンガポール、バンコクなど、主に住宅事業を展開している。特徴は、比較的戸数が多いことと、現地デベと組んでいることである。
- ・バンコクにおけるマンション分譲事業は一件当たり戸数が日本の常識からみると多く、合計 3000 戸を超える。しかし、戸当たり専有面積は 30 平米程度、キッチンが狭く、シャワーのみでバスタブがない、玄関を入るとすぐに居室、という商品設計である。日本の固定概念から離れるのに数年かかったが、住宅事業を含め、アジアにおける事業を進めるためには、自社の成功モデルのイメージから脱却できるか否かカギだろう。

### **[インバウンドとアウトバウンドにおける共通ルールの重要性]**

- ・デベロッパーが投資家としての性格を併せ持つ場合には、インバウンド投資の態勢とアウトバウンド投資の開拓は密接不可分の関係にある。この場合、共通ルールの存在が重要である。例えば、日本の投資用不動産を取得したいとして外国人が来る場合、相手側の取引ルールを持ち込んでくることが多い。仮にそれが日本で通用しないものでも、相手から見ると、日本のルールがおかしいという話になる。従って、我々のアウトバウンド投資（相手国にはインバウンド投資）に適用されるルールを熟知するとともに、日本へのインバウンド投資に係るルールを整備し、共通ルールを前提として話をすべきである。相手方のルールを丸呑みする必要は全くないが、著しく異なるルールを設定することもできない。双務的な関係であるべきだと思う。

### **[諸外国における認識の違いとビジネスチャンスについて]**

- ・海外の規制に関する情報不足や物件情報等を仲介する仕組みの欠如を見て、公の関与によってこれら仕組みを作り、投資に当たり、官民合せて、また各社協働で、「オールジャパン」で海外進出を考えるべきという主張がある。これには、そもそも全ての事業者が全ての国の情報を持っている必要があるのか、という疑問がある。韓国はオールコアで来ていて、日本は競争上不利だと言われるが、実は彼らは財閥間の調整がうまくいかず、政府も巻き込んで、結果的にオールコアになっているようだ。極論だが、個別主体の経済的便益の極大化という原則に則れば、企業は必要な場合には自

ら情報を収集・分析し、ストラクチャーも考えるのであり、必ずしも公の関与が必要なわけではない。さらに申せば、情報の非対称性や偏在、市場の歪み自体がビジネスチャンスという考え方もある。情報が瞬時に行き渡った完全競争市場下ではなく、裁定の余地があるところに利益があるというのである。当然ながら当社は卑しいやり方をしてまで儲けようとは思っていないが、一方で優れた者が情報を活用して優れたやり方を編み出していくことは奨励されるべきだと思う。

- ・アジアに限らず、親日国で事業展開するという議論には注意が必要だ。例えば、純粋な日本製物品は高価だが品質は極めて高い点が評価されて親日的になるわけではない。各事業者がローカルなテイストに適応して初めて親日的になるという場面も多い。例えば、ジャカルタのショッピングモールでは日本のカレー、牛丼、うどん店の人気が高いが、その理由はイスラム教徒向けに、豚肉を使用せず調理し、ハラール認証を得ているところにある。普通の日本人には分かりにくい工夫がなされている。
- ・ローカルテイストに適応している例としては、飲料メーカーがアジア向けに日本国内とは異なる商品（現地向けの甘いお茶など）を作っていることがある。当社の事業領域でも、例えば中国におけるマンション分譲では、バルコニーが居室のように扱われ、それに応じた設計や販売の必要がある。また、東南アジアでは、日本でみられるリビングルーム天井に一台の空調装置ではなく、各部屋ごとに冷房の室内機がある。最初は不思議だったが、一年中冷房が必要な都市では、集中型にすると万が一故障した場合に人命に関わるからだ気付いた。さらに、都市部を見て理解したと思うと間違いが生じる。農村部に行くと、田んぼの中に一族の墓地が附設されるなど、日本でも見られる土地への呪縛を感じることもある。以上を要するに、机上の検討のみならず、その国、土地、歴史、文化をしっかりと理解しないと、現地には入っていけない。それがアウトバウンド投資の難しさであり、また面白さでもある。

2. 三井不動産投資顧問株式会社 企画推進部長兼国際部長 高浜 浩章様の説明内容は以下の通り。

#### [外資の対日投資の歴史について]

- ・バブル崩壊以降の不良債権処理でハゲタカファンドが入ってきたのが、対日投資の黎明期だった。当時は国内の金融環境や会社の財務状況から三井不動産も大規模な固定資産投資をしづらい環境であり、汐留の清算事業団土地の入札でも外資の資金を導入して全体をコーディネートした。一例ではあるがリスクを取る海外のお金があつてできたことである。
- ・その後環境が大きく変わり、2008年のリーマン危機までの期間にはオポチュニティファンドやカタカナファンドだけではなく J リートができたり、様々な新しい投資家が

登場した。ドイツのオープンエンドファンドや豪州リートもそうだ。長期に賃料収入を得るコア投資家が出てきたということ。リーマンショック後は円高だったり大震災があったりして、欧米市場に比べると回復が遅れてしまった。この間、オポチュニティファンドの投資やアジアの財閥系投資家のリゾート投資で市場には一定の流動性が保たれたともいえる。

- ・最近はず布林ファンドや、この2〜3年で外国投資が解禁された台湾・中国の生保等のコア投資家対日投資を始めようとしている。日本の不動産投資金額は年間で5兆円くらいあり、リーマン前の水準にかなり近づいて来ている。海外投資家の割合も回復してきて2割程度。都市別にみると、東京は取引金額ベースでは常に世界のトップ5に入っているが、クロスボーダーだと10番目ということになる。ロンドン特別な市場で、外資投資家比率が7割くらいだが、NYやパリは3割くらいなので、2割というのは少し低いけどそんなに悪くはない。ただし日本ではグループ間の取引が多い。(アメリカでは利益相反の観点からほとんど認められない。)金額は多いが、外国投資家の目からは良い物件があまり出てこないマーケットということになる。

#### [外資の対日投資家について]

- ・投資家別にみると、米系のオポチュニティファンドが全体投資の半分程度を占める傾向は長い間変わっていない。一方、アジア系の投資家が増加しているのが大きな傾向で、Sリートや生保、華僑財閥などいろいろなタイプの投資家が出てきている。
- ・現在日本のコア投資の分野では圧倒的にJリートが強い。海外の生保やコア系ファンド等は日本のコア投資家に太刀打ちできてない。理由はどうしても為替リスクを見たりリスクプレミアを高めに見てしまうから。日本のデベも今は自分のお金を使うので精いっぱい、人のお金を使ってフィー商売をするところは少ない。
- ・最近の外資による投資案件のなかで、日本の国益にかなう投資として注目したいのは、北海道のトマムリゾートの中国企業による投資である。こうした投資は海外から自分のネットワークを使ってお金やお客を連れて来てくれるという投資であり、キャッシュフローを増加させ経済の活性化にも寄与すると思う。

#### [外資による対日不動産投資の増加理由について]

- ・外資による対日不動産投資が増えている理由を見ると、アジアで中間層が爆発的に増えてホテルなどは長期的な成長分野とみられているが、全体としては為替や欧米マーケットと比べた出遅れ感など、短中期的な理由で日本に魅力を感じている。3年前だと日本は人口が減るのに何故投資が可能なのか理屈を整理して欲しいと言われてたりした。今はそういう声は聞かないが、長期的な成長力に対する疑念は強く、何年かすればまたシビアなことを言われると思ったほうがいい。

### [日本へのインバウンドの制度的課題及び必要性について]

- ・日本へのインバウンドの制度的課題としては法人税率が高いこと、TMK の煩雑さや TK-GK の匿名性なども課題だし、そもそもストラクチャーをもう少しシンプルにして欲しいなどとよく言われる。普通借家制度に関しても、住宅用については理解されるが、商業テナントに借家保護が及ぶのは理解されない。
- ・透明性についてはそんなに大きな阻害要因になっていないと感じる。情報開示は英米豪を除けば、相当高いレベルになったと思う。
- ・言葉やカルチャーの壁はやはり障害になっている。一例として、重要事項説明を日本語で作成して英語で説明するのはお互いに大変。
- ・外資優遇をすべきかという点については、政策的に外資導入を要する分野を除けば、優遇も差別もせずにフラットにしておくことが大事だろう。
- ・総花的にインバウンド投資を促進するのではなく、何故インバウンドの不動産投資が必要なのか、どの分野に投資が必要なのか、をよく考える必要がある。いまは国内資本が厚いので、少なくともコア投資の分野で外資が必要ということは無い。では何のために外資を呼ぶのかというと、なかなかリスクを取る人がいない地方の都市とか、新しいタイプのアセット例えば PRE も日本の投資家は経験がないので逡巡してしまうのではないか。ホテル等のオペレーションアセットも金融危機後は投資対象にならなかった。そのような日本の投資家が逡巡する所で外資を誘導することは大事だろう。

3. 公立大学法人宮城大学 事業構想学部教授 田邊 信之様の説明内容は以下の通り。

### [インバウンドに関する現状認識]

- ・年間に 5 兆円くらいの不動産売買が行われている中で、2 割くらいが外資によるインバウンドであり、次第に増えてきている。英国は 8~9 割がドメスティック以外だが、パリやフランクフルトでは外資が著しく高い訳でもない。よって現段階では日本のインバウンド投資が異常に低い訳ではない。
- ・対内直接投資の残高、つまり証券投資の残高でみると、金額はアジア、北米、欧州の順に多い。その資金の源泉はシンガポール、インターナショナル、中国、米国の順となる。一方で主要ターゲット市場として、日本は魅力的な市場と映っている。Jリートについては、海外投資家が取引全体の半分以上を占っており、売り越しも買い越しも多く、市場への影響力は大きい。流動性、透明性の問題が日本にはあると言われる。そこをクリアするともう少し海外からの投資が増える可能性はある。しかし、海外からの投資が増えると、ボラティリティの問題は高まる可能性がある。
- ・日本へのインバウンドの特徴だが、そもそも対日直接投資の GDP 比率が OECD 平均と比べて低い。本格的な意味でインバウンド投資を進めていくのなら、日本経済の成長性に対する疑念をはらすとともに、日本市場の市場規模、安全性等について訴求し

ていく必要がある。日本のイールドスプレッドは3%程度あって、世界水準からみてもかなり魅力的だ。

#### [日本へのインバウンド投資の課題について]

- ・日本へのインバウンド投資の課題だが、インバウンドが少ないのは不動産だけでなく一般的な課題だ。一般的にインバウンドに影響を与えるものとして、国境の近接性やFTAの締結、GDPの大きさ、成長率等が挙げられている。外資系企業にとっての日本への投資の阻害要因にも対応が必要だ。日本は販売拠点として大きな魅力があるが、地域統括拠点としてみた場合は今ひとつと考える外資系が多い。多国籍企業のオフィスを構える拠点としてシンガポールや香港には劣るとの評価があるが、東京はまだまだ魅力的である。

#### [アウトバウンドに関する現状認識]

- ・大手企業中心に地域ごとにも異なる目的でアウトバウンド投資が行われているので、一概に全てを同じ視点で捉えてはいけない。日本で飽和している需要を海外に求めたり、リターンとして優位な処に投資するというものもあるし、国内競争を避けて海外に投資する場合もある。

#### [アウトバウンド投資の課題について]

- ・アウトバウンド投資の動向だが、2013年から着実に増加していて、最近では年間2000億円くらいある。対象はオフィス、住宅がメインになる。対外直接投資をみると、海外での事業支配を目的としたものではアジア、北米中心だが、東南アジアへの展開が増えている。欧州では英国が中心となっている。

#### [アウトバウンドとインバウンドの今後のポイントについて]

- ・アウトバウンドのポイントとしては、適格投資対象物件があること、投資スキーム、現地パートナーの3つが大事だ。投資スキームを検討するには、現地の法制、税制などに加え、為替リスクなども考慮する必要がある。また、短期投資から長期に移行する方法もあるし、出資をマイナーからマジョリティに持っていくというものもある。アウトバウンドは基本的に個別企業の施策という要因が強いが、現地パートナーとの連携が不可欠となるので、そこで政府として枠組み作りに協力できるような工夫があってもよいかもしれない。各国の既存の制度に関してはまとめて知っておいた方がいいので、そういう情報提供はあっていい。
- ・インバウンドについては世界の都市間競争に勝てる日本のプレゼンス向上が必要。日本の不動産市場を英語で紹介したパンフレットを国交省が作ったが、国として取り組んでいる姿勢が見えるのは投資家として安心できる。アピールポイントの見える化が

必要。パッケージのどれを組み合わせるかで訴えていくか、ストーリーづけ、ブランディングの3つが大事だ。

4. 日本大学経済学部教授・日米不動産協力機構代表理事 中川 雅之様の説明内容は以下の通り。

#### [まとめについて]

- ・国の成長戦略の一環として国際化が挙げられているが、不動産は国際化に不慣れだと思われており、業界として取組みが必要ではないか。訪日外国人の社会の中での受け入れに関しても不動産は関係が強いが、業界としての対応を考えるべきだ。

日本はこれから人口が減少し高齢化はますます進むが、東京を含めて2020年後のビジョンがない、あるいはあったとしても甘くないか。特に地方部については楽観的すぎると思われる。不動産的に翻訳して、将来のビジョンを設定する必要がある。それを政府や不動産適正取引推進機構が、重要なミッションとして遂行していくことが大事だろう。

- ・海外で日本企業が活躍できるのは何らかのノウハウを習得しているためであろう。急速に発展しているアジアの都市で一定のエクスパタイズを達成していることを、業界全体の気づきに反映していく必要があるだろう。

以上