

国土審議会 土地政策分科会 企画部会  
不動産投資市場検討小委員会（第6回）

平成18年6月23日（金）

【赤松専門官】 それでは、お待たせいたしました。定刻より若干前でございますけれども、委員の皆様がそろいましたので、ただいまから国土審議会土地政策分科会企画部会第6回不動産投資市場検討小委員会を開催させていただきます。

委員の皆様方には大変お忙しいところをお集まりいただき、誠にありがとうございます。本日も前小委員会の時と同様、軽装期間中でございますので、軽装の職員でございますことをご理解いただくとともに、よろしければ委員の皆様におかれましては軽装へのご協力をいただければ幸いに存じます。

それでは、まず、お手元の配付資料の確認をさせていただきます。上から順に議事次第、委員名簿、座席表、配付資料一覧、それから資料1から4でございます。なお、委員の皆様には別途参考資料ということで資料2枚を配付させていただいておりましたが、本資料につきましては、著作権上の問題から取扱注意とさせていただくとともに、委員のみの配付とさせていただいておりますことをご了承いただければと思います。

資料につきましてはよろしゅうございますか。もし、過不足、不備等がございましたら、事務方に仰せつけいただければと思います。

本日、福原委員から、ご都合によりご欠席とのご連絡をいただいております。また、奥田委員からは到着が少々遅れるとのご連絡もいただいておりますが、本委員会は定足数に達していることから、成立しておりますことをまずはご報告させていただきます。

なお、本委員会に関する議事の公開につきましては、例によりまして、会議は非公開、ただし報道機関は傍聴可能とし、議事録につきましては発言者も含めて公表とさせていただいておりますので、よろしくお願いたします。

それでは、これから委員長に議事進行をお願いいたしたいと思っております。前川委員長、よろしくお願いたします。

【前川委員長】 それでは、早速ではございますが、お手元の議事次第に従いまして、本日の議事を進行させていただきます。

本日の課題は、不動産投資市場検討小委員会最終報告（案）について、でございます。

本最終報告（案）は、皆様から個別にご意見をいただいた上で、事務局が作成したものでございます。本日は、本最終報告（案）について、皆様と十分にご議論をいたした上で、本小委員会として取りまとめる予定でございます。

まず、議論に先立ちまして、資料について事務局より説明していただきたいと思います。それでは、よろしく願いいたします。

【藤井土地市場企画室長】 それでは、座ったままで失礼をさせていただきます。

お手元の資料1が最終報告（案）でございます。本来であれば、最終報告（案）をずっと全文読み上げてご説明させていただくべきところでございますが、非常に大部なものになってございますので、特に前回の中間整理から新たに加わったところを中心にご説明をさせていただきたいと思っております。

最初に、1ページめくっていただきまして、全体の目次がございます。目次をちょっとごらんいただければと思いますが、大きく3つの構成で報告案をまとめさせていただいております。最初の1が序章でございます。それから、序章のところについては基本的な考え方とか、検討に当たっての留意点を書かせていただいております。それから、2が土地政策から見た不動産証券化の意義と課題ということで、土地政策が出てくるまでの過程と今日の状況、そしてその不動産投資市場の意義と課題ということを整理させていただいております。その上で、3としまして、不動産投資市場の成長戦略ということで、今後どういうふうな形で不動産投資市場を考えていったらいいのかということについて、成長戦略という形でまとめさせていただいているという構成になってございます。

それでは、まずは最初の序章のところの考え方をご説明したいと思います。ちょっと本文に入る前に、基本的な考え方を少しイメージでお示しをしたほうがいいと思しまして、A4の紙で「資料3」という紙をご覧ください。序章のところだけ、そのポイントのところを1枚の絵にしてございます。この絵で見ていただくとわかりますように、不動産というセクターがあり、金融というセクターがあるわけでございますが、その中の不動産セクターの中で、特に私どもの土地行政の関係でいきますと、これが国富としての不動産の健全な維持・発展をして、これが国民生活に資するということはどうやって実現していくのかというのが私どものミッションでございますが、この中で、不動産のセクターというところは当然そこを維持していくためには資金循環が必要であるということで、金融セクターから資金が入ってくるわけでございます。その資金循環の中で証券化というものが生まれ、不動産と金融を結ぶ新たな資金チャンネルが誕生した。こういう資金チャンネルは資

金循環が持続的、安定的でない、左側の「国富としての不動産の健全な維持・発展」ができないということでございますので、持続的・安定的な資金循環をどうやって実現するかが課題になる。

そうすると、その持続的・安定的な資金循環という形を考えると、市場重視型の土地政策をつくっていかねばいけません。資金の問題でございますので、介入型ではこういう持続的・安定的な条件はつくれないということになりますので、ここに書いておりますように、市場アセスメントを前提として、市場の条件・ルール整備、必要に応じて市場誘導、最終的にどうしようもないときに限って市場介入というふうな形で市場重視型政策をやっていかなきゃいけません。

しかし、市場重視型政策をやる上では、その前提として市場のトランスペアレンシーというものがないと、この政策は成り立たないということでございます。その市場のトランスペアレンシーをどうやって高めていくのかというのが、この本委員会の1つの大きなテーマであったかと思えます。

さらに、この市場のトランスペアレンシーのもっと基礎的なところとして、そもそも市場形成の本来目的というのが、いわゆる単純に金もうけのための市場をつくるという考え方じゃなく、そもそもこの不動産の健全な維持・発展ということがあって、その目的のために市場が形成されているのだということ、まず基本的な認識として関係者が持つ必要があるだろうと。さらに、その中でもプロと言われている方々の、高度な職業倫理、専門性というものに対する自覚がなければ、トランスペアレンシー、さらにはその上のこういう土台がすべてがくずれてしまうということで、こういうふうな土台の基礎の上に立って、その国富としての不動産の健全な維持・発展ということに向けた方策を考えていく必要があるだろうというのが、本委員会の基本的なスタンスとしてご議論いただいているところではないかということで、ちょっとまとめさせていただきました。

先ほどの資料1をまたちょっとごらんいただきたいと思います、そういうふうな考え方の中で序章をまとめてございます。

全体をお読みするのは時間的にも無理でございますので、その中のポイントとなっているフレーズだけをちょっと赤線で書かせていただいておりますので、その赤線のところを飛ばしながらご説明をさせていただきたいと思います。

最初に1ページでございます。『検討に当たった基本スタンス』、その中でも、『国富としての不動産と資金循環』ということですが、『不動産は、都市や街の基本要素を構

成し、住生活の基盤をなし、産業活動の基礎的条件となるものであり、国全体としては国富を構成するものである。土地政策の基本目標は、適正な土地利用の確保と適正な地価形成を通じ、国富としての不動産を健全に維持、発展させ、国民生活の向上に資することにある。不動産の維持発展には、必要資金の持続的流入が不可欠である。（中略）適切な資金循環は不動産にとってなくてはならないものである』と。

ところが、この下のほうに行きますと、資金循環のところで、『急激な不動産への資金流入や長期的な資本の流出は、不動産市場に大きな攪乱をもたらし、適正な土地利用や地価形成の阻害要因となり得るものである。従って、国富としての不動産を健全に維持、発展させていくためには、不動産に係る資金循環が、その時々を経済社会情勢に応じて、過不足無く、可能な限り持続的、安定的に行われるようにする必要がある。こういう中で、不動産証券化という（中略）新たな資金循環チャンネルが登場した』と。

次の2ページのほうに行ってくださいと、『不動産を国富として健全に維持、発展させる上で、不動産証券化は無視することができない対象となっており、不動産に係る資金循環の持続性、健全性を確保しようとするのであれば、不動産証券化の持続性、健全性を確保していくことが避けることのできない重要課題となっており』ということでございます。

その次に、1.1.2としまして、その基礎として市場重視型政策が重要であるということを書いておいて、『よって』というところにありますが、『今後の土地政策では、まず市場の自律力による問題解決力を高めていくような市場の条件・ルール整備を基本とし、必要に応じて市場誘導のための政策を講じ、それでも市場が機能しない場合に限り、最終手段として必要十分な市場介入が迅速に実施できるようにすることとし、それを可能とするよう、その前提として不断の市場アセスメントの充実強化を図る、という市場重視型の政策体系に基づいて土地政策を実施していく必要がある』と。

そういうものの前提には、2ページの一番最後にありますように、『市場の透明性（トランスペアレンシー）が十分に確保されていることが不可欠である』と。

で、3ページにございますように、『市場の透明性を高めていくことにより、できる限り、市場の自立力によって問題解決が図れるようにしていく必要がある』と。

それから、1.1.3のところ、プロとして求められる高い倫理性と専門性ということでございます。2段落目のところでございますが、『不動産投資市場に集められた資金は、収益獲得を目的とするものではあるが、無目的に資金が集められ、たまたま不動産

が儲かるから不動産に投資することで市場が形成されたものではない。あくまで、「不動産の維持、発展のために投資することで収益を得る」という本来目的が先にあって、この趣旨に賛同して集められた資金で不動産投資市場は形成されるべきものである』と。

下に行きまして、『不動産投資市場は、不動産の発展を無視した単なる利益分配装置であってはならないのであり、不動産の維持、発展を実現する投資システムでなければならないのである』と。

4 ページに移っていただきまして、2 つ目のパラグラフを見ていただきますと、『不動産は、国民生活や経済活動にとって重要な基盤となるものであることから、不動産投資市場が単なる利益分配装置に過ぎず、不動産の価値増進に寄与しないものであるならば、むしろ、国民経済的見地からは、当該市場は厳しい規制対象とされるべきものに過ぎず、市場の自律力を前提とした土地政策は到底実現し得ないものである。不動産投資市場は税務上の導管性や法人格等様々な制度的基盤の上に成立しているものである。これら制度的基盤は、不動産投資市場が広い意味での国民利益に資するものであるからこそ、国民から特別に授けられたものと考えらるべきであり、市場関係者はその前提に立って、不動産投資市場を、その本来目的である「不動産の健全な維持、発展」に資するものとなるよう、日々努力していく必要がある』と。

『特に』としまして、証券化に携わるプロには、不動産投資市場のそういう目的を再認識することはもちろんのこと、『それに加え、高度な職業倫理と不動産、金融両面にわたる高度な専門性が求められる』ということございまして、4 ページの一番下のところを見ていただきますと、『市場の自律力を前提とした土地政策は、その前提として不動産投資市場が、不動産の健全な維持、発展を目指しているものとなっていなければ成立し得ないものである。そのためには、市場関係者、特にプロが不動産投資市場の本来目的を十分自覚した上で、倫理や専門性を高めていくことが必要である』ということでございます。

こういう考え方の中で、5 ページのところから、『検討を進めるに当たっての留意事項』として特に3点挙げさせていただいております。

まず、1点目が『高齢化社会と不動産』という視点でございます。

『即ち』というところがございますが、資金循環ということから見ると、『イ)国民資金が不動産市場に充当されることで、不動産の維持、発展に必要な資金が確保されるとともに、ロ)その見返りとして不動産から生み出された経済果実が国民に分配され、しかも、できる限り不動産の価値増進が図られることで配当が拡大し、結果、国民生活の安定向上

に寄与し、八)さらには、不動産の維持、発展を通じて、都市の魅力や住生活の向上という、いわば「社会的配当」という形でより広範に利益が国民に還元される、ということにより「循環システム」が形成されることが必要』ということを、まず掲げております。

6ページを見ていただきますと、『年金資金と不動産の関係構築は21世紀の課題の一つである。今後は、不動産投資市場と年金資金との間で、持続的な資金循環関係を構築し、これが不動産の様々な問題解決に資するようにしていく必要がある』と。

2つ目の視点としまして、中間整理には特になく視点でございますが、『不動産の国際化への対応』ということを掲げさせていただいております。特に資金循環を考える上で、今日においては、『資金は、瞬時にクロスボーダーで移動してしまうことから、常に、国内だけでなく、国際的視点に立って対応を考えていく必要がある』と。

飛ばしていただきまして、『従って、国際的視点に立って、健全で持続可能な資金循環が構築されることを目指す必要があり、国際的にも理解できる透明性や魅力ある市場を構築していくことが重要である。(中略)今後の不動産投資市場を考える上で、現在生じている現象の根底に「不動産の国際化」があることを踏まえることも重要である。即ち、経済のグローバル化を背景として、企業活動による資産評価が取得原価主義から時価会計主義に移行するに伴い、企業活動等に必要不可欠な不動産を収益還元的手法で評価する方式が広く一般化してきている。さらに、各国で相次いでリート制度が構築されることで、各国の収益不動産は、利回りに基づき、国際比較可能な対象となってきた』と。

7ページに移っていただきまして、『よって、今後は、不動産の国際化も踏まえ、不動産分野においても、常に、国際的スタンダードとの整合性を意識する必要がある』と。

ちょっと飛ばしていただきまして、『これまでは、各国の不動産に対する共通尺度が存在しなかったことから、不動産はどちらかという国内的(ドメスティック)な財であり、国際的流通の対象とは考えられてこなかったが、今後は収益価格という不動産に対する共通尺度が確立されつつあることから、不動産流通は、国内だけでなく国際間でも活発化していくものと考えられる。(中略)これからの不動産産業は、国際的な情報産業としての側面を強く持つものとなると考えられ、不動産関連産業の育成に当たっても、国際的競争力を有する情報インテリジェンス産業としてその育成振興を図っていくという視点が重要である。特に、不動産を資源として捉えた場合、日本は不動産に関しては、世界に冠たる資源大国であると言えることができ(中略)このような日本の優位性を最大限活かした不動産関連産業の育成振興を積極的に図る必要がある』ということでございます。

ちょっと、お手元の資料4をごらんいただければと思います。資料4の最初のページのところで、ここの国際的な状況の1つの資料を掲げさせていただいております。これは、あるコンサルタント会社が出したデータでございますが、世界の収益不動産についての比較をしたものでございます。そのランキングでいきますと、左のグラフでございますが、米国が一番大きなウエートになっておりますが、日本は2番目の資産規模ということで、まさに資源大国というふうなことが言えるかと思えます。例えば、フランスの2倍、オーストラリアでいうと日本は10倍の規模があるということでございます。

ところが、リート市場の規模という形で右のグラフを見ていただきますと、今度、日本は世界4位となっております、オーストラリアの半分、フランスにも劣っているということございまして、資源大国であるというところの優位性をまだ十分に日本は生かし切れていない。逆に言いますと、オーストラリアみたいなところは、非常に資源を最大限活用してそういう優位性を生かしているとも言えるということなのかと思えます。

先ほどの資料1にまた戻っていただきまして、7ページの1.2.3の『景観に配慮した街づくり等ストック活用型都市再生と不動産証券化』というところでございます。

8ページをちょっと見ていただきますと、最初の、8ページの頭のところでございますが、『不動産証券化のファイナンス特性には、様々なものが考えられるが、その一つとして、対象不動産のスクラップ・アンド・ビルドを前提とするものではなく、むしろ、利回り最大化という観点から既存ストックの活用を常に視野に入れた手法であるということに特徴を有する(中略)不動産証券化は、古い町並みの残った中心市街地の活性化等既存ストックを活かした街づくりや都市再生のための手法として、非常に有効なものである』と。

さらに、その次を飛ばしていただきますと、『不動産のファイナンス手法の第二の特徴は、証券化が「所有と経営の分離」を前提とした手法である、という点がある』と。

その「所有と経営の分離」による効果の可能性ということでいうと、第一の可能性としては、『土地利用の流動化がなされない地域の不動産が動き始めることで、土地の有効利用が図れる』という側面がある。

第二の可能性としては、『所有と経営が分離することで、やる気と能力のある若者、女性、シニア等の活躍の場が地域で産み出される』という側面がある。

さらに、『このように、不動産証券化を街づくりに活用することで、利用の流動化がなされない地域の不動産が動きはじめ、街が再生されるとともに、街づくりの担い手の活躍の場が形成されることで、新たな雇用機会が形成される可能性があると考えられ、このよ

うな側面からも、不動産証券化手法を都市再生、地域再生に活用していくことが重要である』ということで、不動産証券化と街づくりに関して見たポジティブな側面をここで書いております。

一方、ちょっとネガティブな側面もありますということを以下から書いておまして、『ビークルの判断は硬直的になる傾向がある。このため、都市や街への貢献といった外部経済性のある活動を反映しにくいスキームとなっている。結果、不動産証券化においては、ともすると良好な都市形成への責任が希薄化される可能性がある』と。これは中間整理でも議論させていただいたところでございます。

そういう中で、『地域の利便性、景観、にぎわい等の外部経済性を高める活動は、中長期的には不動産の資産価値に反映され、投資家利益に跳ね返ってくる、という特性を有するという財である。従って、不動産証券化において、外部経済活動に係る説明責任が十分に果たされるようにすることで、景観や街づくり等良好な都市形成への誘導が図られる可能性もある。(中略) 今後は、不動産のこのような特性を踏まえつつ、街づくりや景観形成を図る上で、より高い政策のレバレッジ効果が得られるよう、証券化を活用した都市政策を推進することが重要である』ということ、3つ目の問題意識として書かせていただいております。

その上で、10ページから、『土地政策から見た不動産証券化の意義と課題』ということ、掲げております。このところは、中間整理で書かせていただいたことをほとんどそのまま引用しておりますので、大きな流れだけをちょっと見ていただければと思いますが、最初に、不動産投資市場が生成してきた過程ということで、バブル崩壊の中で不動産投資市場が誕生してきたという過程を、中間整理に書いたことを書いてございます。

そういう不動産投資市場が土地政策にもたらした効果として、11ページのところでございますが、1)不稼働不動産の可動化につながった、2)不動産経営効率化による価値の増進が図られるようになった、それから、12ページに行きまして、3)資産デフレの歯止めにつながった、13ページに行きまして、4)市場の透明化に一定の効果を果たした、5)価格の安定化機能がビルトインされたということでございます。

特に価格の安定化機能のところについては、中間整理の段階で企画部会にご報告した際にもご議論がなされましたが、キャピタルゲイン期待というものが高まってしまうと、やっぱりこれは働かない可能性があるということ、きちっと書く必要があるということで、そういう点は強調して今回は書かせていただいております。



その上で、15ページに行きまして、『不動産投資市場の生成と拡大』ということで、誕生後、どういうふうに拡大してきて、今日どんな状況になっているかということをも3つの観点から書いております。

16ページのところに、まずファンドの森が形成されてきたということで、ここは中間整理にありますことを大体引用させていただいております、プライベートファンドとJリートの相互補完的な関係の中でファンドの森という形で成長していった、それによって、多様なリスクが受け入れ可能となり、さらには開発、再生というところまで行けるような関係ができるようになったということを書いてございます。

それから、19ページで、『経済資金循環の一セクターとしての不動産投資市場』ということで、これも中間整理で書かせていただきましたが、全体的な資金循環の中で、どのような位置づけになっているかということをも、データもその後、資金循環表の数字なんかをアップデートされておりますので、ここで改めて数字をアップデートした上で記載をさせていただきます。

ずっと飛ばしていただきまして、24ページのところで、『4)不動産の国際化の進展』ということで、不動産の国際化のところは、中間整理では全然記述がございませんでしたので、今日の国際化の進展というところを書かせていただいております。ここでは、『不動産証券化の拡大は、日本だけではなく、世界的規模で進んでおり、特に、上場リート市場は、近年、世界各国で相次いで開設されるようになっている』と。

こういうリート市場の拡大している背景を見ますと、『第一には、不動産投資を求める大量の資金が世界的規模で存在しており、その資金獲得競争が激しくなる中、当該資金の獲得を目的として、各国で市場創設が相次いでいるということがあげられる。(中略)第二に、各国とも、不動産のオフバランスニーズの存在があり、この受け皿としてリートが必要とされている』と。

それから、25ページに移りまして、『第三に、経済のグローバル化の進展に伴い、世界的規模で優良物件や優良プロジェクトの獲得競争が激化しており、そのためのファイナンス力強化の観点からリート市場を創設しているという側面』があり、『このような国際的規模でのリート市場の開設ラッシュは、「不動産の国際化」という新たな現象をもたらしつつある』ということで、その国際化の流れのことを幾つかちょっと書いております。

『第一に、各国の不動産はリート市場を通じて相互比較が容易となってきており、その結果、不動産価格も、リート市場を通じた国際的裁定の中で決定される可能性が高くなる

と考えられ、不動産の価格面での国際化が進展していくものと思われる』と。

『第二に』ということで、25ページの下の方ですが、『今後、不動産を巡って、資金調達面でも、物件獲得面でも、国際間競争が激しさを増していくことが考えられる』ということで、『また、アジア』と書いてありますが、特にアジアのことを書かせていただいております。『国際間競争が激しさを増しており、特に、香港は2008年の北京オリンピックやその後の成長を睨み、政府主導でリート市場を創設するとともに、先行するシンガポールも、市場規模拡大のため、インド等に活発な投資を続けている。特に、インドは2006年2月に外資による不動産投資が原則自由化され、世界の投資家から注目を集めており、これを背景に、シンガポールリート等が積極的投資を行っており、アジア・パシフィック地域における不動産にかかる資金獲得競争や物件獲得競争は、今後、さらに激しくなっていく（中略）第三に、このような各国でのリート市場立ち上げの結果、クロスボーダーでの不動産取引が一層拡大していく可能性があると考えられる』ということで、このことは、『日本のプライベートファンドの出口として、国内のJリートだけでなく、海外のリートを想定することが可能となってくることを意味する』と書いております。

26ページの真ん中のあたりですが、『このようなクロスボーダーの取引の活発化は、各国の投資資金を、不動産の維持、発展に振り向け、各国の社会基盤としての不動産の価値増進に寄与させることが期待できる反面、各国で厳正なデュー・ディリジェンスが実施されなければ、他国の投資家に不当な損害をもたらす危険性もはらんでいる。他国の投資家に対する不当な損害の発生は、他国からの自国不動産への投資資金流入を縮小させ、結果、自国の不動産市場の維持、発展にマイナスをもたらす。特に、今後、日本は、アジア・パシフィック地域の発展、成長において、先導的役割を担っていく必要があり、このような観点からも、まず、自国の不動産市場のトランスペアレンシーを積極的に高め、国内投資家向け、海外投資家向けの区別なく、他国に率先してデュー・ディリジェンスの充実を図っていく必要があると考えられる。同時に、今後は、アジア全体の不動産市場の健全な発展を促進するため、不動産投資市場関係者での国際連携を強化していく必要がある』という問題意識も書かせていただいております。

こういう中で、『不動産投資市場の意義と課題』ということで、大きく2つの意義をまず挙げております。

27ページのところですが、『市場の自律力による価格安定化機能の向上』ということで、これは、従来からご説明してきたような話でございます。それから、29ページのと

ころで、もう1つは『市場の自律力による不動産の開発、管理、発展、再生サイクルの形成』ということで、いろいろな不動産の発展がマーケットの力の中で実現するというふうな土壌が出てきたということを書かせていただいております。

その上で、30ページのところでございますが、一方で、不動産市場の問題点、投資市場、証券化を手放しで喜んでいいというばかりでなくて、いろいろな問題も逆に引き起こすという可能性を書かせていただいております。

30ページの最初の『1) 不動産の金融商品化に伴う問題』ということで、ここについては、基本的には中間整理に書かせていただいた問題点をもう一回再整理いたしまして書かせていただいております。まず、としまして、『不動産投資リスクが適切に開示されない懸念』として、いろいろな不動産の属性によって、本来はそのリスクが変わってくるのに、それが金融というラッピングに包まれることで、わかりにくくなってしまうという問題です。

それから、31ページのところで、としまして、『物件管理がおろそかになる懸念』ということで、最近、利回りがどんどん低下しておりますので、利回りをちょっとでも高く見せようということで、例えば、修繕費とか長期修繕費とかそういう物件管理に必要な費用を低めに計上することで利回りを高く見せるという動きも起こりかねないという問題があるということを書いております。

32ページのところで、としまして、『責任主体の不明確化』ということ、今回これは中間整理に加えまして、新たに書き加えさせていただいております。これは、特に昨今、エレベーターとかいろいろな事故が建物の所有にかかわって問題となっておりますが、こういう問題を証券化の場合どう考えていくかということを考えていかなければいけないんじゃないかということで、あえて今回、書き加えさせていただいたものでございます。

33ページのところを見ていただきますと、『不動産証券化では、実質的所有はピークルにあるものの、ピークルは単なる箱に過ぎず、AM業者、PM業者、さらには信託銀行などの分担の中で不動産の管理がなされることとなる。このため、不動産証券化においては、ともすると、不動産管理について、最終的に誰が責任を取れるかが必ずしも明確でない場合が生じてしまう恐れがある。民法第717条では、土地工作物の瑕疵により他人に損害が生じたときには、土地工作物の所有者が最終的責任を負うべき旨を規定している。また、建築基準法や耐震改修法、ハートビル法等各種法令において、不動産の所有者に対して、公共の福祉に適合するよう所有・管理する責務が定められており、所有者は、不動

産の管理に対して、重い責任を有している。例えば、エレベーターや回転ドア等の事故が発生した場合や、地震等で建物の一部が崩落し周辺に損害を与えた場合においては、不動産の所有者には重い責任が求められることとなり、最悪の場合は人命にもかかわることになることから、不動産所有者に十分適切な管理が行われるよう、常に万全の注意を払い続けることが強く求められている。しかしながら、不動産証券化は、上記に述べたように、不動産管理について分業するものであることから、その責任の所在がどこにあるかが不明確となってしまう、結果、十分な管理が行われなかったといった危険性を抱えている。特に、信託受益権化されている不動産の場合には、信託銀行が所有権を有していることが明確であるため、責任を取る者が誰もいない、といった問題は生じにくい、が、実物不動産の場合には、所有権は単なる箱にすぎないピークルが有しており、ピークルに最終責任が求められたとしても、ピークル自体に十分な損害賠償に応じる資力がなければ、事実上誰も責任を負えない、といった事態も発生しかねないところである。また、現在、信託法の改正が進められており、この中で、自己信託の導入も予定されているが、これらにより、信託銀行以外の者による信託も増加していく可能性がある。この結果、信託銀行が関与しない信託受益権の流通が拡大する可能性もあり、不動産管理に係る最終的な責任の取り方が今後ますます不明確化してしまうことも懸念される』と。

34ページに移りまして、『このようなことが生じないようにするには、不動産の管理の観点から、投資法制を検証するとともに、不動産証券化においても、不動産の管理体制の充実が図られるような方策が必要となってくると考えられる。また、建物や設備の点検、修繕等をいつ、どの程度行ったか等の管理履歴情報が的確に投資家に開示されることが必要である。このため、例えば、上記で述べた管理に係る費用の開示と併せて、管理体制についても、プロ・アマの区分も踏まえつつ、一定の開示を促す方策を検討するとともに、管理履歴情報の流通、開示の充実を図ることが重要である』ということの問題として挙げさせていただいております。

それから、34ページの としまして、『大規模資金移動による不動産価格の攪乱の懸念』ということで、金融の方から影響を受けてしまうことから、できるだけそういうふうな攪乱を少しでも和らげるという意味で、個人や年金については長期安定の資金が必要だということを書いております。

それから、 として、『良好な都市形成への責任の希薄化』と書いてございますのは、先ほど冒頭のところで申し上げたような問題を書かせていただいたところでございます。

それから、35ページで『「ファンドの森」としての問題』ということで、これも中間整理に書かせていただいていたのですが、ファンドの森は自立的にいろいろな開発、再生ということが不動産の発展が図られるという意味では、非常にいい意味があるわけですが、一方で、リート成りによる利益相反、コンフリクトの危険性という問題があるということを再度書かせていただきました。

その上で、また先ほどの資料4の2枚目をご覧いただきたいと思います。

今後予想されるリート成りの規模というものでございます。これは、あくまで1つの、一定の仮定でございますので、これからどうなるかということを確認に予想しているものではございませんが、前回、この小委員会の場でどの程度リート成りが出てくるかという粗々の計算をいたしましたものについて、今回もうちょっと精緻に計算をいたしまして、実際に過去のプライベートファンドでどのぐらいリート成りが起こっているかという数字を積み上げて、それでも粗々な推計ではございますが、リート成りの規模を予想したものでございます。

まず、現在までのリート成りの累計ですが、リート成りをここではJリートがYK・TK及びTMKから取得したものと定義しますと、これは、そのものの数字は全数データが公開されておりますのでわかることになっておりまして、計算すると、現在、リートの規模が4兆円のうち、半分がプライベートファンドから取得しているということでございます。次に、今後5年後のリート成りの累計でございますが、結論的に言うと大体10兆円ぐらいには行っちゃうのではないかとございまして、この根拠は、ここにございまして、現在、私募ファンドの累計が20兆円ございまして、この20兆円のもので、大体今日の私募ファンドでいうと大体3年ぐらいの出口期間ということになってございまして、5年以内であれば、必ず出口を迎えるだろうと仮定します。そして、その出口を迎えたもののうち、どのぐらいがリートのほうに買ってきているのかという過去の実績を調べますと、大体3割というふうな形になっています。この3割という計算の仕方は、そのリートの期間が、プライベートの運用期間が3年という前提で考えたときに3割という数字が出てまいります。それで考えますと、大体6兆円ぐらいが今既にあるもののうちリート成りするであろうということでございます。一方で、5年間ということを考えますと、来年、再来年とこの2年分のやつは、最近は出口まで3年ということでございますので、来年、再来年2年分のものがリート成りになるということが出てくるわけですし、来年、再来年にプライベートファンドがどのぐらいになるかということは、数字はちょっとわか

らないんですが、ここは単純に過去のプライベートファンドのトレンドを単純にそのまま延ばしますと、大体2年間で10兆円ほど新しい分が積み上がるのかなと。その3割を足しますと、約10兆円ということでございます。

ここの数字には、例えば、最近ちょっと出始めていますリートのほうからプライベートファンドに物件を売るという、逆の売るほうはこの数字には入ってございません。それから、この数字はあくまでプライベートファンドからリートのほうに買っている部分でございます。例えば、オンバランス事業の連結関連会社のところの親元の不動産会社の方とか、そういうオンバランス事業から移転しているものはこの数字に含まれておりませんので、そういう利益相反、コンフリクトの危険性があるものは、この数字よりもまださらに大きくなっていくという可能性はありうると思うんですが、いずれにしても、相当の規模のリート成りというものがこれから出て来ざるを得ないのではないかとこのことでございます。

こういうふうに単純に考えますと、過去5年間のリート成りの規模の大体5倍以上ぐらいの、非常に大量のリート成りがこれから出てくる。ここについては、いわゆる普通の連結対象となっているところの間での取引も含まれるということになりますので、その価格だとかデュー・ディリジェンスというのがしっかりしているかということが、非常に重要な分かれ道ということになるわけでございます。こういうリート成りの健全性の確保ということを図る上でも、特にこのデュー・ディリジェンスの充実というものが非常に重要であるということがわかるということでございます。

先ほどの資料1の35ページに戻っていただきますと、今ご説明しました数字のところを若干記入させていただきますと、『特に、不動産投資市場の急速な拡大に伴い、今後5年間で膨大な不動産がリート成りすると予想され、例えば一定の前提のもとに、その規模を想定すると、今後5年間で生じるリート成りは、過去5年間のリート成りの5倍、規模にして今日のリート市場を大きく上回るスケールになる可能性も想定される。したがって、的確な政策を講じることで、これらの懸念される要因を払拭していくことが極めて重要な課題となっている』というふうに書かせていただいております。

それから36ページに移りまして、『3) 資金循環上の問題』ということで、3点の問題を挙げさせていただいております。

としまして、個人、年金資金の充当が不足である、ということで、これは中間整理で書かせていただいたところでございます。それから、 として地方の資金循環問題という

ことで、地域内の資金循環が十分できていないというものを で書かせていただいている。これも中間整理で書いたところでございます。それから、 の『国際的資金移動』というところで、これは、今回新たに書かせていただいたところございまして、リートの特に資金循環のことを考えたときに、37ページのところでございますが、『今日の我が国の不動産投資市場は、外国資金の存在抜きに成立することはできない状況となっていると考えられ、特に、昨今のJリート市場は、国内個人が売り越しの中、外国人投資家が買い支えるという構造となっていることから、外資の持続的流入は、Jリート市場を維持する上でも、また、Jリートを出口とするプライベートファンド市場を維持する上でも書かせない存在となっている。外資にとっては、国内の不動産市場の実情が見えにくいことから、国内資金以上に市場のトランスペアレンシーが重要』とされるということでございまして、38ページをちょっと見ていただきますと、これは前回の委員会の場でも資料としてご説明させていただいたところですが、『日本の不動産投資市場のトランスペアレンシーは、海外から見ると、必ずしも高いものとは受け止められておらず、安定的コア資金を呼び込む上で、十分な透明性を備えているとはいえないものである。このため、国際的資金移動で、国内不動産市場の安定化に資する安定的コア資金の流入を促進する上でも、諸外国との比較でも十分なトランスペアレンシーを確保していくことが重要である』という問題意識を書かせていただいております。

それから、38ページの『4) 不動産価格形成上の問題』ということで、これも中間整理でも書かせていただきましたが、イーロッドギャップという見方で見ていくと、まだ一定の合理性はあるけれど、しかし、危険なところも見られる、だから十分なモニタリングをして、きちんと監視体制をとっていかなければいけないということを再度書かせていただいております。

それから、40ページを見ていただきますと、もう一つの新たな課題、問題点ということで、『国際的市場間競争の激化』ということを書かせていただいております。ここについては、先ほど来から言っている話であります。『世界の投資資金は、アジア・パシフィック地域を一つのグループと見立て、分散投資を図る傾向があることから、アジア・パシフィック地域の中での日本市場の国際的地位を確固たるものとする必要がある。(中略) 国際的枢要市場には、情報、資金だけではなく、不動産インテリジェンスサービス産業の集積が進むと考えられる。不動産は、21世紀においても企業活動の重要な基礎的要素の一部を成すものであり、これに関連する国際競争力を備えたサービス産業が他国に集積し

てしまうことは、我が国の経済にとっても大きな損失をもたらすことになりかねないものである。上場リート市場について見ると、現在、先行するオーストラリアを除くと、アジアの中で、日本市場は圧倒的規模を有しており、シンガポール、香港がこれに続いている。しかし、シンガポール市場、香港市場ともに着実に増加し続けており、特に、香港市場は、中国本土への投資を通じて今後急速に拡大していく可能性がある。このため、我が国不動産投資市場の国際的地位の確立、特に、アジア・パシフィック地域での地位の確立が喫緊の課題となっている』と。

それで、『特に』ということで、ちょっとリートのことを書いておりましたが、リート市場は、『プライベートファンドの出口として重要な役割を担っており、例えば開発型証券化では、リスクをできる限り軽減するため、開発段階からリートとパイプライン契約を締結するということが一般的に行われている。仮に、我が国のリートが十分な成長を遂げることができず、香港、シンガポールのリートが大きなウエートを占めるようになってしまえば、国内の開発案件でも香港、シンガポールのリートとのパイプライン契約を結べるか否かが事業成立の成否を決めてしまうことになりかねず、日本のリート市場の国際的地位の確立は、今後の我が国の都市再生を円滑に進める上でも重要な課題になる』という問題点を書かせていただいております。

こういう中で、41ページのところからは、3部目のところまでございまして、『不動産投資時の成長戦略』を書かせていただいております。

その中で、まず3.1で『基本的考え方』を書いてございます。真ん中のところを見ていただきますと、『不動産投資市場が持続的に成長していくためには、投資対象と投資資金の裾野のさらなる広がりが不可欠であり、「国民市場」といえるような広範な広がりを持つ市場に発展させていく必要がある』ということでございまして、一番下のほうを見ていただきますと、『不動産投資市場は、単なる利益分配装置としてではなく、あくまで不動産の健全な維持、発展に資する国民のためのインフラとして機能し、これによって、貴重な国民資源であり、国富を構成する我が国の土地・不動産が、健全に維持、発展されていくようにする必要がある』という問題意識を書きまして、42ページのところから、大きく3つの戦略が必要であるということで、これはこれまで小委員会でご説明してきたところを書いてございます。

1番目が42ページの一番上のところですが、『本来的長期安定資金の持続的流入』ということで、個人や年金の資金をちゃんと入れていく必要がある。



それから、2番目が3.2.2で『我が国の不動産投資市場の国際的地位の確立』というところで、こういう長期安定資金というのは、今日瞬時にクロスボーダーで動いてしまうので、ちゃんと国際的な地位を確立しないと、持続的な長期安定資金の流入ということは図れませんと書いてあるということでございます。

それから、44ページに移りまして、『全国不動産投資市場の底上げ』ということで、こういう国際化が進展すればするほど浮上してくる、取り残されてしまう地方という問題、地方の底上げが必要だと、こういう問題でございます。45ページのところを見ていただきますと、昨今の、若干の動きを書いております、全国底上げのためには、『地方の証券化関係、特に、国際的に見ても魅力ある投資対象を地方において発掘していく必要がある。この場合の「国際的に見ても魅力ある投資対象」としては、ともすると、超高層オフィスビルや大規模リゾート、メッセ等大規模施設を思い浮かべがちであるが、この場合の「魅力」とは、収益面での競争力を意味しており、むしろ、身近な不動産が対象となってくると考えられる。例えば、日常の食料品スーパーや医療介護施設等は、地価が安い地方なればこそ、収益面の競争力を持つ不動産であり、ポートフォリオに組み入れることで国際的視点からも十分投資対象となり得るものである』と。その中でも、特に、シャッター街の空き店舗などの中心市街地の空き店舗の活用などで証券化が使えるということ、冒頭申し上げたようなことをここに書かせていただいております。

それから、46ページを見ていただきますと、特に地方の中でも、地方公共団体は、『土地開発公社用地等大量の遊休地や十分活用されていない公共施設を抱えているが、不動産証券化手法を活用することで、これらの処分の円滑な実施』ということが期待されるということで、市町村合併での町立病院の事例を掲げております。

『昨今、市町村合併で町立病院の統合問題が浮上している可能性があるが、例えば、不動産証券化を活用することで既存病院を介護施設等にコンバージョンするとともに、証券化で得られた資金を活用することで新病院の建設資金を捻出することができる可能性がある。現在、Jリートではヘルスケア関連の施設には投資がなされていないが、米国では、リートの4.4%がヘルスケア関連施設に充てられている。介護施設等のヘルスケア部門は、地価の安い地方のほうがむしろ高い利回りを確保できる可能性があり、不動産投資市場全体の中でも十分競争力を持てる可能性のある分野と考えられる。このような分野で不動産証券化手法を活用することで地域の医療サービスのレベル向上を図りつつ、介護施設の充実強化、さらにはそれにつながる介護関係の地域での雇用機会の創出を図れる可能性

があり、前向きに活用策を検討していく必要がある』ということ掲げております。

46ページの下のところ、こういう3つの問題というのは三位一体的解決が必要で、その基礎がトランスペアレンシーだと書いてみたところでございます。

それから、47ページの3.3のところから、そういった『成長戦略に向けた現状と課題』を、トランスペアレンシー、個人・年金資金の流入、国際市場への対応、地方問題と4つの問題に分けて整理しております。

まず、それで『トランスペアレンシーの現状と課題』というところでございますが、48ページを見ていただきますと、2)ということで、最初に『価格情報の開示』ということ、特に、オーストラリアが一番世界でトランスペアレンシーが進んでいると言われていいますので、それとの比較を幾つか書いております。48ページの下にございますように、『オーストラリアでは、取引価格のデータベース化と情報開示が進んでおり、インターネットを通じて、画地毎の取引価格情報を一般利用者も簡単に入手することができるようになってい』ということでございます。49ページのところ、右側にございますが、こういう取引価格情報というのは、オーストラリアだけでなく、イギリス、香港、シンガポール、米国等でもインターネットを通じて見られるようになってい』ということございまして、今後、我が国でも開示促進が必要であると考えられるということでございます。

『ただし』と書いてございますが、こういう外国の制度、特にオーストラリアでいきますと、この背景には流通税と不動産登記制度の問題があるということございまして、まず流通税については、そもそも日本の場合には固定資産税評価額が流通課税になっているのに対しまして、取引価格が流通課税の課税標準になっておりまして、まず登記する前に取引価格情報について税務当局と十分調整が行われて、価格が決定されるということがございます。それから、登記制度の中にも価格が書かれるということございまして、49ページの下にございますが、『我が国でも、同様の制度を導入するのであれば、その前段として流通税と登記制度の改善を図る必要があると考えられ、中長期的な検討が必要と思われる。従って、取引価格情報の開示については、当面17年度から実施している土地取引価格情報の提供制度について、提供内容等の拡充、充実を図っていくことが必要』と書いております。

それから、『3)不動産投資インデックス』の問題でございます。不動産インデックスのところについては、50ページの下のところでございますが、『不動産投資市場では、ベンチマークインデックスが極めて重要』だということでございます。しかしながら、な

かなかこれできていないということでございまして、52ページのところに。ではどうするのかということで、1つのやり方として『不動産インデックスの整備を図るためには、不動産に関する必要な情報を集める仕組みを構築し、情報の集積コストを下げるのがまずもって大切である。そのためには、情報を提供する側の守秘義務等の課題を整理するとともに、投資不動産の運用情報のデジタル化を促進し、情報流通環境の電子化、情報項目の統一化（不動産EDI）を推進する必要がある。その上で、プライベートファンドを含む広範なデータ集積を促進する必要があるが、情報を集積する一つの方法として、不動産鑑定評価情報を収集するというアプローチが考えられる』ということで、これが、今までの小委員会でもご議論いただいたデータベースをつくるというものでございます。

『不動産鑑定評価書は、あくまでも不動産鑑定士が予測する将来キャッシュフローに基づき価格が算定される価格が計上されるものであるが、証券化不動産に関する投資採算価値については、この不動産鑑定評価基準上、必ずDCF法に基づき評価がなされることとなっており、この中で、特に初年度キャッシュフローに用いられるデータは、ほぼ実績ベースに近いデータであると考えられる。このため、不動産鑑定評価情報を収集することで、ほぼ、運用実績に近いデータを収集することが可能となり、これにより、ベンチマークインデックスの作成が可能となると考えられる。不動産鑑定評価情報の収集に当たっては、個人情報にかかわるプライバシーの問題や、情報を取り扱う者の守秘義務との関連、不動産鑑定評価の依頼主から理解と協力を得られるか等の問題があり、今後より緻密な検討を進める必要があると考えられるが、インデックス作成という観点からは、例えば、次のようなことが考えられる』と。

イ)としまして、『収集する不動産鑑定評価情報の範囲をあくまで証券化対象となる不動産に関する鑑定評価に限定することで、個人のプライバシーが特に問題となる一般の不動産取引には全く影響を及ぼさずすみ、現に投資家間でPDF形式で資料配布されている不動産鑑定評価情報に限って情報を収集するということが可能』と。

ロ)として、『不動産鑑定評価においてDCF法で用いられたデータセット等が収集できれば十分であり、不動産鑑定評価書の中に記載されているプライバシーに関わる情報は、相当程度排除することが可能』と。

ハ)として、『収集したデータについても、原データそのものを一般公開せず、かつ、守秘義務等一定の要件を満たす関係者にだけ開示するという方法を採用することにより、プライバシーや守秘義務の問題は相当程度回避することが可能』ということでございます。

『不動産鑑定評価情報を活用した不動産投資インデックスの整備は、単に、我が国の不動産投資市場の拡大のために不可欠なベンチマークインデックスの整備に大きく寄与するだけでなく、これにより、後に述べるように、市場情報を的確にとらえた不動産鑑定評価の実施や、公示価格作成に当たってのマーケット動向の的確な把握、さらには、相互抑制機能を活かした中立公正な不動産鑑定評価の実現を図る上でも、大きな効果を有するものと考えられ、その具体化を検討する必要がある』ということでございます。

その次に、53ページの下で、『履歴データ』ということございまして、『トランスペアレンシー向上を図る上で、電子化された不動産の履歴データの蓄積は極めて重要である』と。

54ページに移りまして、『特に不動産証券化においては、不動産の金融商品化に伴い、不動産の特性が見えにくくなることから、物件管理がおろそかになる懸念がある中で、建物や設備の点検・修繕等について、どの程度行ったか等の管理履歴情報が的確に投資家に開示され、流通していくことは、的確な不動産管理を実現していく上で極めて重要である』ということでございます。

これについては、例えばオーストラリアなんかでは豪州不動産評議会PCAという組織がデータベースを作成されておりますけれども、日本ではこういうデータベースはないんですが、近年、プロパティ・マネジメントを目的としたASPサービスを通じて、建物管理に関する詳細な電子データが急速に蓄積されるようになってきておりまして、この中に、いろいろな管理情報が入っておりまして、クレーム処理をどうしたこうしたということまで全部入っております。そういう中で、『クレーム処理別に賃料や空室率の推移がどのように変化しているか、といった分析を瞬時に行うことができるようになっている。従って、これらを活用することで、相当詳細な履歴情報を利用できることとなるが、そのためには、このような履歴データが、一定のフォーマットで出力され、これを他のソフトで読み込んで活用できるようにする必要がある。このようなデータ交換を可能とさせる方策が、次に述べる不動産EDIであるが、(中略)不動産EDIが整備されれば、ASPに蓄積されている履歴データが活用され、状況が大きく改善されるとともに、的確な不動産管理を促すことにもつながる可能性がある』ということございまして、55ページにあるように、『不動産のEDI』を推進する必要があるということでございます。

『米国では、投資用不動産の取引が行われる際には、一定のDCFソフトやプロパティ・マネジメント用ソフトでデータ交換がなされるといったケースが普及している』と言われ

ています。また、米国、欧州で、現在こういうデータコードを統一するという動きがございます。55ページの下でございますが、今後、『不動産投資市場の持続的発展を図る上で、不動産E D Iの整備は非常に重要であり、国際的な動向も踏まえつつ、その整備を図っていく必要がある』ということでございます。

それから、6)の『Jリーツの情報開示』で、『情報開示の現状』ということございまして、一般的な情報開示については、56ページにあるように『国際的に見ても相当程度透明性が確保されているものと考えられる』ということでございます。

ただ、としまして、『不動産鑑定評価関連情報の開示』についてであります。一定の情報開示はされておりますが、『開示されているのはあくまで不動産鑑定評価書の概要であり、また、その内容も投資法人によって相当のバラツキがある。特に、収益還元における価格算定の根拠となっている総収益、総費用項目の内訳については、そもそも開示していない法人が多数あり、また、特に、鑑定価格に大きな影響を及ぼす修繕費や大規模修繕費積立金額等の費用については、少数の投資法人しか開示していない状況となっている』ということで、先ほどのリート成りの問題もございまして、こういう開示というのは非常に重要なのですが、『しかしながら、後に述べるように』というところには、『現在のところ、DCF法等不動産鑑定評価における収益還元法の適用に係る収支項目の統一が図られておらず、その統一を図ることがまずもって必要である。その上で、投資家が相互比較できるようにするため、業界においてもできる限り開示項目の拡大が図られるよう、協力して積極的に情報開示を進める必要がある』と書いております。

それから、57ページは『プライベートファンドの情報開示』のことございまして、プライベートファンドはプロ間の取引ということもありますので、外国でもあまり情報が開示されていないということでございます。

これはオーストラリアでも同様ということでございますが、オーストラリアの場合はL P Tが7割となっておりますので、結果としては、非常に全体の透明性が高くなっているということでございます。

58ページを見ていただきますと、ところが、日本の場合は、『Jリーツにふさわしい物件がJリーツに組み込まれることで、そのウエートが拡大していくことが重要であるが、現時点では、Jリーツの資産規模は4兆円で、全不動産投資市場の24兆円と比較し、小さなウエート』ということで、プライベートファンド情報が見にくいということがございます。

『しかしながら、プライベートファンドにおいては、関係者に相互に守秘義務がかかっており、投資関係者が情報を持ち寄って情報共有を図ろうとしても難しい状況にある』と  
いうことでございまして、このため別途方法が必要だということで、58ページの下に書  
いてありますように、『このような方策の一つとして、先ほど述べた不動産鑑定評価情報  
の収集という方策が考えられる』ということを挙げております。

それから、59ページの8)に行きまして、『デュー・ディリジェンスの現状と課題』  
ということが書いてございます。

デュー・ディリジェンスというのは、『投資家が理解しやすく、相互比較可能』なこと  
が不可欠であるということとして、『デュー・ディリジェンスにおいては、クライアント  
がアセット・マネージャーやアレンジャーであるケースが大部分と考えられるが、不動産  
証券化においては、デュー・ディリジェンスの実施者は、クライアント以上に、投資家や  
レンダー等市場に対して重い責任を有していることを十分認識する必要がある』というこ  
とを書かせていただいております。

その上で、ずっと飛ばしていただきまして、60ページの といところで、『エンジ  
ニアリングレポートの現状と課題』ということで、61ページを見ていただきますと、『エ  
ンジニアリングレポート（ER）は、不動産鑑定評価と並んで、デュー・ディリジェンス  
の主要な柱となるものである』と。

ところが、これは特別な法規制はございませんので、『近年、不動産証券化の急速な拡  
大に伴い、経験や知識が必ずしも十分でないER業者が市場に参入してきており、ERの  
信頼性に疑問が持たれるケースが散見されるとの話も聞かれるところである。（中略）A  
M業者等は、非常に限られた時間とコストの中、デュー・ディリジェンスを実施しなけれ  
ばならないこともあり、ERの質が安易に低下してしまう危険性がないとはいえない。し  
かし、不動産からの将来のキャッシュフローと出口価格によりその商品価値が決まってく  
る不動産証券化においては、ERを適正に行うとともに、必要に応じその内容を開示する  
ことは、物件情報を適切に開示すべき立場にあるAM業者等の責務である。（中略）ER  
業者の選定やER作成のための期間、相応のコスト負担など、AM業者等に対して適正な  
ERを確保させるようにする必要がある』と。

一方で、『ERの側でも、その信頼性確保のための方策が必要とされており、業界内  
における自主ルールの作成や登録制度等を検討する必要があると考えられる』と書いてあり  
ます。

それから、一方で、鑑定士側の問題ということとその下から書いてありまして、61ページの下のところでございますが、『ER情報は、将来キャッシュフローや出口価格に反映されるものであり、不動産鑑定評価の大きな変動要因となるもの』だと。

62ページを見ていただきますと、『本来、不動産鑑定評価は、信頼できるER情報を用いて鑑定評価すべきものであり、その場合には、不動産鑑定士としては、鑑定評価に用いたER情報については、一定の責任を負っていくとの責任と自覚を持つ必要がある。従って、鑑定評価に採用したER情報については、たとえクライアントからの依頼による場合であるにせよ、当該ER情報に基づいて鑑定評価をする場合は、不動産鑑定士に一定の責任が求められる可能性があることを十分認識する必要がある。このため、本来、不動産鑑定士は、クライアントから反映するよう依頼のあったER業者についても、依頼があったからといって直ちに当該ER業者のERをノーチェックで採用するのではなく、当該ER業者の専門家としての経験、評判、能力等を十分見極めた上で、採用すべきは採用し、採用することが適当でないものは採用しない、というようにする必要がある。しかしながら、個々の不動産鑑定士がこのような判断を時々に行うことは、時間も情報も限られており、極めて難しい状況にある。従って、何らかの方法でこのような事態を回避する仕組みを構築する必要がある』ということでございます。

ちょっと、ここは後ほどご説明するとわかりにくいので、結論のこれに対する対策だけを先に申し上げますと、87ページのところでございますが、これも前回の小委員会でご議論いただいたところでございますが、6)の『不動産鑑定評価信頼性向上のためのER評価』ということで、『信頼性に疑義のあるERの活用の際に、不動産鑑定士側において対応するための一方策として、ER情報に基づく不動産鑑定評価の信頼性を向上させるとともに、不適当なERの減少を図るため、ER情報を鑑定評価に反映させる不動産鑑定士側において、ER情報を相互に持ち寄り、専門家の知見を得ながら、当該ER業者につき専門家としての経験、評判、能力等を十分見極めて評価を行い、鑑定評価を行うに当たっての手持ち資料とさせること等の方策を検討する必要がある』というやり方を掲げさせていただいております。

それから、62ページに戻っていただきますと、で『不動産鑑定評価の現状と課題』を書いております。『不動産証券化においては、クライアントが誰であれ、不動産鑑定評価は広く市場に対しても重要な責任を有していることを認識する必要がある』という基本を書いてございまして、63ページのところを見ていただきますと、『不動産鑑定評価に基

づく価格調査は、リート成りの利益相反の危険性を回避する上で、AMやアレンジャーのガバナンスの公正性の確保等と並んで、唯一の担保措置となるものである。だからこそ、投資法人法では価格調査において不動産鑑定評価が義務づけられている』ということですので、『市場の健全性確保に大きな責任を有するということを認識する必要がある』ということでございます。

しかしながら、そういう点での不動産鑑定の実状を見たときの問題点を6点ほど、63ページの下のところから書いております。

第一の問題点として、『不動産鑑定評価を相互に比較することが困難となっている』という問題があるということでございます。すなわち、DCF法が採用されているが、『DCF法に基づき収益価格を算出する際における収支項目が不統一となっている』問題だということでございます。

64ページを見ていただきますと、『この結果、例えば』と書いてありますが、『「維持管理費」が計上されている場合でも、ある鑑定評価では修繕費や水道光熱費はこれに含まれるが、別の鑑定評価では含まれない、といった齟齬が生じており、投資家はその違いを容易に判断できない状況となっている。このため、不動産鑑定評価の適正性をチェックしたい場合でも、鑑定評価相互の比較ができにくい形になっており、仮に不当鑑定が発生しても、検証を難しくさせてしまっている』ということございまして、したがって、まずその基準の統一化を図ることが必要だということでございます。

それから、64ページの一番下でございます。『第二に』として、『主としてAM業者等不動産鑑定評価の依頼者側のニーズとして、投資に対する判断や投資家に対する説明を的確にできるよう、投資リスクの程度を踏まえて、確率分布的に価格をレンジで捉えたい、あるいは、バリュアップが行われた場合の価格変動等複数のシナリオを表示して欲しい、といったニーズが存在するが、現行の不動産鑑定評価における価格提示方法は、これらニーズに応えることができない、という問題がある』ということございまして、『即ち』と書いてございますが、『現行の不動産鑑定評価基準では、単一の鑑定評価額の決定を求めており、不動産鑑定士がこのような複数価格の提示等のニーズに対応するためには、不動産鑑定評価という形式ではなく、価格意見レポートという形式を取らざるを得ないこととなっている。もちろん、不動産鑑定士が中立的な立場から不動産鑑定評価を行う以上、市場分析により導き出される事象に基づき、単一の鑑定評価額に絞り込むことが重要であり、依頼者の要望のみに依拠してこの単一の鑑定評価額の原則をたやすく変えるべきでは



ないと考えられる。しかし、市場から信頼できる不動産鑑定評価を実現するためには、投資に対する判断や投資家への説明において援用されるDCF法に基づく価格提示においては、こうした市場関係者が認識するDCF法の特徴を踏まえて、採用価格のほか、試算経過おけるシナリオ・リスク分析等を踏まえた複数価格の併記を可能とさせる方策について研究する必要がある』と書いております。

それから、第三番目に、『不動産鑑定士が相互に不動産鑑定評価情報を共有できないこと等により、不動産鑑定評価を的確に実施するための市場情報が不足しているという問題がある』ということをごさいます、これは情報の非対称性の問題という形で、前々回ご議論をいただいたものでございます。

それから、66ページを見ていただきますと、第四の問題点ということで、『物件獲得競争の激化やリート成りの増加が予想される中で、物件取得に当たって、高値の鑑定評価が求められる傾向が見られ、このような中で、不動産鑑定評価の適正性が損なわれる危険が生じている』という問題を掲げさせていただいております。

仮に、こういう依頼主のほうの依頼で、例えば高値なり、あるいは安値なりというふうなことが一般的に行われるようになってしまうと、『厳格な鑑定評価を行う不動産鑑定業者の仕事が減少してしまうといった事態が生じる可能性がある。仮に、このような事態になれば、不動産鑑定評価そのものの信頼性が大きく損なわれ、やがては、それを前提としている不動産投資市場全体の信頼性も大きく低下してしまうことになる。このため、安易な高値鑑定や安値鑑定が実施されないような状況を構築することが極めて重要であり、不当鑑定を抑制する対策の強化を図る必要がある』と。

そのための方策として、『例えば』と書いてありますが、『現在、鑑定評価が法的に義務づけられていないプライベートファンドについても法律上鑑定評価を義務づけた上で、当該不動産鑑定評価について、不動産鑑定士に対する罰則規定の強化や、不当鑑定に対する投資家等からの損害賠償請求に関する挙証責任を不動産鑑定士側に転換するといった手法もあり得なくはない。しかし、このような対策を講じても、特に、投資採算価値の鑑定評価の場合、どこまでが、どの程度不当であるかを立証することは極めて難しく、実効性のある歯止めとして機能することは難しいと考えられる。むしろ、このような不当鑑定の抑制には、市場における相互監視の中に不動産鑑定評価を置くことにより、不当鑑定を行わせた業者と行った不動産鑑定業者が市場から退出を迫られるようにすることの方が有用と考えられる。特に、今後、不動産EDIの進展に伴い、不動産鑑定評価もデータコード

でやりとりがなされるようになると考えられるが、このようなデータが市場における相互監視の中に置かれることになれば、仮に不当鑑定がなされても、関係者はデータによる相互比較から、その不自然さに気づき、投資家に対する注意喚起がなされ、その結果、そうした不当鑑定を行わせた業者と行った不動産鑑定業者が市場から退出を迫られる可能性が高い。また、このような相互監視の仕組みが構築されていれば、不当鑑定に対する自己抑制が業者と鑑定業者に働くことになり、不当鑑定を効果的に抑えることが可能となる』ということで、『このようなことを踏まえ、不当鑑定を有効に抑制する方策を検討する必要がある』ということでございます。

それから、第五の問題として、今後、『急速に高度化している不動産証券化に対応できるようにするため、如何にして不動産鑑定士の資質向上を図るか、という問題がある』と書いております。

不動産証券化においては、不動産の知識だけでなく、投資、金融の知識、さらに市場分析の知識が非常に重要になるわけでございます。

このことは、『土地政策において、市場の自立力を前提とした市場重視型土地対策への転換が求められているのと同様に、不動産証券化に係る不動産鑑定評価に対して、市場評価、市場分析を中心に据えた市場重視型不動産鑑定評価への転換を求めるもの』ということございまして、そのために、68ページにありますが、『従って』と書いておりますが、『特に不動産証券化について、専門的知識と経験を有する不動産鑑定士の育成を図っていく必要があり、研修制度等を見直し、さらにはアカデミズムにおける研究の充実を図っていく必要があると考えられる』という問題を書いております。

それから、第六の問題ということで、『AM業者等から必要な資料、時間的余裕が与えられない中、不動産鑑定評価を行わなければならない、といった問題がある』ということを書いております。

『現状では、十分な時間的余裕のない中、必要なER情報が提供されずに鑑定評価を行うことが求められるケースが見られる。不動産証券化においては、デュー・ディリジェンスは、投資家に対する説明責任を果たす上で極めて重要な要素であり、的確なデュー・ディリジェンスが実施されるようにすることは、AM業者等投資スキームに責任を有する者にとっても重要な責務と言える。しかしながら、AM業者等の中には、デュー・ディリジェンスは形式上行われれば足りるとの認識を持っている者も見られ、極めて不十分な資料と時間的余裕の中で、不動産鑑定評価を求める者も散見される。従って、AM業者等投資

スキームに責任を有する者に対しても、適切なデュー・ディリジェンスの実施に対する責任と自覚を促す必要があると考えられ、AM業者等に対する適正な指導監督を実施していくことが重要であると考えられる』という問題意識を書いております。

それから、69ページは個人・年金資金の問題ということでございます。これは、これまで再三申し上げてきたところでございますが、その中で、特に、年金の問題はわかるんだけれども、個人はどうなったというご指摘が前回、この審議会でもございました。

お手元の資料4の3枚目をごらんいただければと思いますが、この資料は、大阪大学の沓澤先生がインターネットを通じてアンケート調査を行ったものでございます。この中で、この調査の回収サンプル数は4,000件ほどだったのですが、そもそも75%の方がREITは知らないとなっているものですから、REITの購入意向も84%の方が「ない」ということになっておりまして、REITの認知度が個人の場合そもそも非常に低いという問題があるということでございまして、69ページの真ん中のところでございますが、『第一に個人資金について言うと、そもそもJリートという投資商品の認知度が極めて低いという問題がある。即ち、インターネットを通じたアンケート調査によると、75%の個人は、そもそもJリートという名前を聞いたことがないと回答しており、Jリートの存在自体が一般個人に知られていないという問題がある。このため、Jリートのメリットとリスクについて、分かりやすく個人投資家にも知ってもらえるようなキャンペーン等が必要と考えられる』ということに記載させていただいております。

それから、第二の問題としては、繰り返しお話ししているように、年金資金ではベンチマークインデックスが必要だと。

それから、第三は、『年金が不動産投資を一任できる運用会社と、それを可能とさせる法制度の問題がある』ということを書いております。

それから、70ページにうつりまして、税制上の問題ということで、この小委員会でもたびたびご議論がございましたが、第一に『TMK等が税法上の導管性要件を満たす上で必要とされる借入金要件の問題』、それから、第二番目に『年金に関する匿名組合契約に係る源泉徴収制度の問題』、71ページに行きまして、第三に『減価償却の享受を可能とする税制上の問題』が考えられるのではないかとことを挙げております。

それから、72ページに、国際社会における我が国の投資市場の現状課題の項目がございまして、その中で、特にリートの国際間競争力を高める上で、これも前回ご議論いただきましたが、『リートの海外投資の問題がある』ということでございます。

『各国のリートの海外投資の可否を見ると、現在市場が創設されている日本以外の世界12カ国のうち、禁止している国はベルギー、タイの2カ国、禁止でないものの承認が必要な国はマレーシア1カ国となっており、その他の9カ国は自由に海外投資することが可能となっている。中でも、香港は、2005年6月までは、海外投資を禁止していたが、現在は、制度改正により投資可能となっている』ということでございます。

これに対して、『我が国』リートは、事実上海外投資ができないようになっている』というのは、前回の審議会でも委員会でもご議論いただきましたように、いわゆる不動産鑑定が求められるんですが、不動産鑑定をするということを想定していないものですから、そういう中でどうしたらいいかわからないという問題が、ボトルネックとなってしまっているということでございます。

こういう中で、今後リートが海外投資を日本はできないということになると、日本のリートをバイパスしないで、ほかの海外のリートをバイパスして資金が流れていくという形で、日本のリート市場が空洞化していくという現象が起こってくるのではないかとということでございます。

これは、お手元の、席上配布している資料をちょっとごらんいただきたいんですが、これは米国の年金で、100以上のある年金について調査をかけた資料でございます。この資料を見ていただきますと、不動産に対する投資がずっと年金とか、大学の基金なんかも入ってございますが、ずっと増えてきているということなんですが、直近の2005年、2006年は、その中の海外のウエートがわかるようになってございます。海外のウエートを見ますと、直近になって海外のウエートが拡大している形になっておりまして、10%ほどやっているということでございますが、それがどこに向かっているかという資料が、その次のページでございます。その向かっている資料の左にございますのが、投資済みのところで、右側が今後投資するということでございます。投資済みのところを見ていただきますと、イギリス、西ヨーロッパ、その次に日本という形になっておりまして、米国の年金資金が日本のほうに現在ばーっと大量に入ってきているということがこれでもわかるということでございます。ところが、今後のことを見ますと、日本は、今後は投資対象としてぐっと落ちまして、投資対象としてばーっと増えてくるのがオーストラリアが一番で、その次はインドという形になっているということでございます。オーストラリアは、前々回のときにもご説明いたしましたが、オーストラリアのリート市場は既に4割が海外投資に向かっておりまして、国内には投資する物件がないということになってございます。

実際、今回のこのアンケート調査の中でも、投資済みのものはプライベートエクイティを取得している、いわゆる私募ファンドのところを取得していると答えているのですが、今後は上場リートを取得すると言っておりまして、このことは何を意味しているかというところ、日本のプライベートエクイティに向かっていたお金が、オーストラリアのリートを通じて日本に入ってくるという形で、ちょうど日本からオーストラリアのLPTのほうへの資金シフトみたいなのが起こる可能性があるということを示しているということでございます。それで、そういうことを74ページのところにもちょっと書いてございまして、こういうふうに資金がバイパスしてしまうという中で、オーストラリアは海外投資が可能、でも、日本は海外投資はできませんというハンディキャップをつけておくことは、ほんとうにいいのですかというふうな問題意識を書いております。

そういうことから、74ページの下にありますように、『実務上のボトルネックを解消する方策を講じる必要があり、例えば、「海外不動産投資鑑定評価ガイドライン(仮称)」を作成することにより、海外投資を可能とさせる環境整備を図っていく必要がある』という問題を書いております。

それから、最後のところで、不動産投資市場と地方の問題を書いておりますが、現在、Jリートの案件は大部分が東京に集中している。それはオフィスに偏っているからです。75ページにありますように、今後、証券化の用途が拡大していけば、徐々に地方にも広がっていく。それから、前回の審議会にもお話ししましたように、東京の方はキャップレートが低下してきていますので、相対的に地方の有利性が高まってきて、地方に徐々に外資なんかのお金が向き始めているということを書いてございます。

しかし、そういうところの上でも問題点ということで、75ページから問題点を幾つか挙げておりまして、第一の、やはり最大の問題点は、担い手、人材不足という問題点だということでございます。

それから、76ページに、地方の物件というのは、大規模な物件は限界があるので、どうしても中小物件を証券化しないといけない。そうすると、中小物件を扱えるような安定的な投資スキームというのがないという問題があるということ、これも前回ご議論いただいた問題でございます。

それから、77ページのところで、第三の問題点として、税制上の問題点があるということで、これから、特に地方の中心市街地のものを使う、あるいは温泉旅館街の再生をやっていきますと、譲渡益課税がボトルネックとなって引っかかってくるという可能性が出

てくるということでございます。こういう、特に中心市街地の空き店舗なんかの活用では所有と経営を分離して、所有者の方に現物出資をしていただいて、かわりにエクイティを取得していただくという形で、経営を分離するというやり方があるわけですが、現物出資でも現在は譲渡益課税がばーっと一遍に課税されてしまうと、こういうふうなことになるので、ここが今後ボトルネックになってしまう可能性がある。米国ではアップリート税制というもので、現物出資をした場合、繰り延べ制度が認められておりますので、こういうふうなことを日本でも検討していくべきではないかというふうな問題を書いております。

それから、78ページのところで、海外投資家にせっかくだんだん目が向いているんですけども、必要な情報が発信されていない問題があるということで、これも前回の小委員会でご説明をさせていただいております。

それから、78ページの第五の問題ということですが、公的セクターがオリジネーターとなる場合のいろいろな制度上のボトルネックがありますということを書いております。

それから、79ページに、街づくりや景観との連携の問題という形で、79ページの下のところには、『これまでとられてきた街づくり政策は、主に事業者がオンバランスの事業体であることを前提としたものであったということが出来る。しかしながら、今後、街づくりの一定部分は証券化等オフバランススキームによって担われることになる。この場合、「事業者」というのは単なるピークルにすぎないものとなり、「事業者誘導」による政策が常に効果があるとはいえない状況になることも考えられる。また、今後は、証券化を活用して、オフバランスで企業立地をする場合も想定されるが、この場合の企業誘致政策はオンバランスでの事業実施を前提としており』などと書いておりますが、要するに、入ってもらった企業には不動産取得税を幾らまけますよとか、土地代を幾らまけますよとか、そういうふうなオンバランスを前提としたメリットで企業誘致をしているということですので、そうすると、『オフバランスでテナントとして立地する企業にとって必ずしもメリットが見出せない場合も想定される』ということでございます。従って、『オフバランススキームにおいては「事業者誘導」よりも「投資家誘導」や「利用者・テナント誘導」に力点を置いた政策が求められる』ということが書いてあります。

以上のような問題意識の中で、80ページから、『講ずるべき政策』ということで、以下の政策について具体化に向け検討を行う必要があるということをもとめて書いてございます。

法制度は、『実物投資を可能とする安定的法制度』、それから、『公的セクターでの利用を円滑化する制度改善』を書いております。

それから81ページに行きまして、税制ということで4点ほど問題意識を書いたものをまとめてあります。

それから、『Jリートの海外投資解禁』ということで、先ほど申し上げましたような海外投資ガイドラインの作成ということが必要じゃないかと。

それから、81ページの3.4.4の人材育成で、まず1つ目は『1万人不動産証券化スペシャリストの育成』ということで、『特に、地方における不動産証券化の担い手、人材不足を解消するための人材育成制度を設ける必要があり、例えば、業界団体が実施する不動産証券化のスペシャリスト育成事業等を活用し、地方へのUターン、Iターン希望者や地方の不動産、金融関係に従事する者を対象に研修支援を行う』ということを実施すべきであるということを書いております。

それから、82ページの2)の『不動産証券化チャレンジ実験工房(仮称)』ということで、実際にオン・ザ・ジョブ・トレーニングでやってみないとわからないということで、そういうことをできるように、チームを組んでいただいて、それに対して組成コストを出して、成果を得られた目論見書や契約書、鑑定評価書、ER等を成果物として出していただいて、それを広く公開するというプロジェクトをやってみたらどうかということでございます。

それから、3.4.5の『情報発信』は、『地方都市情報国際発信事業(仮称)の創設』ということございまして、これまで、地方の海外進出ということていいますと、工場とかそういうものに非常に限られておりましたが、むしろこれから不動産の国際化に伴って、地方への海外投資の選択肢が広がる可能性があり、不動産への海外投資が地方へにとっての新たなフロンティアと言えるのではないかとということで、こういうことに向けて情報発信をきちんとやっていくという事業を創設したらどうかということでございます。

それから、83ページのところで、ちょっとこれは今回初めてご議論いただくところでございますが、街づくりとの連携をすることが重要だということが問題意識の中にずっと書かれてきておりましたが、その1つの解決策として、「街づくり貢献費(仮称)」というのを費用項目で計上することを考えてみたらどうかという案でございます。『地域のお祭りやイベント、さらには、地域の清掃や美化等街づくりとの関わりをどの程度持ち、そのコストをどのように負担しているかを外形的に示せるようにすることで、投資家はその

ようなコストを評価できる仕組みを作ることが重要』だと。それは、いわゆる社会的責任投資と言われておりますSRIにもつながる可能性がありますので、こういうことをやるために、例えば、以下に述べる『不動産投資DCF基準（仮称）』の費用項目の1つに街づくり貢献費という項目を設けて、こういう街づくりに関する費用はそこに計上できるとするという方策が考えられるのではないかと。

また、これと同様な政策効果があるものとして、例えば、耐震やバリアフリーとか省エネ費というのを修繕費というふうにただするのではなくて、修繕費の中で耐震費、バリアフリー費というサブ項目を設けることによって、こういう政策的な誘導というのを図れる可能性があるということでございます。ただ、こういうのは現実のフィージビリティというの踏まえなきゃいけませんので、そういうものを踏まえつつ、このような費用項目を設定できないかについてもあわせて検討すべき必要があるということでございます。

それから、事業者というより投資家に向けて魅力があるような助成制度をつくっていく必要があるということを2)で書いております。

それから、84ページで、そういういろいろな施策を組み合わせ、全国的な底上げプロジェクトを図っていくべきということも書いてございます。

それから、その次のところは『トランスペアレンシー向上策』ということでございます。1つ目は、「不動産投資DCF基準（仮称）」というものを作成するというところから、これは前々回のところからずっと議論を繰り返しているところでありまして、これは前々回のところからずっと議論を繰り返しているところでありまして、不動産鑑定評価基準のサブ・ブックとして、DCF基準というのを策定して、統一基準をつくるというのが、まず1つ目でございます。

それから、84ページの2)で、『不動産のEDIのためのデータコード統一』ということで、85ページにございますように、DCF基準に基づき、『不動産鑑定評価のための電子的交換に関する標準データコードを制定することを検討すべき』だと。あわせて、不動産鑑定士に対して、こういう『データコードでの出力したものの添付を義務づけるとともに、各種ソフトの提供会社と連携し、不動産関連データの標準化の促進を図ることを検討すべき』だということでございます。

『特に』と書いてございますが、『建物や設備の点検、修繕等をいつ、どの程度行ったか等の管理履歴情報が明確に投資家に開示され流通していくことは、不動産の安全性を高め、的確な不動産管理を実現していく上で極めて重要である。不動産EDIは、このような管理履歴データの流通、蓄積に大きく寄与するものであり、各種管理ソフトやASPサ



ービスに働きかけ、その統一を促進するとともに、これら管理ソフト等の利用促進を側面から支えていくことも重要』だということを書かせていただいております。

それから、85ページの3)で、こういことをやった上で、『「不動産投資鑑定評価データベース(仮称)」の作成』ということをやすべきだということをごさいます、情報の非対称性の解消にも役立つし、85ページの下のほうにごさいます、不当鑑定の自己抑制にも役立つということをごさいます、こういうデータベースをつくるべきではないかということで、86ページにごさいます、『データベースの作成に当たっての具体的な仕組みについては、不動産鑑定評価の依頼主や鑑定士など関係者の協力も得ながら緻密に検討する必要があるが、現時点では、例えば次のようなスキームとすることも1つの案であろう』ということで、イ)、ロ)というのを書いてごさいます。

まずイ)として、『証券化に係る不動産鑑定評価に限定し、不動産投資DCF基準(仮称)に基づくデータコード等の一定の事項の提出を不動産鑑定士に求め、それらをデータベース化する』と。

次にロ)として、『当該データベースについて、守秘義務等一定の条件を課した上で、不動産鑑定士の閲覧や、データベースの作成に協力する金融機関、不動産事業者、投資関係事業者等一定の者の利用を認めることとするとともに、地価公示等の作成の際の基礎資料と一つとすることにより、的確な市場動向の把握と不当鑑定の自己抑制を図る』ということをごさいます。

それから、こういうデータベースをもとに、『4)ベンチマークインデックスの整備促進』ということで、このデータベースを使いまして、守秘義務をかけて一定の条件を満たす民間事業者に対して、データベースを提供して、ベンチマークインデックスの整備促進を図っていただくということをごさいます。

さらに、5)の『不動産デリバティブ市場創設の研究』ということで、こういうベンチマークインデックスができますと、不動産デリバティブ市場というものも十分作り得るということになりますので、そこについても、あわせて検討することをやってみたらどうかということをごさいます。

それから、87ページのところのERについては、先ほどご説明したところですので、省略させていただきます。

それから、7)の『証券化不動産の鑑定評価に関する不動産鑑定士の資質向上』については、『投資関連の知識及び技術、不動産証券化の実務等について資格取得後の研修で実

施すること等を検討するとともに、不動産証券化という不動産、金融、会計等複雑で多岐にわたる分野の専門知識や、高度な市場分析能力を備えた不動産鑑定士（証券化シニアアプレイザー）制度について検討する必要がある』ということを書いております。

それから、87ページの8)のところは、複数価格提示等、投資家ニーズにこたえた鑑定評価の研究ということで、『研究することを検討する必要がある』ということを書いております。

最後に、『ビジネスモデルに応じたコンプライアンスの確立』ということで、不動産鑑定士がこれからいろいろなビジネスの展開をしていく可能性が出てまいりますので、その会社の中での、いろいろなビジネス間の利益相反の回避とか、ファイアーウォールのあり方とか、そういう新しい不動産鑑定業に対応した、ビジネスモデルに対応したコンプライアンスの確立方策を検討する必要があるということを書いております。

以上でございます。

【前川委員長】 大部な資料の説明をありがとうございます。

随分時間が経過しましたが、ただいまの事務局のご説明について、ご意見をいただきたいと思います。どなたからでも、どこからでもいいですけども。

【赤井委員】 口火を切るといわけではないんですが、ちょっと前半の、特に理念と分析というところで、前回の中間整理のときと比べますと、かなり国際的な視点が追加的に加わってきたというところがありますので、その点に関連して一言コメントを申し述べたいと思います。

やはり、市場の透明性ということ考えたときに、もちろんこれは、1つは個人ですとか年金という、これまで不動産投資市場に入ってこなかった資金が入ってくることを誘導したいと。しかしながら、そういった人たちは必ずしも、金融機関と異なって、ショック、リスクに対する対応力が必ずしも高いとは言えないという部分があります。そこをいかに保護していくのかという投資家保護の視点ということがあったわけではありますが、その前提としてのトランスペアレンシーという議論があったわけです。

同時に、ここで提示されています非常に重要なことは、国際的な視点ということだと思います。資金というのは必ずしも国内の資金だけではなくて、年金、個人であっても、それが海外の年金、個人であったり、ということも当然あるわけでありまして、情報の透明性と同時に、透明にするということは、基準の比較対称性というものも含めてフォーカスしていくということだと思います。

そういう意味からしますと、国際的なスタンダードとの整合性ということと、もう1つは、やはりその投資の資金が入ってくるということは、土地ですとか不動産の効用の極大化ということになっていくわけですので、そのための資金をいかにして引きつけるだけの魅力的な市場にしていくのかということではないかと思えます。

そういう意味から、今回の最終報告のこの案の中で、特に7ページのあたりなんですけれども、不動産投資関連産業というものを情報インテリジェンス産業と位置づけて見ていくということは非常に重要だと思えました。

若干、追加的にコメントしますと、配付されたこの資料4で、日本の不動産市場の規模というのは米国に次いで第2位、しかしながら、上場リートという形で証券化されているものは、オーストラリアよりも半分以下であるということだと思えますが、同時に、例えば、都市ということの比較で見た場合は、例えば東京に限ったわけではありませんけど、東京という都市は諸外国の主要な都市と比べても、はるかに商業不動産の市場としては大きなものでありますので、いかにここを活用していくのかといった点は非常に重要だと思えます。今回、新たに国際的な視点が加わったわけでありまして、その点については非常に評価したいと考えております。

先週、私はアメリカでのCMB Sの業界団体の年次総会がありまして、週の前半行ってまいりましたけど、アメリカを中心とした業界団体の中でも、国際的な視点というものがフォーカスされてきており、アメリカの投資家の資金も日本で投資をしたいという意識が強くなってきているのを感じました。それに対してどういう手助けができるかとか、インフラが提供できるかということについても、かなり強い意欲が示されまして、ちょうどその業界団体の会長の改選が行われたんですが、ちょうど次期会長になった方は親日家ということもあって、「もし必要とあらば、いつでも日本に行って、いろいろなインフラの提供とかそういったこともやっていきたい」という話がありました。そういう意味からしても、非常に今回、事務局でまとめていただいたこのご議論の方向性というのは、強く賛同するものがあります。

【前川委員長】 ありがとうございます。

それでは、田村委員、よろしく願いいたします。

【田村委員】 いや、特に。よくまとまっておりますので、私はこれ以上追加することはございません。

【前川委員長】 巻島委員、ご意見がありましたらよろしく願いいたします。

【巻島委員】 私も田村先生と同じで、よくまとまっていると思います。

このところリートの運用会社等が金融庁さんから行政処分を受けたというニュースが流れておりまして、私は、上場商品で、対象がアマチュアの投資家の金融商品の厳しさを痛感しています。プライベートファンドだと対象はプロの投資家であり、ひとつのファンドに投資している人数も非常に少なくなる。したがって、両者で不動産に対する品質の要求度が異なるわけですが、それでも、「ファンドの森」という概念で如実にあらわされているように、不動産はリートとプライベートファンドの間を売買され、行き来する。そのときに、同じ品質を要求される。

また、リートの場合は金融商品を扱う投資信託委託業者として、不動産の運営管理能力を越えた整合性というか、今回指摘されているような体制整備といささかの間違いもない運用が求められるようになってくる。まだはっきりはわからないし、見えてきていないんですけれども、そういう今までとは違った面が、不動産運用に求められるようになってくると思います。したがって、鑑定士さんの一層の充実とか情報のデータベースの充実とか、またこういうことを通じて、周辺産業の人にも今まで以上の責任というか、スキルの向上がなされるのではないかと思います。

最後に繰り返しになりますが、この報告書は理想主義といいますが、非常にいい方向感でまとめられていると思います。

【前川委員長】 はい、わかりました。どうもありがとうございます。

では、森泉先生よろしくお願いいいたします。

【森泉委員】 私も、この報告書は随分大部で、また細かいところを詰めており、非常によくできているものだと、事務局の方の努力を高く評価したいです。

私自身も随分勉強させていただきましたが、特に私がもうちょっと考えてみようと思いますのは、元来、このリートが、例えば住宅政策にどのような影響を及ぼすのかということでございます。今回、あまり書かれていませんでしたが、「土地政策」のみならず、「不動産」と言っておりますので、都心の賃貸住宅であるとか、そういうものも含めて、住宅のほうの政策にも少し改善というか、何か特に地方も含めて資するものがあればいいと思って、その辺は自分なりに勉強させていただきたいと思います。

そういった観点からしますと、街づくりというのも非常に広くとらえると住宅政策の1つなんですけど、今回多分、これはある程度目玉ということで出されてきた、83ページにある、街づくりの貢献度の費用項目の計上ということが、どの程度インセンティブを与

えるのかという、細かいところで1つ加わっただけでなく、これが非常にインセンティブになるのかどうかということを知りたいというか、その辺はどうなのかなということに興味がございます。実際は、こういうリートをやっていらっしゃるところの観点からすると、これはどの程度効果があるのかというのが、1つよくわからないというところでは。

あと、税に関しては、個人がリートと株を持ったときの税の水平的な公平性みたいなものは、どんな感じになっているのかというのは、ちょっと81ページところでは読めなかったので、その辺ももうちょっと本当は書いていただきたいという印象ですね。

あと、鑑定士さんの役割が非常に拡大し、強く色々要望を出されているわけですが、これはかなり高度な技術も、今後鑑定士の方には要求されるわけで、例えば、統計的な手法とかでも要求されるように、私は印象を受けました。この間、鑑定士制度を少し変えられたようですが、その鑑定士制度について、報告書で挙げられている他に、鑑定士の試験科目であるとか、そういう制度はいいのかどうかというところは興味があるところでは。

最後に1つだけお聞きしたいんですけど、世界の不動産市場の規模というのが、日本が第2位にあるというこれは日本の価格が高いということを意味しているのでしょうか。

【藤井土地市場企画室長】 これは金額ベースですので、そういう側面もあるということだと思いますが、その裏腹には経済規模というところもあると思います。

【森泉委員】 経済規模はわかるんですが、ここは不動産市場の規模が大きいいということはどういう指標で見たらいいのかということですから、例えば、GDPに占める割合であるとか、そういう形で出されたほうがいいのかなというふうには思います。単なる実額を出してきても、価格差があればそうなってしまうのかな、というふうに印象を受けました。

【赤井委員】 それについてよろしいですか。

先生のおっしゃることはよくわかるんですが、そうはいつでも、やはり面という意味での規模というふうなものがあるって、それはGDPとももちろんある程度連動するものでありますけれども、それとは切り離された独立の数字としてやはり見ていけないといけないという側面もあると思います。国際的な機関投資家の資金のアロケーションということで見ましたときには、例えば、国力比不動産市場が少なかったからといっても、そのポテンシャルを見てくれるわけではなくて、そこに実際に存在するのは価値として実額が幾らあるかが重要になってくると思います。

それから、もう1つはそれにちょっと関連して、日本の不動産が諸外国と比べて割高であるかどうかという議論なんですけど、これは、実は私もちょっと調べたところ、必ずしも当たらないという議論もある。例えば、表参道ヒルズの1階の賃料が二十何万円である。これはすごく高いというのがよく新聞等に出ているんですけど、例えば、アメリカの5番街の商業施設というのは40万円以上する。それから、ロンドンのボンドストリートは30万以上だと。香港のコーズウェイベイはやはり30万ぐらいするということからすると、これは、国際的にそういうお店を展開するような、ブランドの会社の本社の首脳陣に聞きますと、まだ東京の表参道とか銀座は出店する地域としては割安感があるという、そういう議論もあって、実はそういう数字を見ていくと、必ずしも割高とは言えないのではないかと。ちょっと前と比べると上がっていることは事実ですけど、果たしてそれが世界で一番高いかということ、かつては銀座が世界で一番高いという時期があったかもしれませんが、今、世界の中では、銀座、表参道は世界でいうと坪当たりの賃料が10位ぐらいになっている、そんな観点も、最近調べ物をしていまして出てきまして、日本の不動産が割高で実力以上に大きくなっていると見ることも、正しい議論とは言えないということも思いました。いろいろ見ていくとおもしろいです。

【森泉委員】 ただ、ちょっと難しいですよ。多分、投資家の観点からしたら、資本市場において、株式市場とこの不動産市場と、あるいはそのリートの市場と、みんな見ているわけですからね。そこを一概に、単純にはできないかなと。

【赤井委員】 ですから、私も、以前の私の報告のときに、CMB Sの年間の発行規模というのがGDPに対してアメリカは1%でほぼ安定推移しているのに対して日本はまだ0.2%程度に止まっていると申し上げました。そこからすると、国力比はまだまだということになります。ただ、証券化商品の原材料になる現物としての不動産市場の価値がどれぐらいあるかを見まさんと、でき上がりの最終的な生産物としてのリートとかプライベートファンドとか、あるいはCMB Sの市場というのがどこまで大きくなるだけのポテンシャルがあるのかと判断するにはなかなか難しいということになりますね。

【前川委員長】 森泉先生のご発言の最初にあった街づくり貢献費についてですけれども、あれは、もし宣伝に、このリートにはこういった貢献的なものがあるという形で、利回りから見るとマイナスだけれども、こういった社会的なことをやっているということ、売るときも表示するということもイメージしているんですか。それとも、DCFだけの項目として考えているのでしょうか。

【藤井土地市場企画室長】 まず、項目を私どもがつくる公的なDCF基準の中に入れたいことにはそれを対外的に公表するという、しかも統一の基準で対外的に公表することができにくくなるということだと思いますので、まずそれをやることによって、それを次に対外的に公表していただくかどうかは、マーケットの問題になってくるんだと思いますが、まず、その基礎を私どもがつくるというのが1つあるのかなということです。

それから、もう1つが、今度は私どもの方が、土地政策なりそういうものと、そういう費用みたいなものをどうリンクさせていくのかというのは、その次の、今度は私どものほうの課題として出てくる問題だと思います。そこはまだ具体的なアイデアがあるわけではないんですけども、何らかの形でそういうものをリンクさせていくというのをその次に考えていくということなんではないかと思います。

【前川委員長】 税の水平的公平性については、少し書き込むんでしょうか。

【藤井土地市場企画室長】 ご指摘のところがあれば、ということなのですが、ただ、今、基本的にはJリートについて言いますと、いわゆる株と同じ譲渡益課税の扱いになってございますので、現段階では問題点というのではないと思います。

ただ、時々議論が出てきたりしますが、いわゆる所得税法上の所得区分を再編しようという議論がございまして、その中で、例えば、金融関係は金融関係で全部1つの所得区分に再編してやろうという議論があるときに、こういう証券化関連のものはどういう扱いになるのかということところはきちとした位置づけがなかったりしますので、今後の議論が出てくるとすると、そういう問題かと思います。

【前川委員長】 わかりました。

それでは、清水委員お願いいたします。

【清水委員】 いろいろと勉強させていただきまして、ありがとうございました。

まず全体のトーンとしまして、前半部分に書いておられましたが、非常に、これから市場と対峙していくんだと。ただ、不動産投資市場というのが、まだできて10年もたっておりませんので、その中で市場を育てるというのは、人をつくることだということと、情報インフラを整備していこうということですので、これはもう大賛成でございます。

その中でも、トランスペアレンシーというのが一番下にあるというお話をいただきましたが、やはり不動産の情報言語の統一という点ひとつをとっても、キャップレートという言葉ひとつをとっても、共通の言語で話しているようで、実は全然違う言葉になっているということもあると思いますので、そういうのを、やはりきちんと人の育成と情報インフ

ラを整備していくということで、全体のマーケットをつくっていく、という姿勢をつくっていただくというのはほんとうに賛成していきたいと思っております。

2つ目の、鑑定の問題でございますけれども、ほんとうに根本的に、非常に厳しいトーンで書いてありますが、ほんとうに根本的に大きな問題があって、これから再構築していくような必要があるのか、多少今ひずみが出てきて、そのひずみを直してあげるだけでいいのかというようなところが、もう少ししっかりとした議論が今後必要になってくるんじゃないかと思っております。私自身はむしろ後者じゃないかという感じがありまして、例えば市場と向き合っていくということであるならば、今はまだ非常に、非常に申しわけないんですけれども、市場と向き合っていく覚悟がない鑑定書が非常に多いんじゃないか。例えば、市場分析ということが随分最近言われておりますけれども、今回入れていただいておりますが、市場分析すらしっかりできていないというようなレベルでありますから、先ほど統計的なもっと難しい、高度なところの前に、もっとやるべきことがあるんじゃないかと思っております。ただ、そのときに、何の武器もなく鑑定評価をしというのは非常に難しいところでございますので、データベースということについても、非常に必要な武器になってくるんじゃないか、鑑定士としても支援するべきものではないかと思っております。

ただし、ここで1つ申し上げておきたいのが、データベースと言いましても、今までにいろいろなデータベースがあったかと思えます。例えば、レインズ、または取引価格情報、また、かつてありました取引電算データとかいろいろなデータベースを試みてきたわけですが、はっきり申し上げまして、厳しい言い方をすれば、非常に中途半端なものが多かったのではないかと。また新しいデータベースをつくっても、また中途半端なものがもう1個できてくるくらいであるならば、ただコストがかかるだけでありますので、もしつくるのであるならば、しっかりとしたものをつくらないと、全くまた意味がないデータベースが1個できるだけでありますから、そこはきちんとした設計等をしていただければと思っております。

あとは、不動産投資のインデックスでありますけれども、これはある意味でこれからマーケットが少し変わってきまして、説明責任の必要な資金が大量に入ってくれば、おのずとこういうインデックスが必要になってくるということになってくるんじゃないかというのが1つ。

もう1つは、今、非常に世界的な問題となっておりますが、グローバルインデックスとい



うのがありまして、その中に日本のインデックスが採用されるかどうかというのが非常に大きな問題になってきておりますので、そういうところも見据えて、グローバルな基準でインデックスをつくり、グローバルインデックスに入っていく。そのことによって、日本に入ってくるお金が全然変わってきますので、そういう視点が必要になってくるのではないかとこのところではあります。

4つ目は、街づくり貢献費でありますけれども、これは私は前向きに評価したいと思っております。去年、プルデンシャルの投資をやっていらっしゃる方と、たまたまホテルからタクシーに乗ったときに一緒になったんですけども、プルデンシャルで今研究しているというのが、まさにその社会的な責任が非常に重要だと。投資家というのは儲かればいいということだけではなくて、社会的な責任もあるんだと。では、同じリターンがあるのであるならば、社会的に貢献をしているような不動産、例えば、CO<sub>2</sub>の排出が少ないとか、そういうものをきちんとジャッジをして投資をしていきたいということをおっしゃいました。投資家の方々も社会的な責任というものがあるわけでありまして、やはり街づくりの貢献というのにも必要ではないかと。また、資金の性格が長期の資金になってきますと、当然街づくりには時間がかかりますから、そういうところにはそういうものが非常に重要でリターンにはね返ってきますので、それには賛成していきたいと思っております。

もうひとつ、不動産といたしましても、街の土地の中にあるひとつの財でありますので、その中でいろいろなものがあります。例えば、介護とか病院施設を今回入れていただきましたが、私は地方財政を大学で教えておりました、非常に今疲弊しております地方の問題についても目を当てていただきたいと思っております。唯一私も可能性があると思っておりますのはそういうところがございますので、そういう視点も政策的に介入する余地がまだまだあるところがございますので、ぜひしっかりとご検討いただきたいと思っております。

最後に、情報についてはERの話がありましたけれども、情報開示とよく言われたときには、いつも価格の情報ということが注目されますが、ようやく品質の情報が入ってきたので、私たち経済学者というのは品質と価格情報がセットで初めて情報と考えておりますので、不動産の品質、そして最後に正確さ、精度という問題がありますので、そういうものも含めて、情報開示、情報整備のあり方というのを考えていただきたいと思っております。

以上でございます。

【前川委員長】 はい。では、今のご意見を参考にしながら検討していきます。

それでは、柳澤委員、お願いいたします。

【柳澤委員】 大体皆さんに言っていただいたとおりで、短時間で非常によくまとまった報告書をつくっていただいたとっております。この資料3の枠組みがきちっとできているということで、まとまりもいいですし、議論の骨のところもわかりやすいとっております。

ですから、感想的な発言になってしまうのですが、私もこの不動産業界に30年ぐらいいるのですけれど、昔からこの業界は「勘と度胸と少しばかりの小金」があればできると言われておまして、どういうことかということ、リーズナブルじゃないということなのです。要するに、いろいろなものがはっきりしていないものですから、だから勘と度胸と、小金があればいいということですね。

それがここで、そうではなくて、リーズナブルにしようということで、そして、その大きなマーケットをつくっていきこうということなわけで、この不動産業界が1つステップアップするという意味合いも込めて、非常にいいまとまりだなと思っております。

その中で、私が参加させていただいた中でこだわって言わせていただいたのは、やはりトランスペアレンシーなのです。さっき言っていましたリーズナブルな、ちょっとブラックボックスに入ったようなところをうまく、はっきりさせるものは、そしてマーケットを大きく発展させるものはこの前も申し上げましたが、サム・ゼルも言っておりましたが、アメリカのリートの一番の大手の創始者ですけれども、トランスペアレンシーなのだ。そのトランスペアレンシーを今回いろいろなもので達成していきこうということで、ERもありますが、今回はこの最終報告を読んで、やはりこれから鑑定がかなりキーになってきていると感じました。ぜひ鑑定業界さんに頑張ってください、もっともっとビッグになっていただいて、そうすることによってこの不動産業界も一緒にビッグになれるかなということで、大きなポイントを鑑定業界さんが握っていらっしゃるような気はいたしましたので、期待しております。

【前川委員長】 それでは、野田委員、お願いいたします。

【野田委員】 ほんとうに私もよくまとめていただいたと思います。信託銀行の中にいまして、金融と不動産をやってきて、いろいろな問題が今、顕在化しているんだろうと思います。今お話があった鑑定の問題もそうですし、信託受託者としてのチェック責任がある点。受託者は所有者として、工作物責任の最終責任を負うということで、非常に重い責任を負っている。今後の我々のやらなければいけないことというものの重みを一層感じなけ

ればいけないと思っています。一方で、前向きにとらえたいと思うんですが、例えば、今、違法建築物が流通されていて、一部がリートも含めた証券化商品の中に入ってきていることが問題となっています。その歯どめになるべく受託者としての信託銀行ですとか、あるいは鑑定評価業者さんがエンジニアリングレポートも含めたチェックをしますということで、そういうものを流通させないということがあるんですけども、他方で、例えば、諸外国の状態はよくわからないんですけども、そういう違法建築物というのはほんとうに日本だけが多いのであろうか。ほかの国に比べて、行政の規制もやたらと多かったり、それから、私法上も賃貸借契約の慣行なんかも含めて非常に独自のものがあったり、やはりそういうところも含めて、リスクプレミアムがやっぱり日本の不動産のほうはまだ厚いという面はかなりあるんじゃないかという気はしています。もちろん、透明性をどんどん高めていって、そういうリスクプレミアムを縮小して、より海外との差を埋めていくということも必要だと思うんですけども、先ほどの赤井さんのお話の中で、どうも日本の不動産マーケットというのが評価されていない原因の中にそういうものもあるんじゃないかと思います。今後ますます海外の投資資金が入ってきたり、リートを通じて比較ができたときに、透明性と投資資金の側からそういう問題提起がマーケットから行われていって、そういうものが変わっていく。こういう機会になれば、非常にいいんじゃないかと思います。具体的な問題に当たると、不動産としてのモノとしての問題と、金融とか資金の面とで、これはどちらの問題なんだろうかと悩むことがあるんです。ただ、これは逃げてはいけない問題だろうと思っていますしそれから今おっしゃっていただいたように、そこは逆にビジネスチャンスだととらえればいいと思います。そういうことをきちっと提供していって見合うフィーを取るといってビジネスをつくっていけば、非常に発展性があるし、私たちもそのヒントをいただいていると理解したいと思います。

【前川委員長】 ありがとうございます。

石田委員、お願いいたします。

【石田委員】 この半年ぐらい参加させていただきましたが、私は投資家として、証券化というのを見るときに、最初にあったような「ファンドの森」というようなところあたりを見ているんですけども、その上、裏方というか、それを支える、例えば鑑定士さんの問題であるとか、そういうデータをいかに関係者間で共有するかというようなインフラの問題であるとか、そういう証券化を支える土台の部分に関して、非常に真摯に投資家へのトランスペアレンシーを高めるという観点からさまざまな提言をされているというところ

に大変重要な仕事をされているなと思いました。また、特に最終答申の週に非常にリートマーケットが荒れて、ちょっと、くしくもこういうタイミングにはなったんですけど、これはマーケットの終わりとかいうことではなくて、年金のような長期安定資金の流入ですとか、個人、銀行窓販なんかを通じた個人の資金の流入という流れ自体がそんなに変わることはないと思っています。逆にチャンスだという声も当然起きてくるとは思いますので、長期的な成長の中での生みの苦しみを何度か成長痛という形で味わいながら、マーケットが伸びていっている途中だと思います。

ただ、明らかになってきたのは、トランスペアレンシーに対する要求というのが、やはりどんどん上がっていきっていると。リートが生まれた数年前と比べても、例えば、株式市場のほうでいいますと、もっともっとハードルが上がって行って、J-SOX法というようなものに2008年にどういうふうにコンプライアンスをするかというのが企業実務のほうでは非常に重要な課題になっておりますし、企業会計を支えている会計士の信頼問題というのが数年前に比べて全く違う形で語られる状況になっておりますので、この数年間、日本の証券化市場の爆発的な成長というのを支えてこられた、その先駆者的な皆さんの中でも、これから新産業からより成熟した産業になっていく中で、プレイヤーの選別というのもより厳しくなるということで、全体の資質を上げながら、よりトランスペアレンシーを高めるということが必要だと思います。私もこの証券化の投資を始めるときに、やっぱり不動産投資のいろいろ悪いイメージも以前はあったものですから、やはり証券化と実物とは違いますと、証券化というのは金の流れがすべて明確になっているというのが、今までの不動産投資との一番大きな違いですということを力説をして、その思いは今でも正しかったと思っているんですけども、金の流れだけじゃなくて、鑑定評価であったり、データがどれくらい蓄積されているかというようなところまで含めて、どんどん投資家の求めているレベルは上がってきていますので、行政の方が中心になって業界全体として投資家保護なり産業育成というところに努力していただきたいと思います。

【前川委員長】 ありがとうございます。

じゃ、最後になりましたけれども、話題がちょっと鑑定士に集中していますけども、奥田委員、お願いします。

【奥田委員】 非常に鑑定評価をクローズアップしていただいて、ありがたいと思っています。今回いろいろな形で鑑定評価をクローズアップしていただいたことで、逆にその鑑定評価の広告宣伝になったのかなと思ひまして、いかなる広告宣伝活動よりも効果があっ

たのではないかと考えています。鑑定士のほうでいろいろ変えていかなければいけない、手を打っていかなければいけないということはもちろん事実としてありますし、早急に手を打つべきなのですが、今回の報告書の最終報告の中でさらに加わった部分として、前半のほうに、鑑定士に限らず、証券化の組成に携わるプロ、これは鑑定士以外にも、もちろん弁護士の先生、公認会計士の先生、アレンジャー、投資家も含めて、金融機関さんもそうですけど、信託銀行さんも入ってくると思います。そうしたプロがすべて倫理性、専門性という面において高いものを持って、この業務に当たっていくことが、実は市場全体の維持、発展につながっていくのだという点が重要だと思います。鑑定評価だけがひたすら頑張っても、これは効果がないという部分もありますので、そのほかのところでもしっかりやっていただく必要があるというところで、その部分が入ったことは非常に評価できるのではないかと考えています。

また、幾つか手を打たなければいけないことがあるのですが、場合によっては、どういう手順で優先順位をつけてやっていくのかということも含めて考える必要がある。これらを提言した後での次のステップでの対応ということが、非常に重要になってくると思います。言いつばなしで、実は何にも手が打たれなかったということでは問題ですので、次にどういうふうにやっていくかということが非常に難しい問題だと認識をしております。

【前川委員長】 おそらく、今、鑑定で一番弱いところというか、取引事例がないようなところでしょう。それで、かなり価格のばらつきがあるし、やっぱり、今それが問われているのではないのでしょうか。おそらく価格の取引事例が多ければ、評価しやすいんだけど、どんな取引が成立するかわからないマーケットだから、特にそれに対してどういうふうに鑑定は対応していくべきかと、かなり求められているのかなという気がいたします。

【奥田委員】 例えば、取引の事実自体ですとか、そこで成立した価格、あるいは利回りであれば、ある程度の情報は入手できるような環境に随分なってきたと思います。数年前では信じられないほど、収益還元法は適用しやすくなってきていますので、そういう意味ではかなり向上していると思うのですが、問題は、収益価格自体がその投資する投資家間の事情によってかなりぶれるものであり、同じ物件の収益価格でも、A投資家、B投資家、C投資家によって、想定する将来予測や想定する収益率に相当のぶれがあるのですね。そうすると、その中でどの価格が、どういう前提条件が、最も市場価格として妥当なのかというところを判断するのか、収益価格に関していうと難しい。

【前川委員長】 だから、多分それがマーケットなんですよ。それがそのマーケットで、

そういったマーケットをどういうふうに鑑定評価が向き合うべきかというのは、そこら辺を少し議論していかなきゃいけないだろうという気がします。

【奥田委員】 そうですね。そういう意味ではDCFを適用する場合の考え方ですとか、市場の得られた取引をどのように活用していくかということまで。ただ単に収集してもそれでは十分でなくて、その中身まで分析できるような形で使っていないと、ひたすらマーケットで高い価格が成立していきますと、それじゃあ高い価格で出しているのかという話になってしまいますので、その部分が重要じゃないかと思います。

【赤井委員】 ちょっとよろしいですか。

まさに今、奥田先生がおっしゃったようなことというのは、不動産というものが、先ほど柳澤委員がおっしゃったような「勘と度胸と小金」というところの中で実はつくられてきたストックなんですけど、それが生まれ変わって、企業のエンタープライズバリューを評価するのと同じような対象として市場に出てきたと。やっぱり、それをさらに促進するに当たって投資資金というものを後ろ盾にしながら、いかにしてこれから履歴のある、しかも統一した項目での履歴のある、投資適格な不動産というのを再生産して行って、それを平和裏にJリート市場にいかにして順番に引き渡していくのかという、そういうプロセスというかシステムというか、それを担う産業もどうやって育成して拡大させていくか。それが最終的には国の競争力というところにもつながるし、土地の有効利用にもつながるし、まさにそういうウィン・ウィン（WinWin 参加者みんなが得をする）のシチュエーションであると思うんですよね。そのための今のプロセスであるのかなと思う。そういうことを我々はこれまで議論してきたのかなという感じがいたします。

【前川委員長】 時間が少し経過しちゃったんですけども、ほかにご意見は、よろしいでしょうか。

各委員からかなり貴重な意見をいただいたと思います。各委員のご意見を聞いていると、大方、短期間によくまとめたというお褒めの言葉が多かったような気がいたしますけれども、本日の委員の皆様からいただいたご意見を踏まえて、事務方のほうで最終報告（案）に加筆修正を加えた上で、再度、委員の皆様個別に紹介させていただき、その結果を踏まえて、清水委員長代理と相談の上、私の方で取りまとめをすることにしたいと思います。取りまとめの期日は、本最終報告につきましては7月5日に国土審議会の土地政策分科会の企画部会において私より報告することになっている関係上、7月初旬を予定しております。

なお、本日ご欠席の福原委員からはこのような取りまとめの形で、事前に了承をいただいております。

取りまとめについては、このような方法で行いたいと思いますけれども、ご一任いただけるでしょうか。

〔「異議なし」の声あり〕

【前川委員長】 どうもありがとうございました。

それでは、取りまとめ作業について、事務局にそのように指示することにいたします。

本日で小委員会は最後となりますので、ここで国土交通省の土地・水資源局長より一言ごあいさつ申し上げたいとのことでございますので、阿部局長、よろしく願いいたします。

【阿部土地・水資源局長】 この小委員会の閉会に当たりまして、一言御礼のごあいさつを申し上げたいと思います。

ほんとうに、昨年の10月からいろいろな論点につきまして、熱心にご示唆いただきまして、約6カ月、計6回でございましたが、大変活発なご審議をいただきまして厚く御礼申し上げます。

本日の議論を聞いていてちょっと思ったんですけれども、私どももこれを始めるに当たってどういうスタンスでやるかというのを考えたわけです。この絡みというのは当然金融庁もありますし、国土交通省の中でも不動産課のほうで別途またいろいろな業行政という観点からやっています。そういう観点から、私どもも自分たちにやっぱり規律を課して、自分たちの所管の中でどういう視点で切り分けていくかということで考えたものですから、確かにご指摘のあるように鑑定評価が過剰に評価され過ぎたというのは、鑑定というのは私どもの業務の中だということでございます。従って、そういう情報提供とか、そういう中から一体何ができるかと。その他いろいろなアイデアを出そうということでやっていたんですが、担当のものがやっているうちにだんだんおもしろくなりまして、いろいろな論点がたくさん出てきて、きょうも確かに皆様いろいろな褒めの言葉をいただいたんですが、実際は中長期的な課題、思いつきの課題とか、それから当面すぐにやるべきことと、そういうのがかなり同列にいろいろな議論がなっています。ただ、そういうことをあまり考えずに自由に議論した結果、こんなふうにまとめさせていただきました。また、その間におきましては、決してこれは私たちだけのアイデアではなくて、先生方のアイデアとか、それからデータもたくさんいただきまして、こんなふうにとまとめたわけでござい

ます。この不動産投資市場というのは今後の我が国のいろいろな意味での内需の拡大、それから国民の生活の豊かさを実現する意味でも重要なものだと思っております。ただ、最近非常に職業倫理とか専門性の問題でいろいろな事例が出てきて、報道も出てきております。それにまた国会でも私どもまで、それこそ不動産鑑定のお金はどうなっているんだというので、財政金融委員会で答弁もさせられましたが、そんなような状況になっていて、市場全体の信頼性というのはすごく重要だと思っております。ちょっとそういうことがあると、もうすぐにリートの値段も下がったりと。ですから、逆に今回いろいろご議論いただきました中で、ほんとうにこのトランスペアレンシーということをきちっと政策としてもやっていくんだということを表明すること自体が、市場の信頼性の回復ということにもつながっていくと思っておりますので、ぜひ今後ともご協力いただきたいと思います。

最初、業界のほうからもコンセンサス形成をめぐるいろいろな議論が出るんじゃないかと心配したわけです。インデックスの問題にしても何にしても。何しろ、なるべくならば役所のほうは余計なことを言わないでほしいというのが、これは業界の本音だと思いますけれども、そういう中で、委員の方々には業界のコンセンサス形成につきましても、ご協力を賜りましてほんとうにありがたかったと思っております。今後、これらの対策の着実な実行に向けまして、不動産鑑定評価部会という、分科会の下の部会等で専門的に詰めて、できることから早急にやっていきたいと思っております。私どもの答弁の中でも、この間のＪＰモルガンの事件の中で、そういう答弁を求められましたので、そんなことを言っております。その中で先生方のご協力も引き続きとらなきゃいけないこともあろうかと思っております。ぜひ今回の委員会に懲りずに、今後ともまたいろいろご指導、ご鞭撻を賜りたいと思っております。ほんとうにありがとうございました。

【前川委員長】 ありがとうございました。

最後に、事務局から今後についてご連絡があるということですので、よろしく願いいたします。

【赤松専門官】 それでは、事務局から今後についてのご案内をさせていただきます。先ほど前川委員長と局長から紹介させていただきましたとおり、この最終報告につきましても委員長と相談させていただきました取りまとめさせていただいた後に、7月の初めに公表させていただきたいと考えております。その後、7月5日の国土審議会の土地政策分科会企画部会におきまして、前川委員長よりご報告いただきたいと思います。

あと、この最終報告につきましては、委員の皆様から今後の具体化についてのご指摘な



どもいただいておりますが、そこにつきましても、今しがた局長の方からごあいさつさせていただきましたとおり、不動産鑑定評価部会というものを国土審議会の土地政策分科会の下に設けてそこなどでご審議いただくような方向で準備を進めてまいりたいと思っておりますので、こちらに当たりましても、どうぞご了解とご協力をお願いしたいと思っております。

以上、事務局から今後について説明させていただきました。

【前川委員長】 ありがとうございます。

今の事務局からの連絡事項について、何かご質問ございますか。

では、ありがとうございます。それでは、予定されている議事は以上でございますので、本日の議事はこれで終了させていただきたいと思いますが、委員の皆様にはこれまでの本小委員会の運営にご協力いただきまして、誠にありがとうございました。

それでは、議事の進行を事務局にお返しいたします。

【赤松専門官】 それでは、以上をもちまして、本日の予定はすべて終了いたしました。

また、本日をもちまして本委員会の審議も一通り終了となりました。委員の皆様におかれましては貴重なご意見を賜り、また、熱心にご議論いただきまして、誠にありがとうございました。

また、これまでの審議会運営に係る事務局の不便を深くお詫び申し上げますとともに、取りまとめにご尽力いただきました前川委員長はじめ委員の皆様方のご尽力に改めて御礼申し上げます。どうもありがとうございました。

了