

国土審議会土地政策分科会企画部会 第1回不動産投資市場検討小委員会

日時：平成17年10月24日（月）

9：58～12：00

場所：国土交通省 共用会議室1

（中央合同庁舎第2号館）

開会 午前9時58分

1. 開 会

藤井土地市場企画室長 それでは、10時からの会議でありますけれども、御出席の皆様方おそろいになりましたので、少し早目でございますが、始めさせていただきます。ただいまから、国土審議会土地政策分科会企画部会第1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ましてまことにありがとうございます。事務局を務めさせていただきます国土交通省土地・水資源局土地政策課土地市場企画室長の藤井でございます。よろしくお願いいたします。

資 料 確 認

藤井土地市場企画室長 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たいと思います。

上から順番に、まず議事次第でございます。それから座席表、委員名簿、配付資料一覧、さらに配付資料、資料1～7までということで、お配りさせていただいております。足りない資料がございましたら、事務局の方に言っていただければと思います。よろしいでしょうか。

出 席 者 紹 介

藤井土地市場企画室長 それでは、本日は第1回目の委員会ということでございますので、冒頭に委員の皆様方を御紹介させていただきます。お手元の委員名簿の記載順で御紹介をいたします。

まずモルガンスタンレー証券会社証券化商品部マネージングディレクターでいらっしゃいます赤井委員でございます。

緒方不動産鑑定事務所取締役でいらっしゃいます、不動産鑑定士の奥田委員でございます。

引き続きまして麗澤大学国際経済学部助教授でいらっしゃいます清水委員でございます。

続きまして、牛島総合法律事務所の弁護士でいらっしゃいます田村委員でございます。

続きまして、三菱UFJ信託銀行不動産コンサルティング部部長でいらっしゃいます野田委員でございます。

続きまして、清水建設株式会社投資開発本部副本部長でいらっしゃいます福原委員でございます。

続きまして、明海大学不動産学部教授でいらっしゃいます前川委員でございます。

続きまして、社団法人不動産証券化協会専務理事でいらっしゃいます巻島委員でございます。

そして、三菱地所株式会社常務執行役員経営企画部長でいらっしゃいます柳澤委員でございます。

以上、9名の委員の方々に本日の審議は進めさせていただきたいと思っております。よろしくお願いたします。

なお、委員につきましては、このほかに大阪ガス株式会社財務部財務ソリューションチームシニアスタッフの石田委員並びに神奈川大学経済学部教授の森泉委員が任命されておりますが、本日は所用のため御欠席というふうに連絡を受けております。

引き続きまして、国土交通省側の出席者も御紹介させていただきます。

まず土地・水資源局長の阿部でございます。

続きまして、同じく次長の日尾野でございます。

同じく総務課長の有木でございます。

土地政策課長の服部でございます。

土地情報課長の太田でございます。

土地利用調整課長の中村でございます。

地価調査課長の岩本でございます。

国土調査課長の本間でございます。

地価調査課地価公示室長の河合でございます。

また、総合政策局より不動産課の方々にも出席をいただいております。

まず不動産課長の松脇でございます。

不動産課不動産投資市場整備室長の石塚でございます。

よろしく願いいたします。

主催者あいさつ

藤井土地市場企画室長 それでは、議事に先立ちまして、土地・水資源局長の阿部よりごあいさつを申し上げたいと思います。

阿部土地・水資源局長 国土審議会土地政策分科会第1回不動産投資市場検討小委員会の開催に当たりまして、一言ごあいさつ申し上げます。

委員の皆様方におかれましては、国土交通行政の推進に当たり、日ごろより並々ならぬ御理解と御協力を賜り、厚く御礼申し上げます。

さて、土地政策につきましては、バブル崩壊を経て今日に至るまで、土地に対する国民意識の変化など、土地をめぐる情勢は大きく変化いたしてきております。このため、これらの変化に的確に対応できるよう、土地政策についてもこれまでの施策の総点検を行い、新たな経済社会に対応した再構築が必要とされております。

このような観点から、この国土審議会土地政策分科会企画部会において、平成16年10月から1年余をかけまして土地政策全般についての検証を行っていただき、先般「土地政策の再構築」と題した報告書を取りまとめていただいたところでございます。この報告書の中では、ニュータウンの再生、定期借地制度の改善など広範な提言がなされておりますが、特に今後さらに検討を加えていくべき課題といたしまして、不動産投資市場の環境整備のあり方、あるいは低・未利用地、遊休地の管理の問題に対応するための土地利用のあり方が掲げられております。このようなことから、これらの問題を専門的、集中的に御審議いただくため、それぞれについて小委員会を設置し、検討していただくこととし、不動産投資市場問題につきましては本小委員会での御議論をいただくこととした次第でございます。

一方、不動産投資市場問題は、土地政策の観点のみならず、不動産の産業行政とも密接に関連しており、特に投資家保護の観点からの検討も必要とされております。このため、建設関連産業施策を所管する社会資本整備審議会産業分科会においても不動産部会を設置し、不動産証券化問題について検討することになっております。同部会は本日午後1時に立ち上げることになっておりまして、その部会とも連携をとりながら、不動産投資市場のあり方を検討させていただくこととしております。

このような状況の中で、本小委員会におかれましては、主として土地政策の観点から、不動産投資市場のあり方について専門的な見地から御議論いただければと考えております。土地政策の基本的な役割は、土地という公共の利害に係る特性を有するこの財につきまして、質の高い国民生活の実現、国民経済の持続的な発展に資するよう、自然的、社会的、経済的及び文化的諸条件に応じた適正な利用を確保することによりまして、都市や町、住生活、産業活動の基盤となる良好な国富を形成することであります。不動産証券化の進展は、稼動していない不動産を動かしていく、稼動化ということが進展いたしております。土地を利用すべきものに適切に資源配分がなされるとともに、適切なキャッシュフローを目指すことを目的とした不動産経営が進展することから、土地政策の目標でございます適正な土地利用の確保、あるいは正常な需給関係、適正な地価の形成、こういったことが図られることによりまして、良好な国富の形成にも資するものと考えております。

しかしながら、最近の不動産投資市場への急激な資金流入が進む中で、一部には市場の過熱傾向を懸念する声も聞かれるところであることから、今後のあるべき姿を早急に検討する必要があると考えております。委員の皆様方におかれましては、本内容について忌憚ない御意見をいただければ幸いに存じます。

国土交通省といたしましては、皆様方からの御意見を踏まえ、土地というかけがいのない資源の有効利用に向けて、一層の施策の展開を図ってまいりたい所存でございます。委員の皆様方におかれましては、今後の土地施策を初めとする国土交通行政の推進に当たりまして、一層の御指導、御鞭撻を賜りますようお願い申し上げまして、ごあいさつとさせていただきます。ありがとうございました。

藤井土地市場企画室長 ありがとうございます。

2 . 議 事

藤井土地市場企画室長 それでは、続きまして議事に入りたいと思います。

(1) 委員長の選任

藤井土地市場企画室長 まず議事の(1) 委員長の選任でございます。委員長の選任

につきましては、委員の皆様方に互選していただくということになっておりますが、何か御提案がございましたらお願いしたいと思います。

巻島委員 前川委員にお願いしてはいかがかと考えます。御提案申し上げます。

藤井土地市場企画室長 ただいま前川委員を委員長にという御提案がございましたが、いかがでしょうか。

(「異議なし」と呼ぶ者あり)

藤井土地市場企画室長 それでは、前川委員に委員長をお願いするというので、今後の議事進行は委員長の方をお願いをしたいと思います。よろしくお願いいたします。

前川委員長 ただいま御推挙によりまして小委員会の委員長に選任されました前川でございます。重責ではございますが、皆様の御協力を賜りながら、小委員会の円滑な運営に全力を尽くしてまいりたいと思いますので、よろしくお願いいたします。

それでは、お手元の議事次第に従いまして議事を進行させていただきたいと思いますが、本委員会の運営につきましては、お手元の資料1、2にございます、本委員会の設置の根拠及び設置要綱に基づいて行ってまいりたいと思いますので、よろしくお願いいたします。

(2) 委員長代理の選任

前川委員長 それでは、本日の議事に入らせていただきますけれども、まず初めに議事の(2)でございます。委員長代理の選任をさせていただきたいと思います。委員長代理の選任につきましては、委員長の指名ということになっておりますので、まことに恐縮ではございますけれども、清水委員に委員長代理をお願いしたいと思いますので、よろしくお願いいたします。清水委員、よろしくお願いいたします。

清水委員長代理 よろしくお願いいたします。

議事公開の扱いについて

前川委員長 では続きまして、次の議題に入りたいと思いますが、その前に小委員会の議事の公開の扱いについて、事務局から説明をお願いいたします。

藤井土地市場企画室長 御説明させていただきます。本委員会に関する議事の公開に

つきましては、本小委員会の親部会であります企画部会と同様に扱うというのが原則でございます。その原則に従いまして、会議の方は非公開とさせていただきたいと思っております。ただし、報道機関は傍聴可能ということにさせていただきたいと思っております。また、議事録につきましても、発言者も含めて公表を行うということにさせていただきたいと思っております。よろしくお願ひいたします。

前川委員長 ありがとうございます。

(3) 不動産投資市場検討小委員会設置の経緯について

前川委員長 それでは、議事(3)に入りたいと思ひます。「不動産投資市場検討小委員会設置の経緯について」ということですが、事務局から説明をお願ひいたします。よろしくお願ひいたします。

藤井土地市場企画室長 それでは、お手元の資料3に基づきまして、経緯につきまして御説明をさせていただきます。

まず資料3をご覧くださいますと、「国土審議会土地政策分科会企画部会における審議経過」というところを見ていただければと思ひます。平成16年10月から企画部会における審議ということを行ってきております。これは、バブル崩壊後いろんな土地政策の変化がございまして、その後デフレの克服に向けてさまざまな施策を続けてきたということではありますが、そういう中で都市再生も一定程度進展をして、地価の、一部ではありますけれども、下げ止まり傾向も鮮明になってきている、そのようないろいろな変化がございまして、こうした変化を受けて、これまでの施策を検証して新たな経済社会に対応した土地政策の再構築に向けた検討が必要ということとされたところでございませう。

これを受けまして、平成16年10月から企画部会を6回開催してございまして、資料を1枚めくっていただきますと、「企画部会の開催状況」というものが書かれておりますが、こういう形で6回の議論を重ねてきたところでございませう。

また1枚目に戻っていただきまして、そういう中で最終的な報告というのを平成17年6月の企画部会で「土地政策の再構築」と題した報告書を取りまとめて、パブリックコメントを経まして、先日の20日に報告書を公表させていただいております。報告書は、その後の資料4-1、4-2というものでございませう。4-1の方に、パワーポイ

ントの資料がございますが、そこに報告書の概要がまとめてございます。この報告書の中では、再構築の基本的な考え方ということで、環境など多面的な効用を総合的に考慮した適正な土地利用の実現、土地利用の円滑な再編・再生に資する透明で効率的な土地市場の形成ということで、質の高い国民生活と持続的な経済成長の基盤となる土地ストックの円滑な再編・再生が必要だということで、個別的な政策ということで三つの政策が必要だということが提言されております。

一つ目は「持続可能な社会の基盤となる適正な土地利用の推進」ということで、その中で一番下書いております、低・未利用地について、コミュニティなどで管理する仕組みが必要である、ということが提言をされております。

それから二つ目に、「土地利用の円滑な再編・再生に資する土地市場の条件整備」という中で、不動産投資市場の環境整備が必要であるということが提言をされております。

あわせて、右側のところで「宅地供給施策の見直し」ということが提言をされているということでございます。

先ほどの資料3の方に戻っていただきますと、その一番下の方の「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の設置」というところでございますが、先ほど御説明いたしました土地政策の再構築という中で、不動産投資市場の環境整備というものが、今後行うべき施策の一つとして位置づけられたところでございます。これを受けまして、本日の小委員会を開催させていただくということを企画部会で決定をしたということでございます。

小委員会の開催につきましては、資料3の、2枚めくっていただきますと、(別添2)という資料がございます。(別添2)の中に「不動産投資市場検討小委員会について」というものを書いたものがございます。この中で、四つのことについて検討をするということで小委員会を開催するということにさせていただいております。

検討課題は、というところでございますけれども、まず1点目が「土地政策の観点からの不動産投資市場の検証」ということでございます。2点目が「不動産投資市場の裾野を広げるための環境整備」ということでございます。3点目が「不動産投資市場における価格等の情報開示のあり方」ということで、ここは特に鑑定の問題等そういう問題を取り扱うということにさせていただいております。4点目が「不動産投資市場の将来方向」ということで、国際的な動向も踏まえまして、将来のあるべき姿を検証するというので、四つのことを検証していただきたいと考えております。

この中で、特に第1番目の「土地政策の観点からの不動産投資市場の検証」という問題につきましては、できますれば年内に中間的な取りまとめをさせていただいて、先ほど冒頭お話ししました不動産部会の方とも連携をして、中間的な取りまとめをさせていただきたいということでございます。

また1枚目に戻っていただきまして、資料3の最後でございますが、先ほども少し御紹介がありましたが、「なお」と書いてあるところでございますけれども、「不動産投資市場のあり方の検討については、土地政策の観点のみならず、不動産行政の観点からも検討を行う必要がある」ということで、社会資本整備審議会産業分科会に不動産部会が設置されることとなっております。本小委員会の方は、この不動産部会とも連携をして検討を行うということにさせていただいているというところでございます。

以上でございます。

前川委員長 ありがとうございます。それでは、ただいまの事務局からの説明に対して御質問等はございますでしょうか。よろしいでしょうか。

(4) 土地政策の観点からの不動産投資市場の検証について

前川委員長 それでは、議事(4)に入りたいと思います。議事(4)の「土地政策の観点からの不動産投資市場の検証について」ということについて議論をしていきたいと思っています。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っています。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、お手元の資料6という、少し分厚い資料で恐縮ですが、ご覧いただきたいと思います。

まず1枚目をめくっていただきまして、土地政策からの不動産投資市場の検証ということでございますが、「検証に当たっての視点」というものを1枚目にまとめてございます。検証の前提ということで書かせていただいておりますが、まず土地政策の目的というものでございますのが、これは土地基本法第1条に規定しているものを引用してございますけれども、一つの目的は適正な土地利用の確保ということでございます。もう一つは、正常な需給関係・適正な地価の形成、この二つが土地政策の大きな二本柱ということになってございます。

そういう中で、不動産の存在意義でございますが、都市や街の基本要素であり、住生

活の基盤であり、産業活動の基礎的条件である、国富として健全に維持発展させていかなければいけないものだという、こういう目的に従って発展させていくということから、まず検証の前提といたしまして、検証の目的、観点ということでまとめてございますが、目的は不動産投資市場が果たしてきた役割を検証して、今後のあるべき方向を明らかにするというところでございます。

そのときに、土地政策の目的である適正な土地利用の確保、正常な需給関係・適正な地価の形成という観点から検証を見ていくということでございますが、まず適正な土地利用の確保というところでいきますと、適正な土地利用というのは土地の効用を最大に発揮することで実現されるものだという、まず基本的な考え方がございます。土地の効用を最大に発揮するということと言いますと、まず不稼動不動産が稼動化していく、あるいは所有と利用の分離を前提として、利用すべき者に適切に資源配分がなされるということがございますし、さらには効用の最大発揮ということから言いますと、適切なキャッシュフローが生み出されていくということも、非常に重要なポイントでございます。そのためには、のところにございますが、健全な維持・管理、着実な質向上、ひいては都市再生などにつながる新たな価値創造というものにつながるような環境整備ということをするためには、どういうことが課題なのかということを検証するというところではないかということで、整理をさせていただいています。

それから、右側の正常な需給関係・適正な地価の形成ということでございますが、バブル期には投機的な土地取引の抑制ということが最重要課題ということだったわけですが、バブル後はむしろ持続可能な資金の安定的流入というのが重要課題となってきたということだと思います。そういう中で、そういう持続可能な資金の安定流入ということを実現するような環境整備ということはどうあるべきなのか、ということを検討するとともに、のところにございますが、近時の不動産への急激な資金流入で過熱傾向というものを心配するということもございますので、不動産投資市場における価格形成の問題についても検証していくということでございます。

1枚めくっていただきまして、まず「第1部」ということでございます。「第1部」は、これまでの土地政策の問題ということ、これまでの土地政策の流れということを見まして、その中で土地政策を検証するというところでございます。3ページをご覧くださいますと、バブルが発生して、その後の崩壊という流れの中で、土地政策のいろんな政策がどういうふうに行われてきたのか、そしてどういう中で証券化ということが出てきた

のかというところを、一つの表にまとめてございます。

バブルは、80年代の後半から起こったわけですが、都心でのビル需給事情の背景ということで、地価が高騰したきっかけになっているということが言われておりますが、一番大きい問題はやはりプラザ合意、あるいはその後の公定歩合の引き下げという中で、過剰流動性があったということが言われています。その過剰流動性の背景としまして、それが土地担保融資という形で不動産に大量に流れていった。その中で地価が高騰したということでございまして、その地価の高騰というのがこれは非常に問題だということで、象徴的には平成2年に不動産向けの総量規制ということがあって、土地税制とかそういうふうな対策もあわせて、平成3年をピークに土地バブルは崩壊し、地価下落をするということになっております。

その地価が下落ということになりまして、その結果、土地担保融資ということになっていたものですから、地価の下落は同時に不良債権の発生という問題を引き起こしたということでございます。これは、バブルの崩壊で問題だということで、平成6年に総量規制は廃止されておりました、その後も税制を緩和するという措置が次々と打たれたわけではありますが、しかし地価の下落というのはとまらずにどんどん下がっていく。それは、結局不良債権処理をしなければいけない。不良債権処理をするとなると、どうしても土地の買い手が必要になる。ところがその土地の買い手は、金融が病んでいるために、既存の金融システムの中からは現れずということになりまして、そうすると結局地価が下がっていく。引き続き不良債権問題が拡大してくるというふうな悪循環を繰り返し、結果、買い手があられずという状態がずっと続いたわけでございます。

そういう中で、土地の買い手が現れないということで、例えば平成6年に民間都市開発推進機構による土地取得業務を開始するという形で、買い手をつくるということをやったわけですが、ずっと地価は下がり続けまして、そういう中で9年、10年に大手の金融機関の破綻という問題が発生をいたしまして、非常に大きな問題になりました。

こういうことの中で、証券化というものがクローズアップされてきてまして、98年(平成10年)に、まず外資によります日本のバルク買いということが起こりまして、これを契機として証券化というのがグッと広がってきた。その同じ98年のときに、SPC法あるいは債権譲渡特例法というふうな法制度面の整備も行われまして、そこを一つのスタートとして、証券化による買いがマーケットの中に入ってきたということがございます。

これが平成12年に、さらに投信法、Jリートの解禁、それから資産流動化法が制定をされまして、基本的なインフラができ始め、平成13年にJリートが上場するという形の中で、一定の流動化が進展し始めたという流れでございます。

4ページをめくっていただきますと、先ほどお話をした例えば民間都市開発推進機構による土地取得業務の関係でございます。右の上の方に取得した物件のグラフがございますが、平成12年から本格的にいろんなリートとかそういうものが出てきているという形でいきますと、それまでの間に大体9,000億ほど民間都市開発推進機構が土地を取得してございます。9,000億というイメージを持っていただくために、参考の真ん中のところに、例えば外資が買ったと言われておりますバルクセールで買ったところが、98年6月までの10カ月で、簿価ベースで4兆円と言われております。4兆円という数字を実額で考えますと、例えば2割と考えれば大体8,000億という規模でありまして、それ上回る規模の民間都市開発推進機構が取得をしたということで、そういう意味では一定の役割を果たしたのではないかとと思われるのですが、しかしこれでは問題の解決にならなかった。なぜならば、市場のメカニズムの中での買いということになってなかったということでございます。

5ページを見ていただきますと、そういう中で証券化が出てきた。証券化の最大の効果というのは、既存の金融システムということから切り離されて、不動産の買い手として機能した。証券化によって、初めて土地市場の自律的な回復というのが可能になったということではないかと思えます。5ページの右のグラフにございますが、今日では例えば一部上場企業で売却している土地の約7割は証券化関連が取得をしているという形で、大きなウエートを占めているということでございます。

6ページをめくっていただきますと、そういう中で地価の下落という傾向にも一定の歯止めがかかってきたということございまして、6ページの図はJリートの取得物件の位置の半径1km以内にある公示ポイントが上昇ポイントなのか下落ポイントなのかということの色で分けたものでございます。赤いところは、半径1km以内にある公示ポイントが上昇ポイントになっているということございまして、地価の下げ止まりということとリートというものが非常に相関関係があるということが見てとれるということでございます。

7ページをめくっていただきますと、7ページの左上のグラフでございますが、これは信託受益権の登記件数と、その地価の公示ポイントの上昇ポイント数というものをグ

ラフで都道府県別に同じグラフにかいたものでございます。これを見ていただきますと、例えばYK・TKというものが100%信託受益権ということになっておりますけれども、信託受益権の件数が多いところは上昇ポイント数も多いという形で、地価の下げ止まりに大きく貢献しているということが見てとれるということでございます。

それから8ページをめくっていただきますと、そういう中で、一方で地価の下落が下げ止まるということだけではなくて、いろんな不稼動不動産を稼動化するというところに、証券化は大きく寄与してきたということが言えるのではないのでしょうか。その背景というのは、リスクの小口化、リスクの区分けによるリスクのトランシングということで、買いに入らなかったものが買いに入るということが可能になりまして、例えば工場跡地、工場の遊休地の活用といったところに証券化が寄与する。ここでは、Jリートの中のフロンティア不動産投資という日本たばこの関連のものを例に挙げておりますが、日本たばこの、一番下に書いてございますパイプライン契約ということで、JTが閉鎖工場、工場計画、工場をどんどんどんどん閉鎖をしていきます。その閉鎖工場の跡地を開発計画と連携して、これを転換していくということで、具体的に8ページの右側のところでございますが、これは「ジョイフルタウン岡山」と書いてありますが、岡山駅と岡山市役所のちょうど真ん中のところに大きなJTの閉鎖工場がございました。この閉鎖工場をなかなか土地利用転換できないということで、滞っていたというわけでございますが、これをリートというものを使いまして、ショッピングセンターとアミューズメントパークという形で転換をして、駅の方から市役所通りというところの周辺の立地とかいろんな活性化にものすごい大きなインパクトを与えたというものでございます。

9ページを見ていただきますと、単に利用、転換するだけではなくて、不動産経営の効率化というものをもたらした側面があるのではないかとということで、9ページの右側のところにリートと都心の一般的なビルの稼働率の平均値というものを書いております。リートの方が稼働率が高いという形になっております。ただ、これは単純には言えませんが、リートがそもそも稼働率のいい物件を取得している。それから、リートの場合は稼働率が公開されるものですから、どうしても稼働率を投資家向けに高く見せたいということで、賃料を引き下げてでも稼働率を確保するという傾向があるというところがこういうところにもあらわれているという考え方もあるわけですが、ただ例えばいろんな実態をヒアリングしているもので聞きますと、その結果、周りのビルのオーナーも競争をしなければいけないということで、リニューアルを前倒しをすとか、いろいろ維

持管理の意識が向上するということがございまして、オフィスビル市場全体の競争というのが活性化していくというところで、価値増進につながっている部分があるということとでございます。

10ページをおめくりいただきますと、こういう証券化が進んだことによりまして、今まで見えてこなかったいろんな不動産のデータが開示をされるということが進みました。ビルの賃料、それだけではなくて例えば鑑定価格はどうだったのかとか、アスベストがどうのこうのという情報まで開示をされるということになってきております。これは非常に大きな効果ではなかったかということとでございます。

11ページをご覧くださいますと、価格の決定の仕方というものが収益還元ということになりまして、利回りとの関係で、相対関係で投資が決まっていくということが定着をしてきております。そうなりますと、それが結果的には価格のスタビライザー機能というものに働く可能性があるということで、数式を書いておりますのは、内部収益率の計算式を書いただけのものでございますけれども、例えば青いところで価格が上昇するということになりますと、結果として内部収益率が下がることになりまして、他の商品との比較で、あるどこかの段階で資金流入がとまることになりまして、地価の高騰に歯止めがかかる。逆に、赤いところで地価が下がるということになりますと、内部収益率が上がりまして、結果として相対的に利回りがよくなって、資金が流入して、地価の下落に歯止めをかけるということで、概念的にはこういうふうなスタビライザー機能が働くということだろうと思います。これは私どもの適正地価を形成するという目的からしますと、非常に大きな意味があるということとでございます。ただ、これがきちっと作動するかどうかというのは、今日までの段階まだ明確に立証されておりませんので、ここは一つの課題ということだろうと思います。

そういうところをまとめさせていただいたのが、12ページでございまして、ここに、これまで御説明させていただいたところを一つのものでまとめております。まず、証券化が進んでリスクを区分けして、不動産投資が容易化になって、既存の金融システムと切り離された投資が可能となって、右側の資産デフレの歯止めというところにきいてきて、これは適正な地価の形成に大きく役に立った。それから、その結果、また左の方にありますけれども、不稼動不動産の稼動化が可能となり、真ん中にございます不動産経営の効率化にも資した。それから、右の真ん中にございますが、不動産市場の透明化が図られて、これがまた適正な地価の形成にも役立つ。さらには一番右側にあります価格

のスタビライザー機能ということがございますが、これは大きく寄与するはずなのですが、まだ検証されていないという意味で、ここを点線としているのはそういう意味でございます。

引き続きまして、「第2部」ということで、こういうふうに関連してきた不動産投資市場が、現況はどうなっているのか、その現況の中での問題点は何なのか、その上での課題はどうかということ整理したものが、「第2部」でございます。

まず14ページをめくっていただきますと、不動産投資市場は累計で20兆円という形で急激に伸びているということでございますが、15ページをご覧いただきたいと思えます。まず大きなその中での変化ということで、日本の金融の資金循環の中に大きく組み込まれつつあるということが、一つのまず変化だろうと思っております。これまでの単なる資金調達手段の一つということではなくて、資金循環の中の一つに形成されているということを見てみたのが、15ページの図でございます。この15ページの図の一番左側は、実物の不動産市場ということで、2,000兆から2,500兆あると言われておりまして、その中の収益不動産60兆から70兆ある。その中に証券化関連不動産20兆というものが位置づけられているということでございます。

真ん中は、それに対しまして金融資産というものがどうなっているかということ、これは日本銀行の資金循環統計からまとめたものでございます。日本の金融資産全体で5,900兆あるというふうに言われております。金融資産の内訳は、現金・預金が1,250兆、それから投資対象的資産という意味で、株、公社債、それから投資信託等のオルタナティブ的な投資と、あとその他貸付とか保険とかそういうものという形で大きく分類をすると、こんな感じになっておりまして、その中で不動産証券化関係の資産というものは、金融資産の5,900兆の中でいきますと、この投資信託受益権証券、信託受益権、債権流動化関連商品等、「等」というのはこれは抵当証券なのですが、その中のところに含まれている。139兆というものに含まれているということでございます。ちなみにちょっと注をつけておりますが、「リート」は信託受益権証券の66兆の中に入っております。それから匿名組合出資、あるいはTMKの証券、それからABSというふうなものは、債券流動化関連商品30兆の中の内訳という形になってございます。

その投資の資産を一体だれが出しているのかというプレイヤーを見たものが、一番右側のところでございます。これはいろんな整理の仕方があり得ると思えますが、ここではわかりやすくするために、政府とか例えば公的年金みたいなところは外して抜いてお

ります。一番大きいプレーヤーは家計ということになりまして、1,400兆ございまして、その1,400兆のうちの51兆が、先ほどの139兆のところの流れている、こういう形でございます。それから民間の非金融機関の法人の機関投資家以外というのが66兆、そのうちの30兆が流れている。それから、機関投資家関係は、年金98兆、保険365兆とこういうふうにございまして、それぞれ3兆、15兆ずつ流れておりますということでございます。それから資産の受け入れ側でもあり同時に、貸し付け側というところにもなっている銀行等というところから24兆流れていっていると、こういう構図でございます。

こういう全体の資金循環を見ますと、特徴としては大きく三つのことが言えるのではないかと考えております。一つ目は、こういう大きな資金循環の中の一部に組み込まれつつあるということが見えるということでございます。二つ目は、そう言いましても、資金循環の中で完全に飲み込まれているのかということと言うと、実は全体のマーケットの中では一部分であるということございまして、実際にどういう金額になっているかというところは、20兆と真ん中のところから左に行くところ、ここの数字は公表データがないわけなのですが、例えば20兆のうちローントゥーバリュー、借入率を例えば6割と考えると、エクイティが8兆という形になりまして、大体CMB5が3兆と言われておりますので、右から左に流れているところは8兆、3兆とこういう形で、ノンリコースローンが9兆、こういう形なわけですが、それにしましても不動産投資市場2,500兆全体、あるいは金融資産の5,900兆というところから比べますと、非常に細いパイプである。金融の論理、それから不動産の実物の資源配分というところとそういうものとの関連、整合性という問題が出てくるというのが、二つ目の特徴でございます。

三つ目の特徴は、プレーヤーの方で資金がどんどん不動産に入ってきていると言われておりますが、その資金の入り方は実はやはりまだ小さなものであるということございまして、例えば非常に大きな家計というところがございまして、家計は大部分大きなところは現金・預金の方に流れているということございまして、780兆という形になっております。その10分の1にも満たないところ、さらにその中の10分の1とか、そういうオーダーが証券化に流れていくということでございます。年金につきましても、全体の中で流れてくるのはわずかであるということになっているという状況が見てとれるということでございます。

16ページ以下は、いずれにしても資金循環の中に組み込まれているその中身を、どういう形で組み込まれてきているのかというところをまず見たものでございます。投資家サイド側で見た変化ということでいきますと、いろんな国債の利回りが下がっていくということの中で償還が出てくる。あるいは普通社債ということ、優良企業の方が有利子負債の削減努力という形で、どんどん次々縮小していくということの中で、そこに向かっていた資金が余ってしまって、そこが不動産の方に流れていくということがまず投資家サイドのニーズとして、第1の変化がでございます。

それから、17ページをご覧くださいますと、年金サイドの変化ということがございます。年金基金の状況が左のところに書いてありますが、企業年金の財政悪化ということが起こっておりまして、収益状況が低迷する利差損、高齢化が進展しまして悪化するという意味での死差損、さらに加入員の減少、こういう問題がありまして、ただでさえ年金財政が悪化しているところに加えまして、「退職給付会計」の導入ということの中で、この年金会計が本体企業の格付に直結してしまうということが出てきております。こういうことを解消するために、年金はどうしても運用、パフォーマンスを上げていかなければいけないということで、これは実は日本国内だけではなくて世界的な動きになっています。世界共通の問題になっておりまして、世界中の年金がこういう形の中でパフォーマンスを上げなければいけないという課題になっている。

そういう課題のお金が、例えば左の図でございますが、カルパスと言われるカルフォルニア州の退職者年金から不動産にお金が流れていく。こういう流れが、世界中の不動産に投資したいという資金が日本の中に入ってきて、今、日本の不動産投資市場を支えている、こういう現状でございます。

ただ、右下のグラフにございますが、我が国の年金の状況で言いますと、先ほどの資金流入フローを見ましたように、非常に少ない投資になっておりまして、実際に投資しているところはごくわずかです。投資している企業の中でも不動産に投資しているのは2.5%という証券化協会さんの調査でございまして、ここが一つの課題にもなっているということでございます。

18ページをご覧くださいますと、一方で事業者サイドの方の変化、ニーズということで、まず大きくは間接金融から直接金融という中で、投資家配当利回り、あるいは社債の格付ということが必要になりまして、ROE、ROAという数字を高めていかなければいけない。そうすると、どうしてもオフバランス経営をある程度していかなければ

いけないというところが、まず1点でございます。

19ページをご覧くださいますと、もっと積極的にいろんな競争に勝ち抜いていくために、大規模集中的な設備投資をしなければいけない。そうすると、非常に優良企業でもファイナンスに一定の制約がございますので、オフバランスでファイナンスをすることが必要になってくるということで、これはショッピングセンターの一つの例でありますけれども、大手のショッピングセンター、1990年、2000年に入る前までは、土地まで含めてオンバランスで全部取得していたわけですが、1990年以降はすべて土地をまず借地にしましてオフバランス化する。さらに進めまして、最近では建物もSPCを使ってオフバランス化していくという形の中で、大規模な集中投資が一挙にできるという形の経営に変わってきているということでございます。こういう投資家、あるいは事業者サイドのニーズが証券化市場を拡大、金融のシステムの中に資金循環の中に組み込んでいくという形になっていくわけですし、この流れは時計の針は逆に戻らないという状況であろうかと思えます。

一方で、今度受け入れ側のファンドの方、不動産投資市場の方の変化がどうなっているかというのを見たのが、20ページ以降でございます。まずプライベートファンドとリートの相互補完的成長ということが起こってきたということでございまして、98年、ファンドの初期の段階にはリートがなかった、上場されていなかったという形の中で、不動産は50年、60年管理をしていかなければいけない。しかし、投資資金は5年、3年で回収をするということになりますと、どうしても出口というものが非常に重要になります。出口の確保ができるかどうかということが大きな課題だったわけですが、そこにリートが登場した。右下にございますが、プライベートファンドは出口の確保が容易になった。一方でリートの方は、物件取得がプライベートファンドの方でできるということで、物件取得が容易になりまして、外部成長が容易になって、お互いがシンクロして成長をするという形で裾野を広げることができたというところでございます。

21ページは、そういう結果の中で、裾野が広がるにつれて投資対象も多様化していく。オフィスに偏っていたものが、オフィスだけではなくて商業施設、住宅、工場、倉庫、ホテルといったものにだんだんだんだん拡大しているということでございますが、22ページを見ていただきますと、例えば拡大といってもまだアメリカの方はもっと多様なものに資金が投入されておりまして、それに比べますと日本のリートはまだ拡大というのは途上期にあるということでございます。

23ページをめくっていただきますと、一方でこういう不動産投資市場全体が拡大していく中で、多様なリスクのものを受け入れることが可能になってきたということでございます。最初はコア物件、非常に安定的な収益が得られる物件が中心だったわけですが、いろんなリスクがとれるようになりまして、バリューアップということを前提にしたオポチュニスティックな物件にも、ファンドのフローの裾野が広がってきたということでございます。

24ページは、その中のそういう多様なリスクがとれるようになったものの究極が開発型証券化ということでございまして、24ページの右側でございますように、開発型証券化も非常に急激な勢いで成長をしております。これは、建設リスクあるいはマーケットリスクというふうに、普通のリスク以上に非常に多様な処理が必要になりますが、ファンド全体の裾野が広がりまして、そういうことを吸収できるようになってきたということでございます。最近例えば、あるプライベートファンドなどの非常に大規模なファンドなどは、4割が開発物件である。開発許可をとった段階で、完成後の停止条件付きの売買契約を結んで物件を取得するというものが出てきているということでございまして、こういう開発物件の比率というところにも、ファンドの広がりというものを可能にしているということだと思います。

25ページに、いろんな形の中のファンドのこういう動きの中で、ビジネスの形、あるいはいろんな商品設計の形が多様なものが出てきておりまして、例えば事業の展開方法でいきますと、従来は不動産事業、オンバランス事業だけでやっていたのを、オンバランス、オフバランスというものを組み合わせて事業を展開するということが一般的になってきております。それからファンド・オブ・ファンズというものが出てきておりまして、リートを見ますと例えばジャパンリアルエステートのリートの値段は、21日現在ですと一口が90万円弱ということになりますので、一般の投資家が投資するにはハードルが少し高いわけではありますが、これがファンド・オブ・ファンズになりますと一口1万円ということになりまして、預金感覚でお金が入られるという形で、個人資金の流入というものにも非常に広がりを持つことができたと言えます。

こういうことを見ますと、26ページを見ていただきますと、全体のことを概念図で「ファンドの森」と形容してまとめてみたものでございますが、気づいてみると、こういう非常に巨大な森が形成されてきているという状況になっているということでございます。当初はプライベートファンドのコア物件が中心であったわけですが、リー

トが出てきて、だんだんオポチュニステックな投資までできて、用途も拡大してきた。さらに、いろんなリスクをとれるようになった結果、これはドングリであらわしておりますけれども、開発案件みたいなものまで吸収できるようになってきた。さらに右側にございますが、ファンド・オブ・ファンズができて小口の資金も集められて、投資家というところの雨といいますか水が流れてくるというのを、大きな巨大な保水力で支えることができた。これが資金循環の中の一形態になってきた、こういうことの意味でもあると思います。それからまた、こういう巨大ないろんなリスクがとれるようになってきたということは、例えば開発案件、都市の改造とか、そういうものに非常に大きな役割が期待できるという状況に変化しているということだと思います。

27ページに、こういうファンドの森というものができたことによりまして、不動産と金融のミスマッチの解消ということが出てくる、可能になってきているというところがございます、どうしても不動産というのは物件の数は限られている。流動性が限られておりますが、一方、資金の方はパッと大量に瞬時に集まるというところがございます。そうすると、どうしても物件を所得するのにどこかで一時抱えておかななくてはいけないという問題が出てきますが、そういったときに例えばウエアハウスという形で言われたりしますが、こういう多様なファンドができることによって、ブリッジ機能というもので一時物件を押えていくことが可能になってくる。

それから投資期間のミスマッチ、ここにございますが、不動産の場合は法定耐用年数、コンクリートのものでいきますと50年ということになっておりますけれども、投資期間は例えば3年～5年ということで、どうしても期間のミスマッチがございます。その期間のミスマッチを多様なファンドができることによって、リレーしていくことによって解消していく、こういうことができるということで大きな意義がある。

28ページ以下は、では、そういう中での問題点を幾つか整理してみたものでございます。こういう形で不動産と金融の融合というものが進む中で、まず一つは不動産の金融商品化に伴っていろんなことが見えにくくなるという問題点があるのではないかといいことを幾つか書いております。例えば不動産固有のリスクということがきちっと開示されて、投資家に反映され、それによりふさわしい資源配分がなされるということが望ましいわけですが、不動産というのは例えば建築基準法に適合しているかどうか、あるいはアスベストの問題、さらに土壤汚染みたいな、そういう固有のリスクがございます。それから、民法の717条で書いておりますが、例えば回転ドアみたいな問題がござい

ましたが、そういう意味での損害賠償の危険、そういうふうないろんなリスクを抱えているわけですし、こういういろいろな固有の情報というものが投資家にきちっと開示されて、それをわかった上で投資家が投資するということになればいいわけですが、どうしても不動産が金融商品という形になりますと、金融というラップに包まれるということで、投資家にとってみるとそれが見えにくいという状況が、まず一つの問題としてあるということでございます。

29ページをめくっていただきますと、特に収益不動産の場合は、きちっと維持管理をして初めてキャッシュフローが出てくるということで、維持管理というのは投資家にとっても非常に重要なわけですが、金融商品のラップがかかるということで、そこが見えにくくなっているということ、シミュレーションで、例で書いたものでございます。

右のようなビルを想定いたしまして、このビルの価格が、どういうふうに収益還元で価格が出てくるのか。その管理の違いが価格にどういうふうに影響するかというのを一つのシミュレーションであらわしたものでございます。簡単にするために、収益還元を直接還元法で価格を計算しておりますが、ケース1というのは、このイメージとして3年間ファンドが持って、3年後にこれを出口で売却するというイメージでございます。そうすると、ケース1のファンドマネージャーは、3年間でどうせ売り抜けるのだから、その3年間の維持修繕は、できるだけ極力最低限のお金をかけようという投資行動をしたという形で、まず建築費の0.25%だけ毎年かける、こういう最低限の維持修繕費、コストのかけ方を前提に運営をする。ケース2の場合は、いや、やはり長期的にきちっと管理をしなければいけないものだからということで、30年間にわたる必要な総額を毎年平準に割り振ってコストとして入れたものでございます。

そういう形で計算をいたしますと、右のところの物件価格というところになってきますが、ケース1の場合は55億という値段がつけられるのに対しまして、ケース2でいきますとコストがかかる部分がありますので47億という形になりまして、14%ほどの価格差が出てくるということでございます。ただ、こういうふうな価格差というのは、投資家の方は利回りを見ますが、統一的な基準というのが、収益還元で何を費用として入れるかということが統一化されてないということがございます。そういうことになると、どうしても管理の良否というのが投資家に見えにくくなるということがございまして、そうするとこれが、適切な管理というものへの資源配分をゆがめるようなことにな

るのではないかとということでございます。

30ページに、不動産が金融商品化していきますと、金融市場の影響というのを非常に受けやすくなっていくということで、ここは現物不動産のファンダメンタルに関係なく金融市場の影響を受けて、それが実物の価格にも影響してしまう、かく乱要因になってしまうおそれもあるということでございます。こういうかく乱要因を避けるためには、できるだけ長期安定的な投資家、安定株主という言い方がありますがけれども、長期安定的な投資家というものができるだけ広がっていくことが必要だということで、おそらく個人や年金基金というのも、そういう意味でも重要な課題になってくるということなのだろうと思います。

31ページにございますが、「良好な都市形成への責任の希薄化」と書かせていただいておりますけれども、例えばビークルの判断というのはどうしても、ストラクチャードファイナンスということになりますと、できるだけビークルが勝手に行動しないようにという形をとることによって、組成、スキームを成り立たせるということですから、どうしてもビークルの判断が硬直的になるという可能性がある。そうしますと、例えば都市やまちづくりといったものに柔軟に対応していかなければいけないということに果たして対応できるのかどうかという問題が出てくるということでございます。都市やまちづくりへの貢献というのは、単に公益的な役割ということ以上に、不動産の場合はその立地特性が価格にはね返ってくるという特性がございます。

例えば32ページを見ていただきますと、いろんなまちづくりをやっている中で、それぞれいろんな地域エリアで努力をされているわけですがけれども、例えば丸の内のところでございますと、一つの例で東京ミレナリオというところでございますが、例えばこういうイベントをやることによって209万人の方が来場される。209万人の方が来場されることは、結局そのテナントの収益ということを通じまして、最終的には投資家の利回りに跳ね返ってくるということで、投資家自身の利益にとっても都市の場合は外部性ということは非常に重要な要因だということであるわけですがけれども、しかしながらこういうところがストラクチャードファイナンスということになりますと硬直的になってきて、きちっとした柔軟な対応ができないのではないかと。こういう問題でございます。

33ページは、先ほどファンドの森という形の非常にいい側面を御紹介したわけですが、一方でファンドの森ということをよくよく見ていきますと、例えばファンド間の中を物件がどんどん移動していくということになりますので、その中での利益相反の問題、

特に価格面での利益相反の問題、あるいは最近リート成りということがいいのかどうかということが少し議論されたりしておりますけれども、例えばプライベートファンドの固有のリスクをリートの方に押しつけるというふうなことにならないかと、こういう利益相反の問題も出てまいります。

それから34ページに、資金循環上の問題ということで、先ほど来お話ししているような、個人や年金の資金の流入がまだ途上にあるという問題もございますし、それから銀行の預貸率が全体的に下がっていて、それが公社債に向かっているということであるわけですが、その公社債の中の一つのリート、ここは非常に小さなウエートではありますが、そのリートの投資物件というのは、どうしても広がりを持ち始めているといっても首都圏に集中しております。そうすると、健全な資金循環ということが達成できるのかどうかという問題があるということでございます。

35ページは、先ほど来から価格の安定化機能が働くということをお話しいたしましたが、ただこれが本当に働くのかどうかということは検証されておられません。特に最近、過熱傾向というふうなことが心配されておりますが、そういう中で健全にこういうスタビライザー機能が働くかどうかということが問題になるわけでございます。こういうことをやる上で、詳しくは御説明を省略いたしますが、きちっとした例えば不動産固有の必要なリスクというものが情報開示をされて、投資家がきちっと判断をしていく。スタビライザー機能が働くためには、そのための測定装置がきちっと、メーターが正常に機能しないといけませんので、そのメーターを見て投資家が判断するという合理的なことができるような情報の基盤というものがあのかどうかというものが非常に重要な問題だろうということでございます。

その次のページは、今ここまで御説明したことの全体をまとめてみて、どういうことがあるのかということまとめてみたものでございます。現状のところでは、先ほどからお話ししているように、単なる資金調達の一手段から資金循環の一セクターになってきたということと、それからその裏腹で、それを受ける側でファンドの森が形成されて、より多様でいろんなリスクを吸収できるようになってきたということでございます。しかし一方で、金融との融合の中で金融商品化に伴う問題、ファンドの森の問題、資金循環上の問題、それから先ほどの価格形成のスタビライザー機能が働くかどうかという問題が出てきているということでございます。

一方で、21世紀にふさわしい都市形成、あるいは産業構造にふさわしい不動産の物

件、優良プロジェクトというもののニーズは非常に根強いものがございます。そういう根強いものの中で、そういう物件がきちっと供給をされていき、そして価格形成においてもできるだけ安定化していくという形で持続的に資金が流れていくという、そういうマーケットが必要だろう。そういうことが行政的な介入によって実現されるというのではなくて、できる限り市場の自律的な機能の中で実現されていく。そういうふうな不動産投資市場というものをどうやってつくっていくかというのが、今後の課題だろう。そういうことが、この一番右側に書いてございますが、産業の生産性の向上とか日本の競争力の向上にもつながり、最終的には、私どもの目的である土地の効用の最大限の発揮というものにつながっていくということでございます。

そういう観点で、例えば今のリート成り証券化の物件のところの投資の規模というのを、37ページ以下に書いてございますが、例えばリート物件の規模という分布を見たものが、その37ページのグラフでございます。5,000m²ぐらいのところピークがございまして、例えば一般的な法人が持っているものはもっと小さな、鉛筆ビルという言い方がございますが、そういうところから比べますと、あるいは1億円以上の企業に比べましてもリートの方は優良物件を抱えている、いい物件に投資をしているということが見てとれるわけでございます。しかしながら38ページを見ていただきますと、特にリート、当初は非常にピカピカの物件を取得してきたわけですが、物件取得が難しくなってきたという側面もあろうかと思いますが、だんだんだんだん面積が小さくなっているということがございます。

39ページを見ていただきますと、一方で必ずしも投資にふさわしいのかというストックも我が国の中には残念ながらあるわけございまして、例えば「不適格建築物」と書いてありますのは、新耐震基準を満たしてない建築物というのを私どもの方で推計をしたものでございます。これを見ていただきますと、例えば事務所オフィスで21%が新耐震基準の基準を満たしてない、店舗ですと26%が満たしてないという状況がございまして、今物件取得が非常に過熱をしております、例えばこういう21%あるいは26%のところには資本が流れていくということになりますと、本来であれば、こういう物件は更新されるべき物件、更新することが望ましい物件であると言えるわけですが、そういう物件が生き残ってしまうということになると、これは果たしてあるべき姿なのか、こういうことでございます。

40ページを見ていただきますと、これは秋葉原の写真でございますが、秋葉原の開

発も開発型証券化でなったものでございます。この写真を見ていただきますと、こういう大きな開発がある一方で、鉛筆ビルと言われるような、小さな物件もこういうふうに周りにはあるわけです。これがすべて悪いとかいうことはもちろんないわけでありませけれども、しかし、こういうものがいろんな時代の流れの中にあって、行政的なシステムということではなくて市場の自律的な力によって、こういうものが転換していくということが本来の目指すべき不動産投資市場ということではないかということでございます。そういう課題の中で、「第3部」では土地政策から求められる不動産投資市場の機能、役割というものはどうあるべきかということをもとめてみたものでございます。

42ページをおめくりいただきますと、そういう観点に従いまして、全体のところをまず一覧できるようにまとめたのが42ページの図でございます。一番左のところでございますが、やはり不動産の特性というものを踏まえた機能ということが必要である。幾ら金融商品化というふうに言いましても、どうしてもその裏にあるものは不動産でありますので、その不動産の特性をきちっと踏まえたものが必要である。その不動産の特性ということと言うと、まず一つは適切な管理が必要です。その管理は、日々の管理だけでなく、中期・長期的な修繕ということも含めた管理がされないといけない。それから、不動産に内在するいろんな問題がきちっと把握できた上で資金が流れていくということも必要である。それから、非常に個別性が強い財だということですから、流動性が限定、価格が形成しにくいという問題も特性がある。

そういう中で、投資市場における不動産の特殊性というのを真ん中に書いておりますが、不動産と金融のいろんなミスマッチの問題を解決できるようなことでなければいけない。それから、一方で利益相反という問題の特殊性がどうしても出てまいります。例えば株の場合ですと、非常に均一性のある商品でありまして、価格は毎日マーケットでだれの目にもわかるのに対しまして、不動産は非常に個別性が強くて、価格は結局相対でしかわからない、こういう宿命を持っているところがございます。こういう中で、いろんな利益相反の問題、例えば情報面での利益相反というのは起きにくいわけですが、価格面での利益相反というのは起きやすい、こういう特性がございます。

それから、先ほど来、お話ししていた外部経済性が資産価値に跳ね返ってくるというふうな特殊性がありまして、投資家の立場に立っても、その外部性というものにきちっとした資源配分がなされていくという仕組みが必要だということでございます。

そういうことから見ましたときに、土地政策の観点から見た不動産投資市場のあるべ

き機能というのを九つのものにまとめてみたものでございます。それは後ほど御説明いたしますが、そういうものの機能が働くことによって、一番下にございますが、市場メカニズムの自律的作用を通じた不動産価値の創造という形で、またこれがいろんな問題の解決に循環していくというものを目指すべきではないかということでございます。

43ページに、その九つの機能について少し解説を入れた形で書いてみたものでございます。

まず不動産の個別の属性情報が投資家に的確に開示されるということが必要ではないかということでございますが、いろんな不動産に内在する義務とかそういうことも踏まえて、ちゃんとエンジニアリング情報みたいなことまで含めて開示されるべきということでございます。

それから、長期的な視野に立った管理・運営方針というのが投資家に明示されることがやはり必要だろうということでございます。

3番目に書いてありますのは、そういったことをやる上でいろんな開示がされたら、では後、投資家の方で勝手にやってくださいと、こういうことができるかといいますと、非常に膨大なデータを投資家は、素人の投資家の立場からしますとわからないということになりますので、きちっとそういうことを説明してあげるといふ説明責任というものが非常に重要になってくる。その説明責任というのは、不動産の運用とか経営とか、そういうことにちゃんと知識がある、知見があってそういうことに対して目ききがある方が投資家への説明責任を果たしていくということが非常に重要だろうということでございます。

4番目は、優良物件とか外部経済性の高いプロジェクトにも資源配分が移っていくような、そういうふうなメカニズムというものを市場の中に備えていくということが重要であるということでございます。

5番目は、いろんな不動産経営、どうしても扱うものは不動産であります。不動産の経営についてはいろんな人間がかかわることがありますので、その管理体制というのも、できるだけ専門能力を生かして、最大限、投資家にとって最善の管理体制をつくっていく必要がある。今、金融商品化ということの中で、例えば信託でいきますと受託者責任という中で自己執行義務ということがいろいろ言われております。自己執行義務ということをごんごん突き詰めていくと、すべて信託銀行がやらなければいけないというふうな言い方になりかねないところがあるのですが、最近例えば米国なんかでは、

むしろ他己執行義務を図るべきであるという、ブルーデント・インベスター・ルールという議論がなされているということも少し聞いております。そういう中で、専門能力を生かし、むしろ投資家の利益に立って分担関係をきちっとしていくことが重要なことではないかということでございます。

44ページをご覧くださいますと、価格の不透明性という問題が出てきますので、価格面での説明責任の充実。ここについては、特に不動産鑑定というものの役割が非常に大きいことだろうと思います。これにつきましては、この小委員会でも御議論をいただきたいと思っているところでございます。

それから、価格のスタビライザー機能が働くということは非常に重要なわけですが、そのためにはいろんな基礎となる情報というものがきちっと提示をされるということが重要だろうということでございます。

それから、本来不動産は長期的な管理ということが必要でありますから、できるだけ短期の資金というよりは長期安定的な資金が入ってくるということが必要だろうということでございます。そういう長期安定的な資金という意味では、個人や年金の資金というものを流入させるということも非常に大きな課題です。そのためには、やはりいろんな個人や年金の資金が入りやすいような開示ルールをつくっていく必要があるだろうということでございます。

こういう問題は、証券化という形でいろんなスキーム組成の形がありますけれども、どんなスキームになろうと、あるいは例えば信託受益権化されようがされてなかりょうが、そういうものに関係なく実物の不動産の中から、属性から必要とされる機能ではないか。そういうものは、そういうスキームに関係なく共通ルールとして整備されていくべきものではないかということでまとめさせていただいたということでございます。

以上でございます。

前川委員長 ありがとうございます。第1部で証券化が進展したといったような、不動産投資市場が実際に土地市場に与えた効果を整理していただいて、第2部ではその現状と課題ということで、まず現状を的確にとらえていただいた上で課題を整理していただきました。そして、今後のとるべき土地政策から求められる土地市場ということを議論していただきました。かなり大部な資料で、かつ議論すべきことがたくさんあるような気がするので、短い時間で、どの程度議論できるかわかりませんが、今日はどの箇所から議論いただくということでなくて、これ全般について皆さんの御意見を伺

いたいと思います。忌憚のない御意見を伺いたいと思います。どうぞ御自由に発言してください。どこからでもいいです。

清水委員 今、この不動産証券化というものがマーケットにどういう影響を与えたかという効果のところのお話があったのですが、まず私自身が一番感じましたが、例えば96年に私たち不動産投資研究会というのをつくった思い出があるのですが、そのときに不動産投資のリスクという話をさせてもらいました。証券化マーケットができたときの一番大きな効果というのは、そのリスク、不動産には多様なリスクがあって、それを明確にしてきたということが一番大きいのではないかと。そして、リスクをベースとして不動産というものを見るということができるようになった効果が一番大きいのではないかと考えています。当時不動産のリスクといいますが、地震のリスクではないとか、ハードアセットのリスクだけしか議論されてなかったのです。それが市場にもリスクがある、例えばボラティリティという一つの言葉をとってだれも理解できなかった。それは何だ、そんなものはリスクと言っただけではないのだというような感じで言われていました。例えば土地神話というものがありましたから、地価は上がるものだ。今たまたま下がっているけれども、上がるものなのだという前提であって、市場のリスクなんて考えられなかった。

それが、市場にリスクがあるということが明確になったがゆえに、リスクをベースとした不動産の運営になって、そしてリスクをベースとしたプライシングになって価格の安定化機能が働いてきたというような流れになってきていますから、証券化マーケットを登場させたことによって、そのリスクの概念というものが明確になったということが、一番私自身は大きな貢献かなというふうに思っています。今起こっている問題も、そのリスクの拡大解釈であったりとか、リスクの定義が不明確だったりとか、リスクがわからないままに投資をするというのが今の問題ということが出てくると思っていますので、やはりリスクをベースとして考えたらどうかと思っています。

前川委員長 どうもありがとうございました。

福原委員 私は大学で経済を学びまして、自分の財産は三つに分けなさいと、三分説というのを習ったのですが、ただ日本はどういうわけか現預金ばかり多くて、不動産投資とか株の投資というのは、個人はほとんどやってない。ようやく不動産というのも、確かに日本は土地が高くて、自分の家を持つのも大変なので、ほかに投資するというのはなかなか機会がなかったわけです。ただ、今回証券化という手法が使われて、

もちろんリスク分散の形でつくられましたから、個人が投資すれば個人にリスクがかかってくるわけですが、そういう意味では不動産にも投資しやすくなってきた中で不稼動不動産が非常に活性化している。私は建設会社にいますから、やはりハードのところをよく見させていただくのですけれども、今はまだまだライフサイクル的な考え方が成熟しておらず、短期的な考え方で物事が動いている。だから土地あるいは都市計画とか、そういう長期的な目で実際にその不動産をどうやっていくかというのは、まだそれぞれの開発に依存していて、大きな意味では、これから考えていかなければいけない問題ではないかなと思っています。

株の中では東電とか、そういう公益企業の利回りを買うような形だったのですけれども、今まで上場して、上場してすぐに大分株価が上がったものですから、キャピタルゲインねらいでかなりそういう意味では不安定な投資市場が形成されたのが、このところ上場しても公募価格を割るというような現象が現に一部で出ていますから、これからようやく市場が成熟していったら、そういう意味では今がいいチャンスで、いろんな提言をして市場が本当に活性化するような提案ができるのではないかなと思っています。また整理して発言したいと思います。

赤井委員 全体の御説明、プレゼンテーションを聞かせていただいて、思いましたのは、特に不動産の証券化ということが言われている中で、不動産の証券化だけが突然生まれてきたというわけではなくて、日本の金融システム自体の変革という中であって、実はそれと相互に相響きながら、この市場が拡大してきたということでありますけれども、特に1990年代の後半ぐらいに、日本における不動産の証券化というのが、まず不良債権の担保となった不動産の証券化ということから始まったというのが、私は非常に興味深いと思ったわけであります。

実際私の経験ともだぶるわけですが、非常に立派な新築のビルですと、そのビルを見ただけで、そこに価値があると無邪気に信じ込んでしまうという傾向が投資をしている人たちの間ではどうしてもあるのではないかなと思います。しかしながら、それが不良債権となった途端に、そこにあるキャッシュフローの妥当性はあるのか、それが長期的に増えていくのか、あるいは現状水準が維持されるのかというところについて、時には過剰ともいえるシビアな検討が行われるということがあったわけであります。私どもが日本で初めての不動産担保不良債権の証券化というのを99年に行ったわけでありますけれども、その際はまず社内で、そういうリスク、リターンについての説明をしなければ

いけない。次には、格付機関に対して、その分析の仕方、ビジネスプランその他の妥当性についての説明を行って、彼らの合意を得なければいけない。なおかつ、不良債権の証券化商品に対する格付というものが日本で初めて付与されるものでありましたので、格付だけでは通用しないわけでありまして、機関投資家にその妥当性を理解していただくかなければいけない。そこにおいて象徴的なことというのは、複数の洗練された市場参加者の目の前に、そのキャッシュフローを生み出すためのビジネスプランというふうなものをさらすことによって、すべての人が納得をしないと市場取引としてそれが成り立っていかない。こういうところから実はスタートしたわけであります。

そういう意味で、やはり市場全体としては、不動産の価値をキャッシュフローで見ることが浸透したということが、不動産の証券化市場が拡大してきたことのプラスの側面なのであり、そこは不可逆的な動きなのではないかと思えます。それによって、外国の資金も日本に入ってきてやすくなったということもありますし、あるいは年金などの説明責任を有する投資資金なども入りやすくなってきたということがあります。ただそこで問題なのは、初期の段階とはまた違いまして、最近は若干過熱感があるという中において、そういうところを忘れて、金融商品なのだからあるいは過去にパフォーマンスがよかったものであるからというふうな単純な理屈で、リートや私募のファンドなどが手近な投資家に安易に販売されているというふうなところがあります。これは市場の資金循環というところからしましても、本来それを買うべき、これを私はナチュラルバイヤーという言い方をするわけでありまして、本来そこにアセットリライアビリティ上のニーズがある人だとか、あるいはその投資をするような性質の資金を持っていない人に対しても、場合によると売られてしまう。例えば年金は本来もう少し買わなければいけないのですけれども、買っていない。ファンド等による不動産の取得が過熱ぎみと言いながら、実際のところその不動産を証券化した投資商品は本来ニーズがない人のところに届けられているというところがありまして、そのアンバランスについては今後検討していかねばいけないのかなと考えています。

前川委員長 どうもありがとうございました。ほかに、お願いいたします。

田村委員 今回の検証の大部の御報告を聞いて幾つか思うところがございますが、たくさんあるのですが、一つだけ。過熱ぎみだというところの問題点を、我々は実務的に目の当たりにしている部分もございますので、お話をさせていただきたいと思えます。

リート成りというお話がございましたけれども、昔というか2001年の当初上場し

た時点では、大変慎重にその物件を選び、またそれなりの時間をかけましたけれども、これがどんどん2～3年の間に、リートにすることが大変簡単と言っては何ですが、時間がかからなくなってきました。その結果、どういうやり方をやっているかというと、リートになる前にプライベートファンドにする。そうすると、プライベートファンドの投資家というのは、比較的高い利回りを求めるわけですから、単純に言うと10%利回りを求める。それなりのお値段で、安いお値段で買ってきたものを、リートにする前にバリュアップをして、物件をある程度、例えば500億円なり1,000億円集めた段階で、そのプライベートファンドにおけるアセットマネージャーの関連会社が認可を受けた運用会社となってリートを組成して、そのプライベートファンドにおけるSPCからリートの投資法人へ売却をするという行為があるわけですが、その売却をするときの価格が、今度はリートになると、今の利回りは単純に申しますと半分でいい、5%でいいという背景があるわけであります。そうすると価格は非常に単純に言うと倍でもいい。こういうことは実際に起こってないわけですが、倍にはもちろんなりませんけれども、その価格は鑑定に依拠しているということは言われつつも、相当そこで利益が抜かれていると言うと少し言い過ぎかもしれませんが、リート成りをするによって、そういうプライベートファンドが単に出口があるということだけではなくて、一つのビジネスモデルとして成り立つようになってきている。そのこと自体が悪いというふうにはもちろん申せないわけでありますけれども、そこに少し、リートの投資家というのは、今お話がありましたように個人の投資家さんもたくさんあるわけでありますから、少し考えるべきものがあるのではないかという感想を持っております。

前川委員長 ありがとうございます。ほかに御意見ございますでしょうか。

巻島委員 二つほど申し上げたいと思います。今の田村先生の御発言と関係するのですけれども、証券化された不動産の市場の投資家というのは、資本市場の投資家ですので、株式とか債券と比べて不動産を見ている。そうすると、リスクの違いも見ながら、株式や債券の利回りよりも不動産の利回りは高いよねとって不動産に投資してくるわけですね。一方、例えば分譲マンション市場であれば、そのところで自分の居住用にマンションを買いたいという人が、住宅ローンの返済額などを考慮して4,000万なら大丈夫ということで4,000万で購入する。また、賃貸住宅の市場というのがあって、そこで買って貸すという人にとっては、同じマンションを例えば4,000万より高く買っても賃貸事業としてはペイするかもしれない。幾つかの複数の市場の人が異なった

見方で不動産を見ていて、それぞれ異なった価格をつけている。ある金額をほかの市場の人から見ると、まだ安いとか、これはちょっとミニバブルなのではないのかとか、きちんとした利回りで抑制された価格の中のレンジに入っているのではないのかとか、見方が違ってくるのだというふうに思うのですね。私は現在の不動産価格がバブルとは思いませんけれど、本日お話を聞かせていただいて、いろいろな立場から見た時に価格が変わってくるのは当然で、それをバブルとか異常とかでかたづけるのは危険だ、気をつけなくてはならないと思いました。

2点目が、そのときの不動産価格形成上の問題ということで、スタビライザー機能が本当にあるのかどうかという問題なのですけれども、藤井室長から測定装置が必要だというお話がありましたが、私はやはり証券化の大事な機能というのは、小口化されたことによって市場機能が向上することと、もうひとつは測定装置として有効に働くということだと思います。測定装置の最も端的な例が、今のJリートの価格です。Jリート価格が上がって、Jリートの価格から類推される不動産価格も上がっているのではないかと、だからミニバブルになっていはいはしないかという懸念の声が出る、このこと自体が不動産の価格の測定装置として働いているということではないでしょうか。仮に、ミニバブルだと思う人がふえれば、今後はやはり抑えぎみに買っていくことになるでしょうし、測定装置として働いているのではないかなというふうに思います。以上でございます。

前川委員長 今随分過熱とかそういった、田村委員の方からはプライベートファンドがビジネスモデルとなって、それが少し過熱、リートを立て上げやすくしていて、またそれが過熱させているのではないかと、巻島委員の方からもそういったような、リートは一つの機能を果たしているのではないかというような話がありました。リートについて、本来であれば株と違った特性というのは、いわゆる民間イールドが高い、キャピタルゲインがないということなのですけれども、短期的にせよかなりキャピタルゲインが得られたということで、これは利回りがかなり低下している現状があると思うのです。ですから、まだリートがもしかしたら感覚としては、まだ金もうけリートが長く続いてしまっていて、本来もう少し下がる機能、今ベータ値を見ても何を見てもかなり高収益で、リスクはなくて高収益ということなのですけれども、今後そういう意味ではリートのマーケットがまずどういうふうに、今のままで進んでいくのか、キャピタルゲインも稼げるということの中で、今3%台に配当利回りが落ちているわけですけれども、もう少しリスクが認識されて上がっていくのか、それともこの3%台という利回りが適正な

のかということがちょっと気になるのですけれども、その辺を少し赤井委員、そういったリートが今過熱して利回りの3．数パーセントというのは、正しくリートのリスクを反映してないのか、それとも、ほかの債券市場と比べて決してこれはリートが高くないよというような話なのか、その辺どうなのでしょう。

赤井委員 これをお話ししますとかなり長くなってしまいますのですけれども、そもそも日本のクレジット市場における社債や企業向けの貸付などの条件決定が、妥当な価格裁定のもとで行われているかであるとか、そもそも合理的に説明可能なクレジット・スプレッド・カーブというものが存在しているかどうかということとも絡んでくるわけがあります。日本では伝統的に銀行の貸出しの現場にリスクとリターンのバランスという発想が乏しく、融資の審査において結果がオール・オア・ナッシングになりがちな傾向があります。一定の基準をクリアできない人や企業に対しては資金が行き渡らず、優良顧客とされる人や企業に対しては誰もが争って貸したがる。その結果、そこで一種の競争が起こって、金利の引き下げ競争みたいなものが出てくる。そして、その後その会社の業績が悪くなっても、過去のそういった経緯があるものですから、なかなか貸出金利を上げられない、結果的にクレジット・スプレッド・カーブが出来上がってこない。こういうことがこれまでにあったのだと思います。実はそういうメンタリティと同じようなものが、日本では、この不動産金融の部分にもやはりあるというところがあります。アメリカなんかですと、格付やリスクの度合いに応じて受け取るべき適切なリターンというのがあって、そのカーブが市場の裁定メカニズムを通じてちょうど右肩上がりになるような形できれいに形成されている。日本はどうしてもそこが、ある一定のところから先がフラットになっているというふうな傾向があります。

そういう中で、今現在は、例えば不動産の利回り、それからリートの利回りというふうなものが一番高く、それからその不動産に対してノンリコースローンを提供するということが行われるわけでありまして、この金利の水準がそれよりも相当程度低い。それから、今度はそのノンリコースローンを細かく分けてC M B Sにしていまして、個々の部分を売っていきますが、C M B Sの流通利回りというものをとると、それでもそれぞれの格付ごとに社債市場よりもかなり高い、投資家から見て十分な利回りが乗っているという、そういう重層構造がありまして、その間が相当程度のスプレッドを維持しているものですから、証券化を前提としてノンリコースローンの貸出しを行なう側のファイナンスコスト、借り手の側からすれば不動産の調達に当たってのファイナンスコ

ストについてはまだまだ低下の余地がある。そういう資金調達環境の中で、いい物件については仮に低い利回りであっても、逆に言いますと高い値段であっても購入してしまうというところがあります。

ただ、物件の取得に当たって用いるキャップレートが以前は4%でよかったものが今の3%では何故だめなのかということ、そもそも4%の妥当性というふうなことについても、実は余り確定的な答えがあるわけではありませんで、ちょっとただ厳しくなったなと。もちろん、今の傾向自体が果たして良いものであるかということ、そこは疑問があるわけでありまして、明らかにだれが見てもいいと思われる物件にみんなが集中をしている。これは先程のこともそうなのですけれども、リートを販売したり、CMBSを投資家に販売したりするときに、売りやすい相手のところに持っていくというのと同じように、そうした証券化商品の中身になる物件の取得に当たっても誰でもわかりそうなものにみんながまた今度は集中していく。何事についてもそういう安易な流れをつくっているところがありまして、私はやはり、これはちょっと苦言になってしまうかもしれませんが、リートの運用主体、ファンドなどの事業主体のイマジネーション不足は否めない、ないしはもうちょっと汗をかいてもらってもいいのではないかという思いを抱いています。つまり取得した物件の価値を向上させるとか、それによってそのリートの運用主体の価値が評価されるというふうなところが無さ過ぎるのではないか。そういう意味では、むしろプライベート・エクイティ・ファンドの方が、厳しい風に晒されているのではないかと思っています。そういったファンドにエクイティ投資家として入ってくる人たちはプロの投資家になりますし口うるさい人たちです。一方で、いわゆるシニアのデット部分はCMBSの形で機関投資家に販売されておりますので、これは格付機関がモニタリングしますし、CMBSの格付けの高い部分の投資家は生命保険会社その他で、これは超コンサバティブで、ちょっとでも物件にパフォーマンスの変化があるとすぐ説明を求める。こういうことがあるのですが、リートの場合というのはそこが欠けている部分がありまして、今の日本の不動産の証券化市場を取り巻く全体の状況として、冒頭の御説明の中にありました相当大規模な投資不動産市場になり得る潜在性を持った不動産が手付かずで存在している。それが最終的にリートなどの形をとって適切な持ち手に引き渡されていく。さらにその手前でファンドやリートに対してノンリコースファイナンスが提供され、それが、CMBSなどのデット型の証券化商品となって、しかるべき最終的な投資家のバランスシートの中に運ばれていく。こういう流れを促進しなけ

ればいけないという観点からすると、現実に必ずしもそういう形にはなっていないという感じはします。途中のモニタリングが複数のプロの手によって行われるという部分についても、どうしてもリートの場合は価格が上昇すると個人の投資家さんの場合は喜んでしまうものですから、それでなおざりにされる傾向がある。

あと、最後に一言付け加えますと、証券化のスタビライザー機能とか、別の言い方をするとガバナンス機能については、例えばアメリカにおいて同じ業種で不動産担保の貸し付けをやっている会社で、自分のバランスシートを使ってやっているところを比較しますと、資産のパフォーマンスが証券化を活用している会社の方がいいのです。その結果、その会社は業績がよくなっているわけでありますけれども、自分の腹の中ですべて解決しようとする、ついつい本来のリスク・リターンの判断とはまた違う配慮で貸し付けをしてしまうというところがあります。ですから、そういったところからしても、証券化の果たす機能は本来そういったガバナンスにあるわけでありますけれども、しかしながら、ではそれが発揮されるような状況に今なっているかということ、そうでない方向に走っていて、それが過熱と表現されているのですけれども、過熱というか、私からしますとちょっと安易な方向に流され始めているのではないかなという印象を抱いております。

前川委員長 ありがとうございます。それでは、柳澤委員、お願いします。

柳澤委員 この資料、非常によくできていて感服するところなのですが、私はデベロッパーの方にいますので、実業に近いところの話で意見を言わせていただきたいと思います。まずリートと国債とのスプレッドですが、3%、4%というのは、はっきり言いますと、妥当かどうかはこれから決まるものだと思うのです。例えばリートの一つが倒れたとすると、そこにリスクが顕在化してスプレッドが跳ね上がる。ですから今まだリスクが全部把握されていないわけなのですね。ですから、これでいいか悪いかではなくて、今後どうなっていくかという話でして、日本の制度とアメリカの制度のリートも大分違うものですから、アメリカの事例もある程度役に立つのですけれども、日本のリートがどう育っていくかというのは、なかなかこれがわからないところがあるのですね。リートも20幾つあるわけですが、今後、例えばそのうちの一つが倒れた場合にどうなるかというところで、リスクを今後勉強しながら、そのスプレッドがどうなっていくかというものなのではないかなと思います。

それからもう一つ、この資料なかなかよくできているなど。私、去年サム・ゼルさん

というアメリカで一番大きいリートのオーナーですけれども、彼の話を書くことがあったのですが、彼が言っているのは、90年ぐらいから去年までの15年ぐらいで彼のリートはものすごく大きくなっているのですけれども、三つエッセンスがあると言っていました。一つ忘れてしまったのですが、二つ申し上げますと、一つはトランスペアレンシーだと言っています。要するに開示が進んで中が見えるようになった。次が、昔は日本と同じでアメリカの不動産もお金をいっぱい持っている人しかなかなか投資できなかったのが、さっき言った小口化の話ですね。もうみんな100ドル、200ドルの人からお金を集めることによって、2,000億、3,000億の物件を買えるような仕組みなのです。そのためにはトランスペアレンシーが必要だったのですということで、今ここでまとめられている証券化と全く同じですよ。小口化とか情報開示とか。ですから、そこがキーワードであることは間違いないと思うのです。ただ、アメリカと同じことが起こるかどうかわからないのですが、それは非常に大切なことだと思います。

最後に、情報開示の中で私ちょっとアメリカで事業をやっていた時の話ですが、ほとんど同じところにビルがあった場合、これが例えば1,000億でこれが800億という鑑定で差がつくのです。ところが意外にも古いビルが1,000億で新しいビルが800億。どこが違うのかというと、その中のテナントのクレジットが違うのです。新しいビルは3年、5年でいろんなテナントを集めている。古いビルは20年で、タイムワナーとか、クレジットのリスクの非常に低いテナントが大部分を借りている。それによって、賃料はほぼ同じ（キャッシュフローはほぼ同じ）でもキャップレートが全然違うわけですから価格が違うわけです。ですから、今のキャッシュフローを見るだけでは本当はわからないのです。その中にあるテナントのクレジットがわからないとリスクというのはわからないのです。ですから、今見ているキャッシュフローだけでリスクは全部出てない。内在するリスクを完璧に全部開示することは不可能だと思うのです。そうすると、不動産における情報開示は、どこまでは最低やらなければいけませんねというものであって、それ以上のリスクというのはなお内包されているわけなのです。それが経験的に今後3%になってくるか5%になってくるか、それが投資商品としてどうなのかということになってくるわけなのです。開示をするのは必要なのですけれども、どこまで開示できるかということ、ある程度のところまでしかできないのかなという気もいたすのですが。

前川委員長 今いろいろ意見が出たのですけれども、鑑定評価の立場から、奥田さん

御意見いただければと思います。

奥田委員 ただいま資料をご説明いただきまして、非常によくまとまってわかりやすかったように思います。90年前半から不良債権化の問題が起こって現在に至るところについて、鑑定士の立場から見ますと、物件を詳細に調査するという当たり前のことが、鑑定評価の中に非常に浸透してきたことがあげられるかと思えます。かつては土地価格が中心でしたので、建物についての認識というのは相対的に低かったのですね。それがここ10数年の間に、建物についての知識というか、物件の見方というのが非常にアップしてきたと思っています。ただ、これが一時期非常に詳細に見て、資料もすべての資料を詳細に把握しないと価格を出せないというような状況であったのが、最近はやっと逆戻りしているのではないかということが懸念される状況になっているのではないかと感じています。時間がないのですね。お金がかけられないということで、かつては、こんな資料で評価はできなかったというのが、この状態で価格をとというような、そのような流れに逆戻りしているのではないかというのを、非常に懸念をしております。

もう一点として、先ほど来、過熱というお話がありました。利回りが全体的に低下しているというのは認識しているところなのですが、ただ物件によって違うということも確かなところなのです。非常に利回りが下がっている物件もあれば、評価案件によっては、いやいや、そんなことはなくて7%のキャップレートがついているものもありますし、いわゆる風聞で3%、2%で取引されているよというのがひとり歩きをしている場合もありまして、それが一体どういう物件で、どういう理由でそういう利回りがついたかという情報が明確に入っていないのです。一部うわさで物が動いているようなところがあって、何かそういう話があるから高くしなければいけないのではないかと、これでもいいのではないかみたいな話になるのですが、十分な情報がなかなか入手できない。その物件の個別事情がどうであったかというのが把握しづらいというのが、最近の問題としてあるような気がします。

Jリートの取得物件については、目論見書の中はかなり詳細に書かれていますので、わかりやすいですね。実際の直近の年間の賃料収入が幾らで、それに対して鑑定評価では幾らの収入を見積もったということも把握できるようになっていますので、Jリート物件は非常にわかりやすい。ついているキャップレートも、それほど極端なものはない。ただ、これはJリートがこれだけ公表するということが前提にあるからであって、私募ファンドの方はこの世の中に公表されてないだけに、ちょっとわかりづらいというのが問

題としてあるのではないのかと考えています。

今後の課題なのですけれども、将来の予測ですね。実績として何パーセントというのはあるのですけれども、収益価格を出すに当たってはあくまで将来の予測になってきますので、将来の予測をいかにやっていくかということ。特に最後の出口のところの復帰価格を高く見積もってしまえば、幾らでも高い価格が出てしまいますので、将来の予測についていかにレベルを上げていくかということが大きな課題ではないかと思えます。

前川委員長 今、将来の予測と言われましたが、福原委員の方からも短期的な考えで動いていると、そういった話もありました。今事務局の方から説明されたのとかかなり関係したものが御意見としていただけたと思うのですけれども、野田委員の御意見はいかがでしょうか。

野田委員 投資家の資金のリスクですとか、それから求める利回りの違いが反映されているマーケットにそろそろなりつつあると思えます。先ほどの田村委員のお話とも関連するのですけれども、プライベートファンドからプライベートファンド、さらにそれがリートや年金が買っていくというような流れというのは、先ほどの事務局さんの方の「ファンドの森」という言葉の中にございましたけれども、資金が、自分がとれるリスクや自分が取れるリターンというものの反映であるとすれば、それは好ましいものです。それをかつてのバブルのころのような転がしですとか、あるいはそこで何か値上がり利益だけを取っていくマーケットとは違うと思えますし、そういう健全なマーケットであってほしいと思うのです。けれども、おっしゃるように最近のリーートの過熱という面で、先ほどの分解式の中で言いますと、リスクプレミアムが十分キャップレートに反映されてない例というのがあるのではないかというふうに思います。

例えば丸の内、大手町のAクラスのビルが仮に日本の不動産の裁定のリスクプレミアムで、それが2%だというふうに仮定をして現在のマーケットを見たときには、リスクフリーレートにこれを加えたものがAクラスビルのキャップレートで、イールドギャップとの関係からいけばこれは恐らく誰も反対はしないと思うのです。問題は、最近リートが買っている物件の利回りを見てみますと、例えば郊外の住宅のワンルームで、かつて2~3年前に我々が把握したキャップレートの丸の内に近い、あるいは丸の内に準ずるような、例えば天王洲あたりの品川のレートに近いマーケット形成で、キャップレートで取引されている。これはもちろん相対であろうとマーケットで買われているわけですから、その値段をとやかく言う立場にはないのですけれども、適正な不動産の地域

ですとか用途間のリスクプレミアムが十分反映された価格であろうかという点では、やはりそこは過熱というふうに言ってもいいのではないのかなと思います。

プライベートファンドの場合にはアセットマネージャーにいろんな圧力がかかって購入がしにくいということもあるのかもしれないのですが、運用先である物件に対する旺盛な需要と、物が無いという状況の中で、そうはいつでも資金は集まってくる。何か買わざるを得ない。かつ、やはり報酬体系というのが規模の拡大ですとか、それから買わないとなかなか自分の立場が保てないというようなアセットマネージャーの立場というのはありますので、その中で必ずしも自分の考え方とは違うのだけれども物を買わざるを得ないという中で、そういった本来キャップレートが十分リスクプレミアムを反映してない水準のものでも買わざるを得ないのではないかとこのところ買われている。この実態が、やはり過熱というふうに私は言ってもいいと思うのですね。

リートが資本市場で結びついて健全な発展をするということは、金利変動に連動して不動産の価格も上がったり下がったりするということですから、できれば市場の中で調整がきちっと行われて、余り大きな下落でない程度に調整が起きないと、なかなかいいマーケットの形成にはつながらないのではないのかなというのが、特に最近の実感でございます。

それから、リートの形成、先ほどの各リートの構成部分と株価を見ておきますと、十分に情報開示はされているといえども、目論見書を1日じゅう見てアナリストミーティングにも出て把握した上で行動しているという人は、当然素人にはないわけですし、どうも株価はスポンサーのよしあしによって決まったり、そういう面の方がむしろ価格形成には顕著にあらわれていると思います。ただ、最近ここ数週間で公開されていますリート投資証券価格が公募価格を割れておりますので、その辺は投資家の方、個人の投資家の方も冷静な動きをされている部分はあるのではないかなと、そんな気がいたします。

前川委員長 今の御意見で過熱の利回りが出たのですけれども、赤井委員の方から、リートの場合は口を出さず業者が少ないというような話ですね。それから柳澤委員の方からはリートが倒産しないとリスクが正しく認識されないという意味で、今の過熱というのも柳澤委員の、リスクが適切に把握されてないという、そういった認識でいいのかなというような気がしました。清水委員。

清水委員 過熱という言葉について、都市政策についての議論が少なかったものから、そこで感ずることを申し上げさせていただきますと、先ほど赤井さんの方から

お話がありましたように、適正な金融商品と投資家とのミスマッチがあるということと同じように、持つべき人が、あるいはバリューアップができるようなきちんとしたアセットマネージャーに対して、きちんとしたものが行くのかどうかというところが一番大きなことだと思うのですね。最近私非常に感じるのは、それは例えば資金のクラウドディングアウトみたいなことが一方で起こっているとすれば、物のクラウドディングアウトみたいなことが起こっているのではないかなというふうに思っているのですけれども、先週も、あるアセットマネージャー、物件の取得部隊なんかとミーティングをしていましたら、例えば物件の入手をしますと。今回買えませんでした。だれが買ったのだと言ったら、転売会社を買っているのですね。物件を今度取得するときに、どういうところから持ち込みが多いかということ、転売会社さんからの持ち込みが非常に多いわけです。そういうふうに考えていきますと、短期転売というのは、それがいいのか悪いのかという議論がまた一方であると思うのですけれども、きちんと適正にバリューアップして物件が動いていけばいいのですが、そこに転売会社が入った。それはかつてのバブルのときにそれがどういうことが起こったかということ、短期転売が繰り返されることによって土地利用に混乱を来したわけですね。投資マーケットというのは、それぞれ当事者間の責任のもとで形成されていますから、幾ら過熱しようと、それがデフォルトして損害をこうむっても全く問題がない、全くというわけではないのですけれども、個人投資家に波及すればそれは問題ですが、それほど大きな問題でない。しかし土地利用というものはすごい外部性を持っているから、そういう土地利用に例えば混乱を来した。その物件だけだったらいいいのですが、周辺にも影響を与えてしまう。投資家がリスクで損失を受けることはいいのですが、外部性を持つがゆえに土地利用に混乱を来し、また先ほどお話が出ましたように、本来バリューアップされるべきものがバリューアップされないまま放置されてしまうというリスクもあるかと思えます。我々は経済学の方で、市場メカニズムが働くというふうに言うわけですが、その価格と数量に対してはきちんとメカニズムが働いたとしても、この調整過程に起こる例えば土地利用の混乱に対しては、経済学では何も手がないわけです。ですから、我々計画ということで、グラウンドデザインを描き、都市計画を描き、そして適正な土地利用へ誘導していくということを考えるわけですが、そういう、例えばプレーヤーがいいのか悪いのかは別として、リスクがあるというところに何らかの制度を設計しておく必要があるのではないかなというふうに思いました。それでもって、実は過熱というふうに言ってもいいのかなと思

います。

前川委員長 ありがとうございます。時間が少し過ぎているのですけれども、貴重な意見、今清水先生の方からは調整過程に起こる問題といった話もいただきました。お話を聞いた限りでは、基本的な認識部分ですね、事務局がつくっていただいた資料、土地政策の観点から見た不動産投資市場があるべき機能ということに対して、事務局の基本的な認識についておかしいよという意見についてはなかったような気がするのですが、もし基本的な認識のところ、これはこういうふうな認識に変えた方がいいのではないかというのがありましたら、その意見をいただいて、今日は終りにしたいかなと思うのですが。

柳澤委員 1点だけ。リートがインカムゲインで食べていって長期保有ということが前提のようですが、私はリートもやはりアメリカのように売買するようになると思うのです。プライベートファンドよりはデュレーションがもっと長いとは思いますが、リートも結局どこかではキャピタルゲインを得たり、それから損になったものを切ったりいろいろしながら、投資家に期待されている利回りを確保していかなければいけない。だからリートも結局私募ファンドとそのタームが違うと思うのですが、基本的にはやはり売買が起こるといふふうに理解した方がいいのかなと。今アメリカのリートなんかしょっちゅう売ったり買ったりしている。今日本のリートはまだ小さいものですから、1個売ったり買ったりするとその影響が大きいものですから余りできないのですけれども、もう少し大きくなっていくと、その中で資産の入れかえをしていかないと安定的に期待利回りを確保できないといふふうになると思いますので、私募ファンドとは少し違うと思うのですけれども、やはり売買は出てくるのではないかなと思うのですけれども。

前川委員長 ありがとうございます。ほかに。

奥田委員 11ページのところですが、このスタビライザー機能という点については、先ほど来、御意見があるとおりだと思っておりますが、不動産価格が上昇して利回りが低下して資金流入が低下という、この関係なのですが、確かにこのとおりだと思います。ただ、今の市場を見ていると、要するに不動産価格が上がってくるとますます上がるのではないかという期待で、結局この P_n のところますます上昇してくる。そうすると利回りは必ずしも低下しないのですね。また、将来予測とリスクとの関係で、リスクが低下していくと必ずしも利回り低下してもおかしくないということで、資金流入

は低下しないという問題がある。逆に下落をしていくとリスクは高くなるのではないかと、ということで、資金流入が低下するという問題もあるので、一概にはなかなか言えないところもあるのではないかと思います。

前川委員長 バブルの原因がそこで、上がっている過程でそれが下に働くのではなくて、また上がっているものをねらって入るとか、つながりますので、確かにそうだと思います。

巻島委員 不動産の金融商品化に伴う問題ということで、不動産の固有のリスクが投資家になかなか金融商品になったときに理解してもらえないのではないかというお話で、それはそのとおりなのですが、片や投資家にとってみると、不動産そのものを買っているわけではなくて不動産の派生商品を買っているのだと。だから不動産の固有のリスクは運用者の技量に任せて、そこはうまくやってくれよということもあろうかと思うのですね。どこまで金融商品たる不動産と、あるいは居住や自用に使う不動産との区別、運用責任や情報開示のあり方の区別というのでしょうか、開示して全部投資家に押しつけてしまえばそれでいいやというのもちょっと問題があろうかと思えますし、何か一考が必要だなと思えます。

前川委員長 事務局の案では、固有のリスクが反映されてないために高くなってしまったりとか、将来のキャピタルゲインが、本当は修繕しなければロスになってしまうはずなのだけでも、そのロスが適切に判断できるようになるべき、という意味で言っていると思えます。

巻島委員 その辺は異存ありません。不動産固有のリスクを説明することは大事です。同時に、不動産の固有リスクをよくわかっている専門能力を持った運用者が運用することが大事だと思います。

前川委員長 そうですね、わかりました。

福原委員 やはりJリート市場、今までは既存物件を必ず買うということから、開発型にこれからシフトしていくということが非常に大きな問題になる。要するに予測の世界で判断しなければいけないということが当然出てくるので、その予測の見方もやはり情報開示をきちんとして投資家がそれを見られるようにするということが今から必要になっていくのだと思います。

前川委員長 予測の開示ですね。わかりました。

野田委員 あと一点、耐震基準で、旧耐震基準のものが入っているというお話があっ

たと思いますが、これも見方によっては、開発型と見えないわけでもないのですね。というのは、もう既に既成市街地の場合には開発物件といっても、これは丸ビルでもそうですけれども、前のビルを壊して新しくしているわけございまして、それを今あるものから買っていかうと思いますと、旧耐震の古いものでも買って、それを建てかえて将来的にそこにテナントを入れて開発、これも一種の開発型と言えないことはないと思えますので、特に都心でいい物件がない場合に、古い建物が入っているからといって、それがいけないことだというふうには必ずしも思わないわけですね。むしろそれは、開発型の一面として買っていच्छるところがかなり多いのではないのかなと思います。

赤井委員 全体に関する部分なのですが、資料の前半の部分で資金流入という観点から、プライベート・エクイティ・ファンドだとかあるいはノンリコースローン、CMB Sというふうなところの議論がありまして、同時にリートがある。ところが後半になると不動産の証券化ということが、印象としては、Jリートとイコールであるようなイメージを持って語られる部分というのがあるかなと思っています。実際に不動産市場に流れ込んできている資金のボリュームを考えると、Jリートに集中した議論をしてしまうと、それこそ木を見て森を見ずの傾向に陥る惧れがあります。特に不動産というのは今、本来持つべきでなかった人の手から解放されて、再生されながら新たに投資適格のものに移り変わっていくという、こういう生態系が今ある中においては、やはりその中間部分、出口としてのリートもあるのですが、手前のプライベート・エクイティ・ファンドについても少し明示的な形で、ないしはそこに対するノンリコースローンの供与の仕方ということについても語っていきませんと、ちょっと議論が矮小化してしまうリスクがあるかなと思いますね。

前川委員長 わかりました。よろしいですか。もしよろしければ、時間がちょっとオーバーしてしまったので、今いただいた意見を参考にまた検討をしていきたいと思います。

(5) 今後の進め方について

前川委員長 引き続きまして議題(5) 今後の進め方に入りたいと思います。これについて、事務局の方から説明してください。

藤井土地市場企画室長 資料7に基づきまして、今後の進め方について御説明させて

いただきます。本日1回目ですが、11月の中下旬、後ほどまた日程調整のことも事務連絡させていただきますが、第2回目を開催させていただきますして、年内のうちに中間整理ということになりますと、そこで中間整理の案を出させていただきますして御議論をいただくということが必要かなということでございます。

それから、まだ確定しておりませんが、何らかの形で不動産部会との連携を図るような形で12月ぐらいを目途にやらせていただくということを考えておりまして、そうするとその後、年が明けてから、3回か4回程度、残りの議題について議論をいただきますして、一応来年の6月を目途に取りまとめをさせていただきます。こういう形でお願いできないかと考えております。

そういうことになりますと、次回、中間整理の案をお出しして御議論をいただくということになりますと、非常に期間も限られておりまして、本日もいろいろ貴重な御意見を多数いただきまして、その間の中でまとめるということがございまして、まことに僭越なのですが、私どもの事務局の方でたたき台のたたき台という意味でスケルトンの素案をつくらせていただいております。本日お持ち帰りいただいて、後ほど個別に先生方と各委員の皆様方に私ども事務局の方で伺わせていただきまして、本日の御意見も反映させていただきますながら、スケルトンについて個別にそれぞれ御議論をいただきますして、できますれば委員長、委員長代理と御相談をさせていただきます、まずスケルトンを固めさせていただきます上で文章を書き起こさせていただきますして、次回の委員会の前に、できればメール等でまたやりとりをさせていただきますながら御意見をいただいて、委員会で御議論をいただくという形にさせていただけないかということでございます。

前川委員長 どうもありがとうございました。ただいまの事務局からの説明に対して、何か御質問、御意見ありますか。 よろしいですか。

(6) その他

前川委員長 では続きまして、事務局から連絡があるようですので、お願いいたします。

事務局 それでは、2点ほど事務局の方から御連絡をさせていただきます。

まず、本日実は小委員会の委員に御就任いただいて任命書を配付する予定だったのですけれども、時間がございませんので、後ほどスケジュールの確認表を皆様のお手元に

お配りしますので、その際に、事務的で恐縮ですが任命書の方も配付させていただきます。

もう一点でございますけれども、先ほど事務局の土地市場企画室長からも説明がございましたとおり、11月中を目途にもう一回小委員会の方を開催させていただきたいと考えております。つきましては、皆様のお手元に皆様の11月末のスケジュールを確認するためのこのようなスケジュール日程表の方をお配りいたしますので、これを本日のお帰りまでに、皆様方が今手元でわかる日程で結構でございますので、御記入いただいた上で、そのまま机の上に置いてお帰りいただければと思います。

以上が、事務局からの確認事項でございます。

前川委員長 ありがとうございます。それでは、予定とされている議事は以上でございますので、本日の議事をこれで終了させていただきたいと思います。議事進行を事務局にお返ししたいと思います。

3 . 閉 会

藤井土地市場企画室長 以上をもちまして、本日の予定は終了いたしました。皆様方、お忙しいところ、まことに、またショートノーティスの委員会で恐縮でございますが、また引き続きよろしく御協力のことをお願いいたします。どうも本日はありがとうございました。

午後12時00分 閉会