

# 国土審議会土地政策分科会企画部会 第2回不動産投資市場検討小委員会

日時：平成17年11月24日（木）  
16：00～18：00  
場所：国土交通省（2号館）  
11階土地・水資源局会議室

国土交通省土地・水資源局

開会 午後4時00分

## 1. 開 会

赤松企画専門官 お待たせいたしました。定刻となりましたので、ただいまから、第2回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、まことにありがとうございます。私は事務局を務めさせていただいており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の赤松でございます。どうぞよろしく願いいたします。

### 資料確認

赤松企画専門官 それでは、まずお手元配付の資料の確認をさせていただきたいと思っております。

上から順に、議事次第、委員名簿、座席表、配付資料一覧、資料1～4まで。最後に「小委員会委員スケジュール調整日程表」でございます。「小委員会委員スケジュール調整日程表」につきましては、次回委員会の日程調整のためにお配りしたもので、本日のお帰りにまでにご記入いただければ幸いです。資料についてはよろしゅうございますでしょうか。もし不足、不備等ございましたら、事務方に仰せつけいただければと存じます。

### 委員出欠確認

赤松企画専門官 まず事務局よりお断りなのですが、本日局長は若干所要のため遅れてまいる予定となっております。まず、おわび申し上げます。

続きまして、本日は野田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、赤井委員からは若干おくれてご出席とのご連絡をいただいております。従いまして、差し当たり9名の委員の方で審議を進めさせていただきたいと思っておりますので、よろしく願い申し上げます。

なお、本委員会に関する議事の公開につきましては、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いうことにさせていただいておりますので、よろしく願いいたします。

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、よろしく願いいたします。

## 2. 議 事

前川委員長 早速ではございますけれども、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。

( 1 ) 「中間整理(案)～土地政策の観点からの  
不動産投資市場の検証と課題～」について

前川委員長 最初は、議事の( 1 )ですね、「中間整理(案)～土地政策の観点からの不動産投資市場の検証と課題～」について、でございます。本中間整理(案)は、前回委員会の最後に配付させていただきました中間整理スケルトン(案)について、委員の皆様からご意見をいただいた上で作成いたしましたものでございます。今日は、本中間整理(案)について皆様と十分ご議論いたしました上で、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っております。それでは、よろしくお願いたします。

藤井土地市場企画室長 それでは、座らせて説明させていただきます。

お手元の資料1、資料2-1、2-2、資料3という四つの資料をご用意させていただいておりますが、これで説明をさせていただきます。

まず資料のご説明をさせていただきますと、資料3というものをごらんいただければと思います。この資料3というのは、前回のこの小委員会での議論、それからその後スケルトンについて個別に先生方から伺ったご意見を踏まえまして、そういったものを全部まとめてどういうご意見があったかというのを、真ん中のところの「ご意見の概要」という形でまとめさせていただいたものでございます。それが、基本的にはそのものを今回の中間整理の中に反映をさせていただきました。どこのページの、どこのところに反映をさせていただいているかという対比表をつくらせていただいたのが、右側のところでございます。本来であればこの資料3のこういうご意見があったというところからご紹介するのが筋だと思っておりますが、今日は中間整理という形で膨大な資料という形にもなっているものですから、中間整理のご説明をする中で、どういう形でご意見をいただいたのかというのをご紹介させていただきたいと思っております。

それで、中間整理の案文は資料1というところでございますが、その資料1の中で、ずっとめくっていただきますと時々アンダーラインが入っているところがございます。そのアンダーラインが入っているところが、いただいたご意見に対してこういうふうな形で文章に盛り込ませていただいたということをわかるような形で、資料3と突き合わせていただきますと、どういうご意見に対してどういうふうな表現にしているのかというものがわかるような形で入れさせていただいたものでございます。したがって、必要に応じてそれをまたご参照いただければと思っております。

今日は中間整理(案)ということでありまして、資料2というのは参考資料という形

で、本日の中間整理（案）のご意見をいただいた上で、最終的には図表とかそういうものもまた調整をさせていただいて、あわせて発表させていただくというものでございます。資料2につきましては、基本的には前回は報告させていただいたものをベースにしておりますが、若干修正をしているものもございますので、それは後ほどご説明させていただきたいと思っております。

本日はそういうことですので、資料1に基づいて、非常に長い説明になってしまうことをご容赦いただきたいと思います。資料1をずっと上から順番に斜め読みをさせていただく中で、中間整理（案）をご説明させていただきたいと思っております。

それで、まず最初に目次というところをごらんいただきたいと思います。目次につきましては、基本的にスケルトンの内容のままにして、内容を基本的にその目次というふうな形にさせていただいております。

序章で、都市政策の観点から不動産投資市場の検証ということで、どういう観点で検証するのかということを書かせていただいております。

第1章で、不動産投資市場が土地市場に与えた影響ということで、バブルの発生・崩壊と、その中で不動産投資市場が果たしてきた土地政策上の意義というものをまとめております。

それから第2章で、一方での現状と課題ということで、まず第1節では資金循環における役割、それから「ファンドの森」というふうな大きな現状のところを分析させていただいた上で、第2節で不動産投資市場にかかわる問題点ということで、四つの問題点という形に整理をさせていただいております。第3節で、不動産投資市場の課題という形で、基本的などういう視点で不動産投資市場ということを考えていくべきなのかというふうな課題をまとめさせていただいております。

その上で、第3章「土地政策の観点から不動産投資市場のあるべき機能」という形で、まず第1節で他の財との比較における不動産の特性ということを書かせていただいております。第2節で市場の特性ということを書かせていただいております。その上で、第3節で、土地政策の観点からの不動産投資市場のあるべき機能ということで、これにつきましては前回はご説明させていただいておりますが、その中で特に9番目の「不動産投資市場における不動産流通コストの軽減という項目を盛り込むべきだ」というご意見をいただきましたので、これは前回の議論の後に加わったものとして新たに入っております。

最後のまとめとして、自律的作用を通じた価値の創造というものをまとめさせていただいている、こういう構成にしております。

1ページ目から順次ご説明させていただきます。

1ページ目のところは「はじめに」ということで、説明は省略させていただきますが、審議会の小委員会に至った経緯、それから一番最後の「一方」というところ以下に書いておりますけれども、社会資本整備審議会の不動産部会とも連携をして議論させていただいているというふうな、そういう概況を書かせていただいております。

その上で、まず3ページをおめくりいただければと思います。3ページの中で、土地政策の観点からの検証の立場を書かせていただいております。1というところで「検証に当たっての基本的な視点」と書いております。土地というのは、「現在及び将来における国民のための限られた貴重な資源であり」云々と書いておまして、「公共の利害に係る特性を有している財である。このため土地基本法においては土地の基本理念を定めるとともに、国、地方公共団体、事業者、国民が当該基本理念に基づいて行動する責務を有することを明らかにしている。土地基本法は、「適正な土地利用の確保」と「正常な需給関係、適正な地価の形成」を図るという土地政策の二つの目標に向けて、基本理念の遵守・尊重を求めているということでありまして、こういうことは今日においても引き続き求められるもの」だと。

「なぜなら」と書いてありますが、「不動産は都市や町の基本要素を構成し、住生活の基盤をなし、産業の基礎的条件をなすもので、それはその所有形態のいかんを問わず、また間接金融・コーポレートファイナンスによるものか、証券化を通じた直接金融によるものかを問わず、公共の福祉との適合が求められる公共性を有する財であることには変わりはない。土地は、私有財産でもあり同時に、国民から見ると国富を構成するものでもある。」

「そして」という先ですが、「国富として見た土地というのは、都市や町を構成して住生活にも影響するという点で、国民的見地から健全に維持、発展されることが求められるもの」だと。こうした不動産投資市場というものでありますけれども、「こういう投資商品であっても、その対象があくまで不動産である以上、当該不動産について、実物不動産と同様に土地基本法等が求める公共性との適合というのが図られるものでなければならない。不動産投資市場の急速な発達により、こういう「適正な土地利用の確保」とか「正常な需給関係、適正な地価の形成」というのは、もはや単に実物の不動産市場のみを想起すれば達成されることにならず、金融との連動性というのを、常に明確に意識する必要があるということでありまして、同時に金融だけで国民的利益が向上するものではなく、あくまで金融の先にある実物不動産が国富として健全に維持、発展していくような必要な条件を整備していかなければならない。このような立場に立って、今後の不動産投資市場の果たすべき役割、備えるべき機能、必要な施策の方向を明らかにすることを目的とする」ということを、概括的に書かせていただいております。

その上で、2. 適正な土地利用の確保と正常需給関係という二つのことについてさらに突っ込んだ記述をさせていただいております。適正な土地利用の確保の観点からの視点としまして、以下読ませていただきますと、「バブル崩壊前においては、適正な土地利用の確保ということについては、地価抑制対策と連携して投機的な土地取引のようなもっぱらキャピタルゲインの享受目的であることにより適正に利用されていない土地の仮需要を抑制するという観点到重点が置かれる傾向にあった。しかし、バブル崩壊後はむしろ空室率が高止まりしたオフィスビルとか中心市街地の空き店舗等非効率な土地利用が顕在化してきて、単に建物の敷地として利用されている等の一応の土地利用がなされるということだけ

ではなくて、土地の上の建物も含めて地域の諸条件に応じた諸活動が的確に行われるような土地利用でなければ、適正な土地利用とは言えない状況になっている」というふうなことを書いております。

そして、「こういう状況を踏まえて、企画部会の報告で「適正な土地利用」という概念について、「土地の効用が最大限発揮される」ようにすることと位置づけたところ」であり、次のパラグラフでは、このことが、「収益不動産においては、適正なキャッシュフローを生み出されるような利用がなされるということの意味する。このような視点に立って、不動産投資市場においては、当該不動産が適切なキャッシュフローを生み出すように、的確な管理・運営等の不動産経営がなされているかどうかも考慮すべきである」というふうにさせていただいて、次の5ページでございますが、そういうふうに見ますと、「当該不動産が良好な状態を保持するよう健全に維持・管理され、耐震化やバリアフリー、省エネ等着実な質的向上が図られ、さらに土地再生、地域再生など新たな価値創造につながるようにしていく必要がある。不動産証券化の検証に当たっては、そのための環境整備がいかにあるべきかを明らかにするという立場で考える」のだと、こういうふうなことを書かせていただいております。

それから、3の「正常な需給関係、適正な地価の形成の観点からの視点」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抑制が適正な地価の形成上最重要課題であった。しかしバブル崩壊後は、持続可能な資金が不動産投資市場に安定的に流入することによって、正常な需給関係の確保と適正な地価の形成に資することが重要課題となっている。」「今日、不動産投資市場においては、我が国の資金循環の一翼を担うに至っていると考えられて、不動産はそうした投資の受け皿としても一定の役割を果たすことが求められている。このような観点から、持続可能な資金の流入が行われるような環境はどうあるべきかということを検証する必要がある。」「一方で、近時、不動産への急激な資金流入が進む中で、一部加熱傾向を心配する声も聞かれるということでもありますので、価格形成についても検証する必要がある」ということを書かせていただいております。

その上で、まず第1章でございます。バブル崩壊から今日に至るまでの不動産投資市場が土地市場に与えた影響を分析するというところでございます。

まず「はじめに」というところに問題意識を書かせていただいております。「我が国の地価は、バブル崩壊以降14年連続で下落が続いている。地価下落というのは、利用コストや投資コストの引き下げをもたらすものであるけれども、一方で長期的かつ継続的な地価下落というのは不稼動不動産の発生や、不動産の維持増進に必要な資金投入がなされないなど、適正な土地利用上も問題をもたらす。このため、資産デフレの克服というのは今日までの土地政策における最も重要な課題の一つとされてきた。」「その意味で、今日大都市等都心部で地価の下げ止まり傾向が鮮明化しているということは、新たなステージに入ったということの意味することであって、この流れを確実なものとしていく必要がある。」「しかしながら」と書いておりますが、今日の地価の下げ止まり傾向というのは一部地域に限

られているとともに、例えば大都市の地域内にあっても隣接地点で地価が上昇と下落に分かれるといった地価の個別化傾向が見られる。したがって、現段階では本格的な資産デフレの克服につながっているとは言い切れない状況になっている。土地については、これからちゃんと本格的に資産デフレが解消されていくか否か、注意深く見極める必要がある段階と考えられる。その際、今日の地価の下げ止まり傾向に果たした不動産投資市場の役割というのを十分認識することが肝要だ。」「特に」と書いておりますが、「下げ止まりの不動産投資市場というのは、下げ止まり要因の主要なものの一つには、不動産投資市場の活性化があると考えられるからである。」「土地については、資産デフレの解消がいまだ道半ばにあり、資産デフレの解消は今日的な課題だという認識に立って政策を進めていく必要があって、そういう意味から土地市場におけるバブルの発生と崩壊がもたらしたメカニズム、その中で不動産投資市場が果たした役割、果たしつつある役割というのを認識する必要がある。」「と書かせていただいております。

そういう前提に立ちまして、以下次の7ページでございます。まずバブルの発生と崩壊がどういうメカニズムで起こったのかということ进行分析してまとめてございます。

1「バブルの発生と崩壊」というところでございます。我が国の地価は、1980年代後半に急激に上昇したということでございまして、いろんな理由で上昇したと書いてございますが、次のパラグラフの真ん中のあたりで、「上昇の最大の要因というものは、プラザ合意後の資金流入、円高対策としての公定歩合の引き下げ、ルーブル合意でのドル安食いとめ等を背景とした過剰流動性の存在があって、これにより大量の資金が不動産に流れ込んだということがある。」と。

その次の、ちょっと飛ばしたところで間が入っているところでございまして、そのメカニズムというのをあえて単純化すると、次のように整理することができる。「即ち」と書いてございまして、「バブルの崩壊前というのは、一貫して右肩上がりの経済に連動するように地価は上昇を続けた。このため土地に投資する場合でも、その主眼は土地が生み出すキャッシュフローでなく、地価上昇がもたらすキャピタルゲインに置かれる傾向があった。また融資の方も、プロジェクトファイナンスによるものではなく、土地を担保にとりつつ、企業そのものが有する信用力によって融資するというコーポレートファイナンスが主流であって、融資を受ける企業も融資する金融機関も、ともに土地の担保力を積極的に活用した経済活用を進めていった。」「このため、地価が上昇すればするほど土地を有する企業の信用力が高まり、大量の資金が金融機関からの融資を受けた企業を通じて不動産市場に流れ込み、それがさらに地価の上昇をもたらすというスパイラル状の地価上昇をもたらす傾向を内在していた土地担保融資システムが機能していた。」こういったものがある中で、7ページが一番下ですが、「プラザ合意以後大量の余剰資金が国内に存在することとなって、これが不動産に流れていった」ということでございます。「最初は、都心部の旺盛なオフィス需要のところを突破口として大量に不動産の余剰資金が流れ始めたわけですが、これらの資金流入は当初は限定的であったものから、都心部等の限られた問題と見られていたが、

一方で土地担保システムが地価上昇や過剰流動性の流入を促し、それが地価上昇にさらに弾みをつけるという現象が生じて、地価の急激な上昇がもたらされたものと考えられる。」

「そのような中で、土地政策も当初は限定的な対策を打ったということですが、その後、過剰流動性を背景とした土地利用そのものを抑制する総合的な対策が求められ、土地基本法の制定、不動産融資の総量規制、譲渡益課税の強化、地価税の創設等が行われた。そういうことがあって、地価は平成3年をピークに下落した」ということでございます。

2の「バブル後の大量不良債権と不動産投資の減退」で、その後の流れを書いております。バブル崩壊により、「担保設定額が実勢価格を超える過剰債務となり、大量の不良債権を発生させた。」二つ目のパラグラフのところで、「そういう中で地上げ途上地や、土地等を所有する企業の経営の破綻、景気後退による投資意欲の減退等により、利用が具体化されていない土地など不稼動不動産が発生した。しかし、伝統的な銀行を經由した間接金融というのは、金融機関の財務状況の悪化により、健全に機能しなくなっていた。また、国民の意識の方も、過大にリスクを評価する等の変化が生じていた。」と。一番下のパラグラフでございますが、「このため、土地に対する実需は喚起されず、土地の買い手があられず、不良債権処理も進まない中、地価はさらに下落していった。」と。次の9ページの上のところをめぐっていただきますと、「地価下落」と書いてございますが、「不良債権処理を拡大をし、不動産市場に対する資金流入が縮小して買い手が不在する。その結果地価下落するといった、負の循環が形成されていった。」「そういう中で、平成6年の不動産融資の総量規制の廃止、民間都市開発機構による土地取得業務の実施、あるいは平成7年の譲渡益課税の緩和等、いろんな施策が推進された。これらの施策は必要な時期に的確に行われたかについては議論があるところであるが、土地について課せられた過大規制や負担を緩和し、買い手不在が続く状況下において土地投資を誘導する上では必要不可欠なものであって、一定の効果があったと推察される。」と。「しかし」と書いてございますが、「これら対策は、土地担保融資を背景とした不動産と金融の関係そのものを変えるものでなく、市場の自律的な力で買い手があられる状況に至らず、根本的な問題の解決にはならなかった」ということでございます。

その中で、3というところで「証券化による不動産投資」というところでございますが、「平成10年ごろから外資によるバルク買いを契機に、不良債権処理を前提とした不動産の流動化が進展した。その不動産の証券化というのは、間接金融システムと切り離された資金調達を可能とし、買い手を出現させる制度として大きな役割を果たした。」「それまでも、不動産の小口化、証券化というのは、さまざまな形態で取り組まれてきたが、本格的に機能し始めたのは平成10年のSPC法の制定、12年の投資法人法の制定、さらに、12年の資産流動化法の制定によってからの後である」と。また、10ページの二つ目のパラグラフですが、(YK+TK)スキーム等によるプライベートファンドが拡大したということもございます。こういう流れは、次の「このような」というパラグラフでございますが、「平成13年のJリートの上場が決定的なものとした。これによってプライベートフ



アンドの出口を想定できるようになり、不動産投資市場は急速に拡大することとなった。今日においては、上場企業が売却する土地の7割というものが証券化によって取得されている。」と。また、最後のパラグラフですが、「最近の下げ止まりの傾向がある地域というのは、不動産証券化が活発に行われている地域であり、資産デフレの傾向の歯どめに大きな役割を果たしたものと考えられる。」と書かせていただいております。

次の第2節におきまして、そういう不動産投資市場が果たしてきた土地政策上の意義というものを整理させていただいております。

まず第1点目は、「資産デフレへの歯止めとしての意義」ということとございまして、二つ目のパラグラフのところでございますが、「証券化は、間接金融システムが十分に機能せず、土地の買い手不在が常態化していた土地市場において、間接金融にかかわりなく不動産の投資資金を流入させ、投資ビークルを買い手として機能させる新たな手法となった。」「土地政策の観点から見れば、土地について正常な需給関係と適正な地価形成をすることに大きく寄与するものであると考えられる。今日の不動産投資の資金流入の回復というのは、証券化による市場の自律的な回復力が生じることがなければ実現しなかったものである。」「不動産投資市場の問題を考えるに当たっては、こういうふうな市場というものを活用していくことが重要でありますので、できる限り市場重視型の土地政策を進めていく必要がある」というふうにとまとめてございます。

それから、2「不稼動不動産の稼動化」というところでございますが、「不動産証券化というものは、リスクを小口化し、リスクを区分けすることによってリスクのトランピングを可能とするものであり、リスクの大きかった不稼動不動産について、機関投資家や個人投資家から投資を振り向けることを容易にするものだ。この結果、証券化はリスクが高いとみなされて、不動産に買い手を創出することになって、不稼動不動産を稼動化させる上で重要な役割を果たしたものと言える」ということをまとめてございます。

3に移らせていただきますと、「不動産経営の効率化による価値の増進」ということですが、「不動産証券化というのは、不動産経営の効率化を通じて「土地の効用の最大限の発揮」に寄与するものと考えられる。」「すなわち、証券化においては、投資方針等について、基本的な経営方針について、まず明確な説明がなされて、その上で投資対象となる不動産についてのキャッシュフローや収益についてのトラックレコードがデータで示され、その上でこれに基づいた数値目標というのが明らかにされて、どのような戦略、考え方によってその目標が達成されるかについて投資家に明示されることが必要とされている。また、そのつど詳細なレポートが求められて、それらは通常口頭でなく、時に数百ページにも及ぶ目論見書の形で書面化されるのが一般的である。さらにJリート等広く資金を集める場合には、IRが実施されて、金融の世界で通常用いられる分析手法によって説明されることが不可欠とされることから、結果さらに多くの衆目の監視の中で経営が進められて、経営が市場の監視の中で進められるようになっていくことを意味する。」「このように不動産の証券化の場合には、従来のような直感的な経営は許されず、数値目標に基づくPLAN・

DO・SEE・ACTION 型のビジネスモデルが必要とされ、常に多くの市場関係者の目にさらされる中で経営の効率化が検証されることになる。」と。この結果、不動産市場での競争が活発化するということとして、「このため」と書いてございますが、「不稼働の管理主体においては、同一不動産から少しでも多くのキャッシュフロー収益が生み出されるよう合理化、経営努力を重ねることとなり、結果として不動産の価値増進が図られることになる。このことは、国民の立場から見ると、同一の不動産で、より大きな経済活動が実現していることを意味することになり、土地政策の目指すところの「土地の効用の最大限の発揮」につながるものと考えられる。」「さらに、AM業とかPM業など、不動産経営が専門分化し、アンバンドリングを促進することとなり、専門能力を生かした不動産ビジネスを活性化させることとなった」ということでございます。

13ページの4の「不動産市場の透明化」というところでございますが、「不動産証券化は、投資家ばかりでなく市場全体に対してさまざまな投資不動産に関する状況の開示をもたらした。特にJリート等は、鑑定価格、建築基準、PCB、アスベスト等、詳細な情報の開示をもたらしている」ということでございます。「さらに」というところの真ん中あたりを見ていただきますと、先ほど言いました「市場関係者の監視の中で不動産経営が進められるようになり、複数の者のスクリーニングを経た形で情報が開示されるようになる。このように情報の開示は、不動産の多様なリスクを明確化し、リスクを通じて不動産の価格が形成されるという、不動産市場の透明化（トランスペアレンシー）を促進してきた」と。「このことは、正常な需給関係を形成するのに大きく寄与する」とともに、「また、特に」と書いてございますが、「多様な資金を不動産に流入させる上で重要な役割を果たしている」ということでございます。

それから5の「不動産価格の安定化機能のビルトイン」というところでございますが、「不動産証券化は内部収益率等の収益利回りが計算され、当該利回りと他の金融商品との収益及び投資利回りの相対関係で投資するか否かが決定される」というふうな形になってございます。「この結果」というところに書いてございますが、「不稼働価格が低下すれば利回りが上昇し、資金流入が促され、逆に不動産価格が高騰すれば利回りが低下し、資金流入に歯どめがかかるという、価格の安定化機能（スタビライザー機能）がビルトインされることとなった。」「今日、都心部と一部地域で物件獲得競争が激化し、バブルの再来を懸念する声が聞かれるところだ。確かに大量の過剰流動性が今存在している、大量の資金が不動産市場に流れ込んでいて、かつての過剰流動性がバブルを引き起した状況を連想させるものがあり、注意深い監視が不可欠である。しかしながら、現段階では賃料や住宅価格の大幅な上昇までには至っておらない状況」だと。また、「何よりもバブル期と比べて、投資システム自体が変化してきており、価格の上昇が上昇に拍車をかけるような地価高騰の発生は起きにくくなっていると考えられる」というところでございます。

ここににつきましては、資料の2 - 1の11ページをごらんいただきたいと思います。これは前回の資料にお出ししていない資料でございますが、11ページのところで、「地価と

投資システム」というのをバブル崩壊までのシステムと証券化時代の投資システムという形で対比に分けましてまとめさせていただいております。

バブル崩壊までの投資システムというところが にございますが、先ほどもご説明いたしましたように、地価上昇がもたらすキャピタルゲインに主眼が置かれて投資されていた。土地を担保とした信用力で融資するシステムだったため、地価が上昇すれば資金流入が加速し、さらなる地価上昇を招いた。 に、一旦今度下落局面になると、土地の資産価値が下落してしまって、不良債権化が急速に進み、金融の融資能力の減退を招いて地価下落を加速化させてしまう。 番目に、地価が下落する限り、土地の資産価値の減少はとまらずに、金融の融資能力の回復も望めず、自律的に地価を下げ止めるということは困難であったということであろうかと思えます。

これに対しまして、証券化のシステムというのは、証券化時代の投資システムは右にございますが、地価の上昇局面、 のところでは、投資、融資いずれもキャッシュフローを判断して行われることから、地価上昇局面については、いずれかの段階で収益率が下落することによって流入がとまって、地価上昇に歯止めがかかる。それから真ん中に、一旦下落が始まりましても、キャッシュフローを根拠として融資が行われているため、不良債権化というのは起きにくく、金融システムの健全性は維持される。地価がずっと、今度 で下落しますと、いずれかの段階で収益率が上昇に転じるため、資金流入が回復し、市場の自律的な力によって歯止めがかかると。

こういうふうな形で、下に書いてございますが、現在はバブル期と比べて、投資システム自体が変化しているから、地価の上昇が上昇に拍車をかけるというふうな高騰は起こりにくいということが、システムとしては言えるのかなと。ただし、こういうふうなシステムが正常に機能するかについては、まだ検証がなされてない。モニタリングを十分に行うことなどによって、しっかりと検証が必要である、こういうふうなことではないかということでございまして、14ページの先ほどの下のところは、今ご説明した内容を文章で書かせていただいているということでございます。

今までが第1章という形で、駆け足で、大量なもので大変恐縮ですが、第2章の方に移らせていただきます。

第2章は、16ページですが、「不動産投資市場の現状と課題」というところでございます。

まず「不動産投資市場の現況」ということで、1として「資金循環による不動産投資市場の拡大」ということを書かせていただいております。これについては、先ほどの資料の15ページ、16ページをごらんいただきたいと思えます。前回の資料は16ページの資料を出させていただきました。今回15ページ、16ページと二つありますのは、前回のものは最新の直近の2005年ベースでのデータを示したのですが、15ページの方はその5年前の状況がどうであったかというものを対比して見ていただけるようにということで、今回ご用意させていただいたものでございます。この中で、まず左側の不動産資産

のところを見ていただきます。

15ページ、16ページと見比べながらごらんいただければと思いますが、まず、お断りしなければいけないのは、不動産資産の方が最新の直近が2003年までしか出ないものですから、2005年という数字がないもので、それを見るために実は2005年の方は2003年の数字を使っております。5年間のトレンドを見ていただくという意味で、2000年の方に使っている不動産の資産の方は1999年末の数字を使わせていただいております。ご容赦いただければと思います。

まず1999年の不動産資産の総額は2,600兆ございました。これに対しまして、これが2003年ですが、それが16ページの方の図で見ていただきますと2,300兆に減少しております。これは地価が下落しているためにこういう現象が起こっているということでございます。

この中で、収益不動産の部分でございますが、収益不動産については2000年のデータとしまして60兆~70兆だったであろうと言われております。これは正確な数字はございませんで、あくまで推計で恐らく60~70あったであろうということではありますが、これが16ページの方の2005年の数字で見ていただきますと、75兆という形でふえている、こういうふうに言われるということでございます。これは、地価が下落している中で収益不動産がふえているということは、要するに非収益不動産が収益不動産に、多分資産流動化とかそういうことの中で転化をしていくという形の中で、こちらが膨らんできたということではないかと考えられます。

その中で証券化の規模ということになります。2000年のときには全体の証券化の規模はわずか1兆5,000億しかなかったということでございます。この証券化の中には、もちろんプライベートファンドとかそういうものを含めまして、信託受益権化されているものをすべて証券化していると考えて数字を出しておりますので、ある程度は悉皆的に近いデータではなかろうかと思いますが、1兆5,000億にすぎなかったものということでございますが、これが16年の方を見ていただきますと、5年間の間で20兆に急激に拡大をした、こういうことでございます。

そういう中で16ページの方の図を見ていただきますと、これは前回もご説明いたしましたが、不動産の資産の方に対しまして、金融の資産側は全体で5,930兆という規模になっているということでございます。その金融資産の内訳は、現金預金1,252兆、それから伝統4資産と書いてありますのは、国内外の株、債券ということを4資産としまして、それが1,700兆ございまして、それに対するオルタナティブな資産の中で、不動産関連4資産と書いておきましたのは、こういう言葉の定義があるわけではないのですが、不動産の証券化に関係しているもの、入っているものを、あえて「不動産関連4資産」と命名しまして、投資信託受益権証券、信託受益権、債権流動化関連商品という分類がございます。あと「等」と書いてありますのは抵当証券というもので、その4資産で全体で139兆ということがございます。その他の資産として、民間の貸し出しが698兆ござ

いまして、証券化の方に流れてきているところは、ここの不動産関連4資産のところから流れていくという状況になってございます。

この不動産関連4資産にだれが投資しているのかというのを見たのが、右側の図でございまして、一番投資を、金額をしているのは家計でございまして51兆ということで、その次が民間の非金融法人で30兆、それから銀行等24兆と、こういうふうな投資がなされているということでございます。

これは前回もご説明いたしました、その中で、非常に特徴的なのは、一番大きいところはやはり家計であるということでございますが、しかし家計については、家計の1,433兆に対しましてわずか3.6%ということになってございまして、54.5%の大部分は現金、預金の方に流れているという形になってございます。その現金、預金は、めぐりめぐって銀行の1,218兆の方から今度さらに貸し出しという形に流れて、それがまたノンリコースローンという形で流れていくという状況でございます。

もう一つ言えますということは、ではどういう形で金融の方から不動産資産の方に証券化で流れているかということですが、これも前回ちょっとお話しいたしましたけれども、上の方の、ちょっと細かい字で恐縮ですが、注4というところに書いておりますが、Loan to Valueを6割というふうに仮定をいたしますと、20兆のうちエクイティが4割、それから残りがデッドということになります。こういう計算にいたしまして、CMB Sの残高が3兆ということが出ておりますので、ここにありますようにエクイティ8兆、CMB S3兆、ノンリコースローン9兆だろうというふうに、ここは推計というか、予測ということでございます。

先ほどの資料1の方に戻っていただきまして、そういった状況を18ページの上のところまで書かせていただいております。18ページの二つ目のパラグラフで、「以上」というところからご説明をさせていただきますと、こういうふうな形を概観をいたしまして、そうすると以下四つの特徴があることが指摘できると書かせていただいております。

第1の特徴といたしまして、まず1つは金融市場、不動産市場全体に比べると、不動産証券化市場20兆ということですが、例えば金融市場5,930兆でございますので、不動産証券化市場の約300倍ということでございます。そういうところから比べるとまだまだ規模が小さいということで、今後さらに成長していく可能性があるというのが1点でございます。

第2の特徴としまして、不動産証券化というのは金融市場と不動産市場をブリッジするパイプのようなものだ。パイプのようなものでありますが、二つの市場から見ると細いものであるということで、証券化が特に巨大な金融市場の変動を受けやすい構造にあるということも見てとれるということでございます。また、不動産市場の中でも、そのウエートは大きくなっているものの、必ずしも不動産2,300兆全体の中では、不動産全体の変動を決定するものではないということが特徴の第2点として見られるということでございます。

第3点目としましては、資金の提供主体というのを見ると、先ほどご説明しましたように、家計が最も規模が大きいことがわかるが、その額は現金、預金と比較すると非常に小さな規模にすぎず、今後さらなる拡大の余地があるということが3点目でございます。

第4点目は、まだ不動産証券化は、金融市場、不動産市場に比べて規模が小さいというものの、両市場にとって無視できるものでなく、経済資金循環の1セクターを形成するに至っているということでございまして、特に第4の点につきましては、「土地政策を考える上で改めて明確な認識を持つことが重要」というふうに書いてあります。すなわち、平成9年に新総合都市政策要項というのが決定されておりますが、その中では証券化というのは多様な資金調達手法についての検討を進めるというふうな位置づけとなっているわけですが、今日の不動産証券化はもはや単なる資金調達のための一手段といった位置づけを大きく超えて、金融と不動産市場を結ぶ経済資金循環全体の中の1セクターを構成するものとなっているということでございます。

そういう中で、「土地政策の適正土地利用、適正地価形成を実現する上で、好むと好まざるにかかわらず、不動産証券化は無視することのできない政策ターゲットになっている。したがって、今後の都市政策においては、実物不動産のみを見ているのでは不十分であって、常に金融市場全体の動向と金融と不動産をブリッジする不動産証券化の動向に注意を払うことが必要とされることを認識すべき」だということが特徴として言えるというふうに書かせていただいております。

19ページに移っていただきまして、そういう中で、投資家それから事業者それぞれから見たオフバランス不動産投資ニーズがどうなっているかということ（1）（2）というところでまとめてございます。

（1）の投資家から見たニーズのまず第一ということで、1番目のパラグラフ、下に書いてございますが、「ポートフォリオを的確に組成する上で不動産証券化商品を新たな投資対象とする必要が投資家側から出てきている。株式や債券とは異なる特性を有している不動産投資を対象とするという観点からは、実物に投資するということがあるわけですが、実物不動産というのは不動産固有のリスク、特に流動性リスクを伴うことから難しいという問題があるわけですが、不動産証券化商品というのは投資家にとってそういうリスクが軽減されますので、ポートフォリオを的確に組成する上で必要な投資対象となっている。」と。それから、特にこういうニーズは、「金融緩和に伴う歴史的な低金利を背景としたイールドギャップの存在と相まって、大量の資金を誘引した」ということでございます。さらに、第2の理由として、「世界的に資金運用が不足し、不動産投資市場に大量の資金が流入していることが挙げられる」というふうに書いてございます。一番下のパラグラフでございますが、「1990年代後半に発行された高利回りの国債が大量に償還され、当該資金が行き場を失ってしまったこと。さらに優良企業による有利子債削減の努力の結果、企業の社債市場が急速に縮小し、これら資金が大量に不動産市場に流れ出たと考えられる」ということを書いてございます。

20ページに移りまして、さらに不動産投資ニーズの拡大の理由として、「年金の資金運用の問題がある」と書いておりまして、「利差損、死差損、加入者の減少等で年金財政の悪化が広く生じている。さらに退職給付会計が導入されて、企業年金が企業自体の格付けに直結してしまうということで、企業にとって年金の運用収益を改善することが急務となっている。これは、先進国共通の課題となっていて、運用収益の向上を目指して年金資金が世界的な規模でオフバランス市場に流入しているということが出てきている。」と書かせていただいております。

それから(2)のところ、事業者から見た理由ということでございますが、最初のパラグラフのところは、「間接金融から直接金融へという流れで、ROE、ROAを高める経営をするために、保有資産のオフバランス化が必要になっている。」「間接金融中心のときには、企業にとって不動産の保有というのは信用力の源泉として機能したけれども、今日では不動産の保有戦略が再検討されて、コストの合理性、リスクの合理性、企業戦略の適合性に合わない不動産については、オフバランス化されるようになってきている。」「企業間競争が激しくなりまして、限られた期間でマーケットの一定シェアを確保するとか、企業が競争力を維持するために、短期で大規模に集中投資する必要があるって、オンバランスのみによる投資手法には限界があるって、証券化によるオフバランスによる低コスト資金調達が必要になってきている。」と書かせていただいております。

21ページの上のところの最後のところに書いてございますが、「こういう動きをそれぞれの投資家、事業者の方から両方見ていきますと、こういう市場の拡大の動きは、時計の針が戻ることはないのと同様、不可逆的な動きと考えられる」というふうにまとめてございます。

それから21ページの2のところでは、もう一つの現況の特徴ということで、前回もご説明させていただきました「ファンドの森」の形成ということについて書かせていただいております。間のあいているところの一番最後のところでございますが、「以下不動産市場の発展過程をたどりながら、不動産投資市場の内部構造を明らかにしていこうとする」と。その次のパラグラフですが、「不動産証券化の始まりというのは、不良債権処理のための資産流動化スキームとしてスタートした。そういう形の中でプライベートファンドが形成されていったわけですが、プライベートファンドには運用期間があることから、運用期間経過後の処分先(出口)が必要とされ、その確保はファンド組成上の最大課題とされていた。」「そういう中で」リートが出現し、上のパラグラフのところですが、「リートはそうしたプライベートファンドの投資対象不動産の出口として重要な役割を果たすようになった。」「一方でプライベートファンドの存在は、」リートの成長にとっても大きな役割を果たした。すなわち」リートにとってはプライベートファンドが存在することで物件取得が容易となり、短期間で外部成長ができる環境が整えられたことになる。」「」リートとプライベートファンドとの相互補完的な成長メカニズムが実現した」と。「また」とアンダーライン引いているところでございますが、「歴史的な低金利を背景にレバレッジ目的でのノンリコ

ーローンの借入れが活発化し、ノンリコースローンがC M B Sとして販売されることにより、特定の金融機関に依存しない形での資本市場を通じた資金調達も可能となった。これらを契機として、プライベートファンドの組成が容易となって、用途もオフィスだけではなく、商業、物流等拡大していった。またリスクについても、コア物件だけでなく、ハイリスク・ハイリターン物件、オポチュニティ的な物件にも資金が流入することになり、リスクの特性に応じた多様なファンドが形成されるに至った。さらに2003年の投資信託の運用規制緩和で、ファンド・オブ・ファンズが認められて、個人資金からの多様な資金を受け入れることも可能になった。」「不動産事業においても、こういう中でオンバランス+オフバランスといった両事業を組み合わせながら戦略的に展開する仕組みが採用されてきた。さらに開発型証券化というところにも使われるようになりまして、開発型証券化の拡大ももたらした」ということをございます。それから「さらに」というところで、こういう動きが「市場の中での多様な物件が出回ることを促進し、多様な物件の分散投資が容易となった。そういう中で、ファンド間の不動産のリレーというのが現所有から不動産を分離してオフバランス化させ、バリューアップや再生をさせながら新たな投資適格性を備えつつ、適切な持ち手に引き渡されていくという質的向上の好循環を生じさせたと考えられる。こういう今日のファンド群の動きというのは、巨大な森林のような広がり多様性を有する、いわば「ファンドの森」とも言える市場を形成するようになっていて、あたかも森の保水機能のように不動産市場の拡大に寄与している」ということをございます。これにつきましては、先ほどのお手元の資料の23ページをごらんいただければと思います。

ここで、前回「ファンドの森」というのはこういうふうな形で広がっているよという最終的な、23ページの絵を書かせていただきましたが、特に委員の中から、開発型案件だけではなくて、例えば不良債権案件などが「ファンドの森」の中で再生していくというイメージも書き込むべきだ、というようなご意見をいただきまして、投資物件の再生というふうなイメージも書かせていただいております。こういう形の中で、最初のプライベートファンドがJリートと一緒に相互補完関係で拡大し、開発型も取り込み、投資物件の再生も可能となって、用途もどんどん広がって行って、ファンド・オブ・ファンズによって、あるいはC M B Sという形でいろんな資金が流れるような形になって、全体の保水力といいますが、保水機能が高まってくると、こういうふうな状況に至っているということをございます。

先ほどの資料1の23ページにまた戻っていただきますと、そういう中の「ファンドの森」による意義という形の中で、まずミスマッチの解消ということを掲げております。投資期間のミスマッチの解消ということで、「不動産は恒久財であり、長期に管理していかなければいけない。一方金融は、一定の運用期間が存在する。このため、次のパラグラフですが、不動産を長期、適切に維持管理、改善していくには、複数のファンドが不動産をリレーしていく必要があります、「ファンドの森」におけるファンド群の相互補完的關係を通じ



てこれが実現される。」と。

投資のタイミングのミスマッチの解消というところでございますが、24ページのところでございます。不動産というのは「有限で個別性のある財で、供給には時間的にも量的にも制約がある。このため、物件を確保するための迅速な資金調達が重要ということになるわけですが、しかし不動産証券化においては、個々の投資ビークルは内部留保を持っていないスキームということなので、迅速な資金調達には限界がある。そこで資金調達のめどがつくまでの間、一時的に他のファンドやオンバランス事業で物件を抱えていくブリッジ機能が必要となる。「ファンドの森」が形成されることにより、このブリッジ機能が発揮される側面もある」ということでございます。

24ページの(3)のところは、先ほど言いましたように開発型証券化とか再生型証券化の拡大も「ファンドの森」によって図られるようになったということでございます。

以下が現況分析というところでございますが、その中での問題点というのを以下、24ページの第2節以下でまとめております。第1としまして、不動産の金融商品化に伴う問題点を書かせていただいております。

まず(1)として、「不動産投資リスクが適切に情報開示されない懸念」というふうに書いておりますが、アンダーラインのところでございますが、「不動産固有の投資リスクについて適切に情報開示がなされ、投資家はその違いを的確に判断し、投資対象の物件の優劣が投資の資金の投入に適切に反映されることが必要」だということで、25ページのところで、「例えば耐震基準や建築基準法令の適合、土壌汚染やアスベストの使用の有無、あるいはそういったエンジニアリング情報というのは、特に不動産の固有のリスクに関する情報である。また、建物の耐久性、社会的競争力、物件の優劣といったものは資産価値に直接反映されるとともに、長期修繕費、リニューアル費、さらに建てかえ費等キャッシュフローの増減要因となり、結果として投資家のリターンに跳ね返ってくるものである。」と。こういうふうないろんなリスク情報が、「実物不動産投資の場合と異なって、不動産が金融商品化されることによって、不動産固有リスクへの認識が薄れて、合理的な投資が行われにくくなる可能性がある。」「このことは、本来達成されなければならない物件のリスクの程度に応じた合理的な資源配分が達成されない可能性があることを意味するものであり、実物不動産投資市場における適正な土地利用をゆがめるおそれがある」ということを問題点として書いてございます。

(2)で「物件管理がおろそかになる懸念」ということで、近年取得物件の投資利回りが低下する傾向にあるという中で、二つ目のパラグラフのところですが、「投資家に対してできる限り投資利回りを高く見せる必要から、管理に必要な費用を十分反映させないまま投資利回りの説明がなされるおそれがある」ということで、「例えば修繕費の管理に要する費用をどのように算定するかという形で費用算定の考え方が明確にされておらず、想定すべき修繕費の項目も統一がとれてないということから、そういう維持管理の良否の違いが投資家に十分に示されない状況にある。」それから、「定期修繕、大規模修繕、耐震補強と

いったものについては、アセット・マネジメント事業者、プロパティ・マネジメント事業者が先延ばしして適切なタイミングで実施しない可能性も考えられるが、これは長期的に見れば投資家にとって不利益をもたらすものだ。こういうものは、不動産証券化された商品と見れば、金融商品化されていることによってこういう不動産の特性が見えにくくなっていて、対象不動産の管理がおろそかにされる懸念がある。このことは、本来作用すべき管理面の違いによる合理的な資源配分機能が作用しなくなるおそれがあることを意味する」というふうな問題点を書いています。

26ページでございますが、こういった管理面の問題というのは、第三者にも不利益をもたらすおそれがあるということを書かせていただいております。

(3)の問題点として、「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、「不動産が金融商品化されることによって金融市場の影響を大きく受けようになる。そのことは、実物不動産の基礎的条件にかかわりなく、投資資金が大規模かつ急激に流入したり引き揚げたりすることによって、実物市場の健全な価格形成を阻害する可能性がある」という問題点を書いています。

(4)で「良好な都市形成の責任の希薄化」ということを書いてございまして、「不動産というのは投資ビークルの行動を制約することで投資の安全性を高めるものだ。投資ビークルの判断は硬直的になる傾向がある。しかし、不動産というのは長期にわたるものなので、長期に生じる状況変化に的確に対応する必要がある。また、不動産というのは立地特性というのが資産価値に大きく影響する財だ。立地特性は、地域の利便性、景観、にぎわい等外部経済要因によって形成される。都市や町への貢献といった外部経済性のある活動というのは、中長期的には資産価値に反映されて投資家利益にはね返ってくることから、中長期的に立った柔軟な対応が求められる。しかしながら、不動産が金融商品化されることで外部経済性の高い支出の意義が見えにくくなって、投資ビークルはみずからを維持することを優先してしまうことから、行政の誘導等の働きかけや、不動産の精通した主体がアセット・マネジメントに関与するなどの事情がない場合には、良好な土地形成の責任が希薄化する可能性がある」という問題点を書いています。

27ページの2「資金循環上の問題」ということで、健全な資金循環を図る上で、年金や個人の多様な資金の流入は不可欠だと。特に「個人や年金の資金は、長期、安定的な資金であるので、長期的な視野に立った管理が求められる不動産には適合した資金といえる。また、個人や年金の流入をすることは、投資のすそ野を広げることから、金融の攪乱による実物不動産への影響を軽減する上でも重要だ。しかし、これらは進展途上であって、その拡大を図っていくことが重要」だということでございます。それから「一方」というところに書いてございますが、「銀行の預貸率が今低下傾向にあるということ、それが不動産投資市場に流入している。ところが投資対象は首都圏に集中しているので、それが地域における健全な資金循環が実現されているとは言えない状況にある」という問題等を書いております。

3として「ファンドの森」の問題として、先に見てきたように「ファンドの森」というのがいろいろな役割を果たしておりますが、「しかし」というところに書いておりますように、「複数のファンド間を不動産が移動することで、価格面での利益相反の可能性が生じやすくなってくる。」と。それから「特に」と書いてございますが、「リート成り」によるリスクの移転の懸念が高まっているという指摘もされているところであって、最後のところですが、これら懸念される要因を払拭していくことが必要だということを書いてございます。

28ページでございます。4「不動産価格形成上の問題」ということをまとめてございます。不動産投資市場では、「複数の市場関係者による監視の中でモニタリングが働く中、不動産価格と収益から算定される利回りを、他の金融商品の収益の利回りと比較することで投資が決定されるということなので、理想的には不動産価格の安定化機能がビルトインされていると考えられる。この機能が正常に作用することは、適正な地価の形成を実現する上で極めて重要」だと。この場合、「この機能が正常に作用しているかどうかを外形上明確に判断することは困難けれども、例えばという形で、イールドギャップを一つのメルクマールとして用いた手法を想定してみると、次のとおり」と書いてございます。「イールドギャップが十分大きい場合には、キャピタルゲインが限定されていても投資に見合う十分な収益が得られることから、投資に合理性があり、価格の上昇も合理性があると推定できるけれども、一方でイールドギャップが小さい、あるいはマイナスになっていると、大きなキャピタルゲインが得られることに十分な合理性がない限り、収益率が低過ぎる、すなわち不動産価格が高過ぎると考えられ、不動産価格が上昇し続けているとすれば、その価格上昇に合理性があるとは考えにくく、不動産価格の安定化機能が正常に作用しない可能性が高いと推定される。」「しかしながら、こういうイールドギャップというのは、どの程度なら合理的であるか判断することは極めて難しい側面を有するというので、その次のところでございますが、投資主体の投資戦略やスタンス、ポートフォリオの考え方により、リスクフリーレートやリスクプレミアムについての理解は異なってくる。投資戦略やポートフォリオの構成によっては、イールドギャップが小さい場合でも十分合理性があることも考えられる。またキャピタルゲイン自体が膨らむ過程においては、地価が上昇すればするほど合理性のあるイールドギャップが低下してしまうことから、そもそも価格安定化機能が作用しにくくなってしまいうという可能性もある。したがって、イールドギャップをもって直ちに価格安定化機能の健全性を判断することは適当と言えないけれども、一方で今日、イールドギャップというのは存在しているものの、非常に物件を取得しなければならぬという競争の中で、都心部で、物件取得について一部過熱傾向が懸念されていて、イールドギャップも縮小傾向にある。十分な注意が必要とされる状況にある。このため、今後価格安定機能が正常に働くかについては、モニタリングを行うことにより十分見極める必要がある。」と。一方で、「価格安定化機能が正常に働くためには、不動産のリスクプレミアムやキャピタルゲイン期待の判断材料となる情報が的確に開示されることが必要で

ある。したがって、情報開示やインデックス等、収益の動向についての情報提供等、市場の環境整備をしていくことも重要」だと、こういうふうに書いてございます。

ここにつきましては、お手元の資料 2 - 2 というのをごらんいただければと思います。イールドギャップが実際どうなっているかというのを、リートと 10 年物国債で比較したものが 2 - 2 でございます。これを見ていただきますと、このネズミ色のところがイールドギャップというふうなことになります。平成 2 年の 9 月末ぐらいをピークとしまして、イールドギャップは長期的にはずっと低下傾向にあるというふうな状況になってございます。

ただ、その次のページをめくっていただきますと、この中で、特に最近の直近の動きを拡大したものが次のページでございます。この直近の動きの中で、イールドギャップのところはその黒の線でありますけれども、青い線が東証 R E I T 指数でございます。東証 R E I T 指数は、ことしの 7 月 11 日にピークになりまして、一たん価格調整が行われております。その間ずっとイールドギャップが低下していたのですが、価格調整が行われまして東証 R E I T 指数はぐっと今下がってきて、ちょっと最近持ち直しておりますが、下がってきておまして、その過程の中で逆にイールドギャップが下がり過ぎただろうというふうに感じたのかどうかわかりませんが、最近ちょっと反転をしてイールドギャップが少し開いてきている、こういうふうな状況になっておまして、こういう中で一旦は価格調整機能は発揮はされたのではないかという考え方も、市場の関係者の方には言われる方もいらっしゃるということだというふうにも聞きますが、ただいずれにしましても、イールドギャップが小さくなっているということは、だんだん危険水域だねと、こういうふうな雰囲気があると。しかし、それが本当に危険、どこまで危険でどこまで正常なのかというのはわからない。きちっとしたモニタリングをする以外にないであろう。モニタリングをきちっとするよう注意を払ってやるべきだと、こういうふうなまとめ方をさせていただいております。

そういう中で、先ほどの資料 1 に戻って 30 ページでございます。第 3 節「不動産投資市場の課題」ということで書いております。 、 、 と書いてありますが、「優良なプロジェクトというニーズが引き続きある」ということでございまして、「こういう中でこういう優良なプロジェクトや適切なバリュウアップの再生物件に対して、持続可能な形で資金流入が確保されるよう、自律的機能を備えた不動産投資市場を実現していく必要がある」ということで、これが下の方に書いてございますが、「こういう自律的な機能を備えた不動産投資市場の条件整備をすることが重要である」というふうなまとめでございます。

そういう中で、32 ページに移っていただきまして、ではそういう自律的な機能を備えるための不動産投資市場のあるべき機能というのはどういうものかというのをまとめてございます。

まず第 1 節で「他の財との比較における不動産の特性」ということで、1 として「適切な管理が必要な財」ということを掲げております。不動産は、「すなわち」という二つ目の

パラグラフですが、「適切な管理がなければテナントが撤収し、賃料収入は低下し、キャッシュフローが減少してしまう財である」と。その次のパラグラフで、「不動産は日々の継続的な管理を必要とするいわば「生もの」であるということから、日々の日常的な管理方針が必要である。また一方で、長期修繕や大規模修繕のように中長期的な管理計画に基づく管理方針も必要とされる財であるということが、一つの特性である」ということございます。

2として「不動産に内在する責任が求められる財」ということで、幾つかの切り口からまとめております。33ページを見ていただきますと、まず(1)「公共の福祉との関連での責務」ということで、先ほどの土地基本法による公共福祉の優先ということだけでなく、例えば建築基準法できちっと常時適法な状況に維持するよう努めるというふうな努力義務規定が書かれていたり、廃棄物処理法で清掃を保つように努めることとされていたり、土壤汚染対策法で、土壤汚染の除去、汚染拡散の防止ということが命じられるというふうなことがございます。それからまた、耐震改修法、ハートビル法といったところでの責務もかかっているというふうな特性がございます。

それから(2)で「所有権に内在する不法行為責任」というふうに書いてございますが、民法717条で、土地工作物の所有者に対しては、当該工作物の瑕疵によって他人に損害が生じたときは、最終的に責任を負うというふうなことが規定されております。例えば回転ドアの問題ですとか、施工の不具合、昨今ちょっと大きな建築上の問題がございますけれども、そういう施工上の不具合、そういうことによって仮に事故が発生した場合の責任、地震が発生したらすぐに点検して安全を確認しなければいけないという責任、アスベストみたいな有害物質があれば、ちゃんとそれを取り除く責任というのは、最終的には所有者に帰属する、こういうふうな形になってございます。この所有者に帰属するというのは、信託の場合ですと形式的な所有者というのは信託銀行ということになってございますが、信託の場合は信託法36条で受益者に対しても、受益権を放棄しない限りは損害賠償責任が受益者に及ぶという規定がございまして、例えば人が何かの事故でお亡くなりになるということが起これば、受益者も、その投資した信託財産の範囲を超えて責任を負うという形になってございます。もちろん、今の信託法では受益権を放棄すればその責任を免れるというふうな形になっておるのですが、そういうふうな特性もあるということでございます。

(3)で「まちづくりや地域への責任」ということで、2番目のところで、「特に不動産が大規模な物件であればあるほど、一度建設されると簡単に壊すことはできなくなることから、当該不動産は長期にわたって都市や町に影響を及ぼす。それから土地利用に外部性があるため、例えばある不動産が倒産してしまった、そこで管理放棄がされてスラム化すると周辺にも影響を及ぼす」と、こういうふうな責任もございます。

34ページの3「個別性が強い財」というところでございますが、「何百万もの均一商品が存する一般的な金融商品と異なって、非常に個別性が強いものだ。隣接する不動産であ

っても、通り一本隔てると集客力、収益力に大きな違いが生じたり、同じ不動産であってもテナントをかえて管理が違っていると収益率が違うというふうな個別性が出てくる」というふうなものでございます。

こういう中で、34ページの2節のところですが、市場の特性というのを見てまいりますと、まず1「不動産と金融の投資期間のミスマッチの特性」ということで、「不動産というのは恒久財で、長期にわたって投資資金が回収される財だ。一方で金融というのは、短期運用が求められる。したがって不動産投資市場において適切に管理されるためには、複数のファンドがリレーしながら不動産を維持・管理・改善していく「ファンドの森」機能が必要」だと。しかし、一番下のパラグラフですが、「「ファンドの森」の形成というのは、それ自体は積極的に評価していくものだけれども、複数ファンド間の不動産移転というのは、利益相反というものをもちたらず懸念もあるのだ」ということを書いてございます。35ページに移らせていただきますと、そういう中で、「一方で長期の視点で管理していくということが不動産は重要なので、不動産投資市場ではできる限り長期的な資金流入が望ましい。」「投資期間ができるだけ延びるよう、レンダーの投資期間ができるだけ延びるよう、個人や年金資金が長期に安定的に資金を流入できる環境を整備する必要がある」ということでございます。

35ページの2「利益相反の特性」ということを書いてございます。「何百万もの均一商品が存在する株式と異なって、不動産は個別性の強い財だ。したがって、株式と異なり、取引市場での価格裁定機能というのは限定的で、価格は相対によって決まるとというのが基本だ。この結果、価格決定には最後まで不透明性が残って、価格面での説明責任が重要となるというふうな問題がある。」それから、「不動産は株式と異なって価格面での利益相反の可能性を持つ財だ。一方で株式の場合は、株価情報を他の取引で不正に活用するといった情報面での利益相反の可能性が生じる。不動産ではそういう情報面での利益相反の可能性は逆に生じにくい」ということで、「例えば」と書いてございますが、「16年の商取法の改正でYK+TKスキームによる匿名組合出資がみなし有価証券というふうにされた。」と。こういうことから、YK+TKスキームを子ファンドとする親ファンドというのが二層構造で投資した場合に、その親ファンドのアセット・マネジメント業というのは、結局親ファンドは何に投資しているかといいますと、みなし有価証券とされた組合持ち分に投資をしているものですから、子ファンドの方に対するアセット・マネジメント業は規制がかからないのですが、親ファンドに対するアセット・マネジメント業は投資顧問業法上の投資規制がかかるということになりました。このため、投資顧問業法ではインサイダー的な不正取引による利益相反を規制するという観点からだろうと思いますが、6カ月に一度、同一取引の有無があるかどうかということ、顧客である、この場合は親ファンドのピークルになりますが、ピークルに報告しなければいけないという義務が課されております。しかし、個別性の極めて強い不動産の場合には、仮にそれがみなし有価証券になったからといって、アセット・マネジメント業者が同じ取引をするということは概念的には考

えられないわけでありまして、あったとしても類似の取引、類似の同じ出資持ち分を投資するということはあるわけですが、しかし非常に個別性が強い不動産の場合には、顧客から得た情報をみずからの取引に不正に活用するということは考えにくく、要するに6カ月に一度同一取引があるかないかということを一々報告して、書面で報告しなければいけないということは、意味のない規制というふうなことで、ある意味過剰規制ではないかと、こういうふう考えられるわけでございます。

逆に株式の場合には、常に価格というのは市場で、マーケットで明らかとされておりまして、そういうことから価格面での利益相反というのが起きないということなのですが、起きないから逆に価格面での利益相反をしてはいけませんよなんていう規定は何もないわけですし、一般的な金融商品に対する規制をそのまま今不動産に適用しているという状況で、ちょっと合理性に欠ける部分があるのではないかとという形で例を書かせていただいております。こういうことを考えますと、最後のところですが、このような不動産投資における利益相反の特性を踏まえた適切なルールを形成することが必要であるということでございます。

36ページで、3「外部経済性が資産価値に跳ね返ってくる投資財」だということで、そういう外部経済性についても説明責任が果たされるような仕組みの構築が必要だということを書かせていただいております。

その中で、第3節「土地政策の観点から不動産投資市場のあるべき機能」というものをまとめてございます。

第1として「不動産の個別属性情報の投資家への的確な開示」という形で、「投資家に対して対象不動産の個別特性に関する情報開示が極めて重要である。特に建築基準法に適合していること等のエンジニアリング属性というのは、健全な投資市場を形成する上で最も基礎をなすものである。したがって、不動産投資市場においては、財務状況、金融や経営上の情報のような包括的な情報を開示するだけでは不十分であって、対象とする個別資産ごとに管理属性に関する情報、さらにエンジニアリング属性に関する情報等が開示されることが重要であって、必要不可欠なものについては原則開示するという考え方に立って、できる限り開示が図れるようにする必要がある」というふうなことでございます。

2番目に、その中でも特に管理に関する開示ということで、「管理・運営にかかる情報というのは、投資家にとっては重要な個別情報の一つだ。特に長期修繕等の費用の計上のあり方は、キャッシュフローの確定や資産価値の形成において大きな変動要因となってしまう。どのようなタイミングでそうした費用が発生するか等、長期的な視野に立った管理・運営方針が的確に投資家に明示されて、投資家の検証が働くことによって、市場メカニズムを通じて管理のあり方の違いが資源配分に反映されて、不動産管理の健全性、適正な土地利用の実現が図れるようにしていくことが重要」だと。

3番目は、「不動産の運用・経営に責任を有する主体による投資家への説明責任」というふう書いてございます。「不動産の運用・経営について専門的責任を、専門的知識を有す

る者により投資家への的確な情報提供がなされることが重要であり、これら主体により直接投資家に説明責任を果たしていく仕組みが不可欠だ。特に不動産投資については、外部経済性が投資家利益に跳ね返ってくる特性を有するので、都市再生、まちづくりに関しても投資家利益に立った説明責任が果たせることが重要である。これは金融というよりは、もっぱら不動産に関する専門的知識を必要とされることから、不動産に精通した運用・経営主体が中心となって、投資家への説明責任を果たしていけるようにしていく必要がある。」また、不動産証券化商品ということになりますので、「投資家の知識、経験、経済状況等に照らして不適當な勧誘を行ってはいけないという、適合性原則が満たされることが重要である。このため、よりリスクの高い不動産物件の場合には、投資家の知識、経験に照らして正しい理解のもとに投資できる、真に投資すべき者が投資していくようにすることが重要である」ということを書いてございます。それから、「投資家が合理的な投資判断を行えるようにするためには、不動産専門の投資アナリスト、ゲートキーパー、不動産投資顧問業の充実発展が必要である。」ということでございます。

4番目に、「優良な投資物件の開発や適正なバリュアップによる物件の再生、外部経済性の高いプロジェクトへの資金誘導を加速する仕組みの構築」としまして、「しかし」というところがございますが、「不動産投資市場が持続的な資金循環の受け皿となるには、投資に値する優良な物件の開発や適切なバリュアップによる物件の再生を加速させ、「金もうけだけの証券化」から、「良質なストックやまちづくりの創出につながる証券化」に脱皮させていく仕組みが必要である。この場合には、都市計画とか融資等、良好なまちづくりの創出に向けた制度の促進も必要となる。また、不動産投資というのは外部経済性がはね返ってくるという特性を有しているので、その外部経済性について評価し、投資家に説明できる主体の育成、それからそういう意義や有効性の判断できる情報提供が投資家に的確になされることも重要だ。」と。「このため」と書いてございますが、「投資家に対する都市経営戦略の説明において中心的な役割を担う新たな都市事業者の育成を図るとともに、プロジェクトの外部経済性について評価する仕組みの研究が必要だ」ということを書いてございます。

5番目の点として、39ページですが、「適切な不動産経営につながる最善の管理分担体制の構築」ということで、不動産経営の効率化による価値増進が図られるためには、実物不動産の管理・運営の分野で、より専門性のあるものが積極的に活用されることが必要だということ、そういうことが活用されていくように、「適切な不動産経営につながる最善の管理分担体制の構築が必要だ、」ということを書いております。

6番目に「価格面での説明責任の充実」ということで、特に不動産鑑定というのが価格面での説明責任が十分果たされることが必要ということを書いています。不動産鑑定というのは不動産投資の基盤を支えるものであって、一般の鑑定評価の場合とは異なる観点からの留意も必要とされるということで、  
、  
、  
と三つ書いてございますが、「依頼者に対する説明責任ばかりでなく、投資家に対する説明責任が一層求められる。」と。それから



番目として、結果としてではありませんけれども、「真正売買性や非連結性といったスキーム組成上の基礎的条件の一つになっている。」と。番目に、「価格に関する将来予測とか管理費用の算定について、収益価格が大きく異なってくる可能性があるので、鑑定評価の決定理由について適切な説明をする必要がある。」と。他方で、鑑定士がこういう説明責任を的確に果たすには、依頼に係るいろんな情報が、投資スキーム上の位置付けですとか、土壤汚染の調査結果、エンジニアリング・レポート等の情報が依頼者から的確に提供され、鑑定評価の信頼性を高めるような方策もあわせて検討する必要があるということで、不動産鑑定につきましてはこの小委員会でも後ほどまた詳細に検討するというにさせていただきます。

7番目は、先ほど来お話ししている「価格の安定化機能が有効に機能する市場環境の整備」ということで、それがきちっと果たされるようにする上でも、いろんな個別情報の情報開示がなされるとともに、不動産投資インデックス等の整備が重要であるということを書いてございます。

8番目は、「長期かつ安定的な資金の持続的流入の促進」が必要だということで、「そのためには」というふうに書いてございますが、先ほど来からお話ししているように「個人や年金の資金といった長期、安定的な資金が不動産投資市場に流入することが不可欠であって、そのための情報開示や市場環境の整備が必要だ。こういう観点からも不動産投資インデックスの整備が必要である」ということを書いてございます。

9番目は、「不動産投資市場における不動産流通コストの軽減」ということで、二つ目のパラグラフでございますけれども、「土壤汚染とかアスベスト、耐震等いろいろな情報がございしますが、そういう情報というのは取引の都度収集する必要があるということになりますと、社会的なコストということになりますので、そういうものをできるだけ低減してできるように、対象不動産に対する個別属性に関する情報開示、情報化項目の統一や電子情報化、あるいは履歴情報の保管体制の整備等によって情報流通を円滑化する環境整備が重要である。」「また」と書いてございますが、「特に不動産流通税などの経費については、できる限り軽減することが重要であるということでございます。

10番目に、「投資スキームに関わりない不動産に共通したルールによる制度設計」ということで、41ページのところにございますが、一番最後のところに書いてございますけれども、投資対象が不動産である限り、不動産投資市場に共通した整備されるべきルールとして、制度設計されるべきであるということを書いてございます。

最後の4節のところでございますが、そういうことが、一番下のところのパラグラフでございますが、できる限り市場メカニズムを活用して自律的作用を通じて達成され、さまざまな問題が解決されるようにしていくことが重要であり、今後は民の力、市場の活力を最大限活用した土地政策、すなわち市場重視型の土地政策への転換を進めていくことが必要であるというふうにとまめてございます。

ちょっと長い説明で恐縮でしたが、以上でございます。

前川委員長 大部な資料の説明、どうもありがとうございました。

それでは、ただいまの事務局の説明を踏まえて、忌憚ないご意見、ご質問をいただきたいと思います。事務局の精力的な検討及び委員の皆様の有用なご意見をいただいた結果、非常に短期間ではありますが、非常にまとまったものができたなというような印象を持っています。議論の進め方ですけれども、序章の基本的な視点については、ある程度合意が得られると思うので、第1章、第2章、第3章の順にご意見をいただければと思います。

まず第1章で、不動産投資が土地市場に与えた影響の認識について、どなたからでもよろしいですけれどもご意見をいただければと思います。

赤井委員 赤井でございますが、この点は非常にまとまった形で書かれておりまして、私としても同意するところでございます。特に三つ目の、「証券化による不動産投資」の上から2行目のところなのですが、「不動産の証券化は」、後半の方にも幾つか出ておりますけれども、「銀行を中心とする間接金融システムと切り離された資金調達を可能」にしたと、こういう点が非常に重要であったと思います。やはり証券化の土地政策、不動産市場に対する意義といいますのは、一つは間接金融からの不動産の解放ということと、それから能力面、意図の面で必ずしも適切とは言えなかった所有者からの解放と、この二つの側面があったというふうに理解しております。そういう意味で、こちらの部分が非常に重要な指摘だと思っておりますし、後ほどの証券化のスキームその他、税制面も含めたところで、ここを、調達を引き続き間接金融に100%依存しない形で存立可能であるような制度の設計ということが非常に重要になってくるかなと考えております。

前川委員長 どうもありがとうございました。ほかに、第1章についてご意見、またはこういう点はこう修正した方がいいのではないかという方はいらっしゃいますか。現状認識の章でありますけれども。

森泉委員 ちょっとよろしいですか。私は1回目お休みしてしまったので余りよくわからないのですけれども、例えば11ページに、ここで申し上げるのがいいかどうかちょっとわかりませんが、「不動産経営の効率化による価値の増進」というふうに書かれているのはそのとおりだと思うのですが、これから、二極化とおっしゃったことがそうなのでしょうか。落ちてしまった部分についての言及というのは、よろしいのでしょうか。全般的な印象なのですけれども、証券化の部分をクローズアップするのはよくわかるのですが、それから、不動産経営の効率化による価値の増進というところもあるけれども、取り残されたものについて、そういうのはどこかに言及しなくていいのですかね。ここで申し上げない方がよかったのか、ちょっと全般的な話になってしまうのですが。

前川委員長 その点はどうですか。

藤井土地市場企画室長 そういう意味では、取り残されたところがどういうふうになっていくのかということでは、余り大きくクローズアップはされていないというのはご指摘のとおりだと思います。私どもの考え方としましては、特にこれはイメージで見ていただくのとあれなのですが、例えば前回もご説明いたしましたが、資料2-1の33ページに絵を

かかせていただいて、こういうふうなイメージを、これは本文の方でいきますと、30ページのところにそういうことを書かせていただいたつもりなのですが、これは実際に秋葉原の絵なのですけれども、真ん中の黄色のところは、まさにこれは証券化で、開発型の証券化でできた非常に優良な物件でございます。その周りに取り残されたと言っているのかどうか分かりませんが、小さな鉛筆ビル群みたいなものが存在しているということでございます。こういうのが競争の中でだんだんだんだん空室率が出てくるということになると、そういうものを改善していく必要がある。優良な物件が私どもできれば、それを行政的に何とかするというのではなくて、この市場のメカニズムの中の自律的な力によって、これが優良な物件に転換していくというふうなことが重要ではないか。それを、悪い方をクローズアップして書いてないものですから若干わかりにくい表現になっているのですが、私どもの気持ちとしては、今先生がおっしゃった、落ちこぼされた物件と言い方がいいかどうかはありますけれども、そういう物件が仮にあるとすれば、それが市場メカニズムなどで優良な物件に自律的に転換していく、そういう条件ということが重要であって。

森泉委員 もしそうであるならば、どこかに少し、小さなところからだんだん大きな、マーケットをよくしていこうという部分ももうちょっと書き込まれた方が。それは11ページの2の前にも、「できる限り市場重視型の土地政策を進めていく」と書かれているのですね。それでこの「市場重視型の土地政策」というのは、ここの土地というのはストックの土地のことですよね。

藤井土地市場企画室長 そうですね。

森泉委員 だからそうしますと、不動産証券化の市場というのは、このフローのマーケットで、ここはすごく、割とマーケットが動きやすい部分。でも、ここで問題にしなればいけないのは、その下だと思のです。フィードバックというのが、今おっしゃったような意味でもあると思のですね。だからそこで、ストックのマーケットも長期的には良くしていくということのフローをとる。ストックが非常に連携しているという、今パイプは小さいけれども非常に連携しているというお話です。全般的に私今お聞きして、そこが強く書かれてないよう思います。問題は下のストックにあるのだというところだと思のですよね。だから上のフローのところから、いわゆるてこみみたいな、何かの形で連携をさせてストックをよくしていきたいという思いがもうちょっと伝わると思いいなと思います。だからその一つとして、いいところはものすごく効率化で価値は増進されていくし、場合によっては不良債権であったようなものも良くなっていくという、そこからストックが良くなると、さっきおっしゃったようなところを、もうちょっと書き込まれた方がいいと思います。

赤井委員 森泉先生のおっしゃること、まさに私も同意です。それはどこで本来強調して書かれるべきかということ、例えばこの横型の資料の23ページの「ファンドの森」というところがありまして、ともすると不動産の証券化といいまして、いわゆるリートに適格

な不動産というふうなことで、いわば完全に安定化がされたエリート的な不動産に個人の資金をつなげるというふうなところなわけなのですけれども、むしろ私などもこれまでの審議の段階で強調しましたのは、「ファンドの森」の手前の部分にいかん資金を流していくか。個人の資金をそこに一気に流すことは非常に難しいわけでありますから、どういった資金をそこに効率的に流していくか。当然のことながら、投資物件でうまくいかなかったものを再生するという作業もそこで行われますし、そこが一種の生態系としてのファンクションを森が担っているという部分でありますので、どちらかというところ、そのところでご指摘を踏まえた形での記述になりますと、バランスのとれた議論になるのではないかと思います。つまり不動産経営の合理化や効率化自体は非常に重要なことであって、それが今まで行われてなかったがゆえに、本来の不動産がしかるべき価値のポテンシャルを満たさないままの形で、これまで持たれていたところが現状としてありますから、そこをやはり踏まえた上で、「ファンドの森」の形成のところ而言及をするのが、より効果的ではないかなと思います。

福原委員 おっしゃることはよくわかるのですけれども、投資市場に入ってこない物件をどうするかという問題は、最後に当然残ってくるわけですね。実物不動産で持ちたいという方もたくさんいるし、それから不稼働でも構わないというか、相続の関係とか、いろんな関係で構わないとおっしゃる人もいますし、その辺を行政サイドがまた土地を再生していく方に方策を立てなければいけないのですが、無理やり投資市場に引っ張り込むというのはなかなか難しいのではないかなと。だから、その切り分けを将来的にはやっていかなければいけないのだと思うのですね。

森泉委員 そうですね。だから無理やりということではなくて、その長期的なマーケットでそういうメカニズムが内蔵されているということ、フローのところとストックのところを結びつける部分ではないかと思うのですね。無理やりに公的資金を投入とかいうことではなくて。

福原委員 今は多分、不動産の投資市場がまだ成熟してないので、いい物件ばかりが今確かに出ているというのはあるので、過渡期ではあるのです。ですから、悪い物件も本当に入ってくるのかという検証と、それから入ってこない物件を入れるようなことができないかという検証、それからもう入ってこないのは、では逆に国富としてどうやっていくかという、行政の宿題みたいなのが最終的には残る。そういうような感じを私はしているのですけれども。

赤井委員 この中でも議論されていますけれども、やはりリスクの適合性ですとかコストの適合性、戦略との整合性という形で、意味をなさないコーポレート不動産というのはこれから企業のM&Aが増えていく中で、必然的に不動産投資市場に出てくる流れにあると思うのですね。そういう流れは、企業の本源的価値を極大化するという視点に立てばやはり促進しなければいけない。

前川委員長 ですから議論として、マーケットに期待した場合には絶対捨てられてしま

う部分が出てきてしまうのですよね。東京では少ないのですけれども、地方なんかはやはりそこにお金流れないし、いわゆる未利用不動産の問題が出てきていますよね。企画部会でも話題になっていますけれども。だから完全にここでは、マーケットで扱える、マーケットで機能するという範囲に限定して、マーケットに完全に捨てられてしまうような未利用不動産については、少しやはり政策として位置づけていかなければいけないのかなという気はするのですけれども、その辺は、ここでの委員会で、不動産をどの程度カバーしていくのかとかいうのはどうなのでしょう。

日尾野土地・水資源局次長 今のご指摘の点なのですが、端的に言うと、マーケットに乗せようとしないうような、例えば不動産に関してではございませんけれども、ある程度余り利用されていないとか、遊休化しているものについて、どのようなことでそれを活用したりとか、別のものに転換していく手法は何かないかというのは、別途、低・未利用地に関する小委員会を企画部会に設けておりまして、今ちょうど関係各省からどんな政策をやっているかというヒアリングをしている最中でございます。その辺のことをにらみながら、いろんな手法があるのだらうと思っておりますけれども、総点検作業をしておりますので、そういうことをやっているということだけをご報告させていただきますけれども、こちらの方は、先ほど言いましたようにやや証券化の方に乗っかるという世界で整理をしていただければというつもりでありますので。ご指摘はご指摘としてよくわかりますけれども。

前川委員長 ここでは、あくまでもマーケットということを重視して考えるということですかね、

清水委員長代理 むしろ注意しなくてはいけないのは、そういうものに対してまで投資資金が入ってきて、それを延命させてしまうということが怖い。本来そういうリスクがきちんと開示されて、リスクもきちんとわかった上で投資資金が入ってくるという状況であるならばいいのですけれども、そういうリスクがきちんと開示されないままにファンドができていて、そういうところにお金が出てきてしまうと。本来その市場メカニズムによるならば、低未利用な状態は改善されていかなければいけない。例えば用途が転換しなくてはいけないというような不動産も、そのまま放置されてしまって、リスクが投資家に転嫁されるということの方が怖いと思いますので、その辺は少し慎重に考えられた方がいいのかなという感想を持っております。

森泉委員 長期的にマーケットが動けば、その辺は長期的にはよく改善されるという仕組みが入っているわけでしょう。だからそこを書かれているのではありませんか。

赤井委員 まさに今、清水さんがおっしゃったように、この不動産証券化というのを、本来自然淘汰されて分解されて再構成されなければいけないような不動産の延命の為の温床にしてはいけないということなのですね。そこに安易に資金を流してはいけない訳です。ただ反面で、どうしても行政的に政治的に資金を流さなければいけないということを行おうとする場合は、そこに市場の資金を流すことは可能です。これは何かといえ、市場が

とり得ないリスクをだれかが負担をすれば、市場の投資資金はその上澄み部分へ流れていくことが出来るようになるわけでありまして、むしろそういう事は別途行政的な裁量という観点に立って、信用補完を行うとすれば行政コストがそこで発生してくるわけでありまして、呼び水という意味で必要な事であればそれはむしろ積極的にやるべきだと思います。逆に言うと証券化というスクリーンを通すことによってその「行政コスト」が明確に数値化されて外にあらわれてくる、こういう望ましい形になると思います。

前川委員長 ここではリスクを開示することを前提にして、そのマーケットをどれぐらい機能させて、適正に導けるかということですね。

巻島委員 今森泉先生のおっしゃった、仮に賃貸オフィスビルをA、B、C、Dぐらいにランク分けして、低稼働・不稼働資産みたいなCとかDの話ではなくて、Aクラスがリートに入っているとすると、Bクラスの物件をどうするかということをおそらくおっしゃっているのではないかなと思います。そのBクラスの物件を解体して捨ててしまうというのはいかにも惜しい。やはりバリューアップして効率化して、Aクラスの物件にしたらいいのではないかな。その方が経済的にも得だということだと思います。ややアメリカのアップリート制度の必要性の議論に近いのではないかなと思いますが、アメリカの不動産は、リミテッド・パートナーシップという、パートナーシップ形態で持たれているために、リートという株式会社に入れる前に一つリートの株式との転換権を持っているリミテッド・パートナーシップをかませることで、税法上、「交換」ということで譲渡益が課税されない仕組みがあります。おそらく日本でも、Bクラスの不動産をバリューアップして、「ファンドの森」からリートにうまく流れていく仕組み、譲渡益の課税がなされないままリートに流れる仕組み、リートの株を売ったときに益が出ればそれは当然そこで課税されるわけですから同じことなのではすけれども、そういう繰り延べの仕組みがあれば、Bクラスビルも市場メカニズムに乗りやすくなるのではないかなという感じを持っています。日本でそういう仕組みをどうつくるかというのは非常に難しいとは思いますが、

森泉委員 そういう意味で、Aクラスは放っておくのならこういうのは要らないということになりますよね。ストックが自動的によくなっていくものだけをピックアップしていけば、自動的によくなっていったうまく回るということですよ。ただ、それはまだほんの一部だと思うんですけど。

赤井委員 リートの対象物件にしても、明らかにだれが見ても見栄えのよさそうなものが売りに出されて、そこにみんなが群がっていくところがありまして、極めて安易だと思うのです。そういう意味からすると、リートの運用主体の人々もまだ1世代目であって、競争による淘汰や世代交代が起こってないわけですから、最初の方はビジネスとしては若干やさしいところから入ってきたのですけれども、今困難に直面している訳です。ただ、その方たちのやっている方向というのが今のところはともすると高くても買うという方向になっている。ただそれは、例えばリートの公募割れその他で市場の逆襲を受けているというところがあるわけなのですけれども、だから、もう少しイマジネーションとか想像力

が求められているのではないか。そういう意味からすると、巻島先生のところでやっていらっしゃる不動産証券化アナリストということを進捗することによって人材の層を広げていって、いろんなことができる役割のプレイヤーというのを市場の中で育成していって、例えば企業におけるコーポレート・ターンアラウンド・マネージャーのようなことを不動産についてやるプロを増やしていく。それによって収益を上げていくというふうな、そういった人たちを。そうすると、やはり先ほどの「ファンドの森」の議論にも収束してくるわけなのですが、そこをいかに充実させてくるか。今は出口のところに資金が集まり過ぎ、人も集まり過ぎ、物も集まり過ぎ。それ以外のところに努力不足からくる目詰まりのようなものであって、残念ながら本来あるべきように上手く資金が流れてないということになっているのではないかと思うのです。

巻島委員 価格調整メカニズムが働くためには、不動産証券化市場とか不動産投資市場が一定規模以上に大きくなる必要があると思います。それはどのぐらいのボリュームだろうかということ、おそらく100兆円ぐらいの大きさにしないと不動産市場の価格メカニズムというのはきいてこないだろうと思います。従って、ただいまの議論は、速く100兆円にするにはどうしたらいいかという文脈で有効な議論だと思います。秋葉原のこのオレンジ色のところが解体されてしまうようなビルであるはずがないわけですよ。ちょっとやればAクラスビルになるような、いい場所の、いいビルであるわけで、それを実現するようなメカニズムが必要なのだろうなと思います。

柳澤委員 それは第3章に書いてありますよね。

巻島委員 だからちょっとアップリートの話をしたのですけれども。

柳澤委員 私はこの資料はよくできていると思いました。今動いている物件は今のご指摘のとおりだと思うのですけれども、この3章で書いてあること、つまりディスクロージャーとかいろんなことが進んだら、ほとんどの物件が動くようになるのだろうなと。ただ、今はまだそういうことが始まったばかりですから、ある程度の、さっきおっしゃったAクラスとかの物件が中心に動いていると思います。ここによく書いていただいた、3章の問題等がどんどんクリアされて来ると、もうBとかCの物件も十分動くような感じになると私は読みました。

前川委員長 リスクさえちゃんと開示されれば、BでもCでもいいわけですよ。

柳澤委員 だからここ(第3章)をどう書くかということで、まだ今動いていないねというのはご指摘のとおりなのですけれども……。ただ先ほどおっしゃった地方などなかなか難しいというところは、また政策的なものが必要かも知れません。

前川委員長 政策的に残るものと、マーケットでこういう整備することによって解決していく部分と、どうしても出てきてしまいますよね。

柳澤委員 若干あると思います。でも例えば東京秋葉原なんかは、今後はこの整備がなされれば、このオレンジのエリアも十分物件出てくると思います。

森泉委員 ストックの土地市場とその上のフローの不動産マーケットの市場メカニズム

の話なのですけれども、土地というのは土地独特の税制がありますよね。それによって齟齬って生じませんか。その上は金融マーケットとの裁定によって動きますよね。ただど下というのは、さっき相続税のお話もあったけれども、優遇税制なりいろんな税制がありますね。だからそこがちょっと税に関して余りなかったなという印象があったので。実はそのストックの土地のマーケットと上の部分というのは、連動するのが理想的だけれども、タックスがない状況ではそういうことがあるけれども、実はタックスがあったりいろんなトランザクションコストがあったりする場合には、齟齬が出てしまうことがあるのではないかと。

藤井土地市場企画室長 ご指摘のとおりかと思えます。そこは正直言いまして、まだ2回の検討でまとめているものですから、今後の委員会で議論しますが、税制の外国の制度とかそういうのと比べて、どういう税制が本来的な税制であるべきなのかという議論をさせていただきたいと思っております。そういう議論を踏まえないのではなかなか書きにくいので、十分書き込めてはおれません。ただ、ご指摘のところ、例えばということですが、1点だけ言わせていただくと、今典型的なのは不動産流通税だと思います。40ページの9の一番下のところに、「また、不動産流通税など対象不動産を移転する上で要する経費についても、できる限り軽減する」必要があるというふうに書いておりますが、ここもさらっとしか書いておりませんのは、詳しく検討をしてないからということもあるのですが、不動産流通税については信託受益権化されたものについては、基本的には受益権の譲渡をいたしましても流通税がかからない仕組みになってございます。ところが不動産の場合は、まさに流通税が消費税から印紙税まで二重、三重にかかるというふうな形になってございまして、そこは先生がおっしゃったところで非常に大きな差がございまして、そういう差が、今ほとんどの証券化のものが、不動産特定共同事業法の問題もございまして、信託受益権が流れているというふうな最大の、ちょっとゆがみみたいのところになっているところの最大の原因の一つにもなってございまして、そういうものは先生ご指摘のとおりさらに、実際にゆがみとしても出てきている部分があるかと思えます。ですから、そこはもうちょっと、最終報告に向けては外国の制度なんかも比較いたしまして、検討して書き込ませていただかなければいけないかなと思っております。

柳澤委員 今の税制等は本当に大切なご指摘だと思います。というのは、証券化して金融商品に近いところで活性化させようというところに、土地の固有のいわゆる不動産取得税とか登録免許税というのが何パーセントも残ってしまうと、やっている方向がねじれてしまいますね。ですから、これはぜひうまく調整しないと、今これを活性化させようというところの足かせになるのではないかなと思っております、このご指摘は非常に大切だと思います。

前川委員長 どうもありがとうございました。今1章、2章、3章、全体で議論されていきますけれども、ほかに意見。奥田さん、何かご意見。どこからでもよろしいですけれども。

奥田委員 価格安定化機能が働くと不良債権化がしづらくなるというお話がありました



が、今のシステムからすると、高目の価格で仕込んでイーロドギャップがあるためにいきますよということなのですが、金利が上がり始めたときに逆レバレッジになってくる可能性があります。そうなったときに、出口で投資家が集められなくなって価格が下落して、償却という問題が起きてくる可能性があるかと思しますので、なかなか難しい点があるのではないのでしょうか。

あと重要なのは、不動産市場は過去を見ても波があるわけなのですが、これが急激に上がったたり急激に下がったりすると市場に与えるインパクトが大きいと思いますので、情報開示にしてもできるだけ迅速な情報開示が欲しいと思います。地価公示も出ているのですが、どうしてもタイムラグが出てきてしまうところがありますので、できる限りの迅速性を持って出していただきたい。

それから、資料の中で地価の動きと不動産価格の動きという形でまざって使われているところがあるのですが、土地の価格の動きと不動産の価格の動きというのは、必ずしもなかなかリンクできないところがあると思いますので、部分的に区別して考えた方がいいのではないかと思うところがあります。例えば28ページの「不動産価格形成上の問題点」のところの下の、「キャピタルゲイン自体がふくらむ過程においては、地価が上昇すればするほど合理性のあるイーロドギャップが低下してしまう」ということになっているのですが、この章自体は不動産価格の話をしているのかなと思って読んでいたのですが、そこで地価の上昇というところか。基本的には建物一体になった状態で考える方がいいのではないかということが気になります。部分的に地価の話と不動産の価格が混在しているところが何点かあるような気がしました。

前川委員長 地価だけを取り出すというのは実は難しいですね。換地評価ではもちろんやっていますけれども。

奥田委員 そうですね。苦しいところがあるかと思えます。

前川委員長 それから、イーロドギャップについても、バブルのときはイーロドギャップがマイナスだったわけですね。

奥田委員 そうですね。

前川委員長 だから金利が上昇して、そういった事態が起こるかどうかという話ですね。

奥田委員 そうですね。安定化機能以外のところで金利上昇という要因によって、このメカニズム自体が崩れていくということにならなければいいと思います。

前川委員長 イーロドギャップがもしマイナスな状況になったら、それが的確にマーケットで下げてくれればいいわけですね。バブルのときは、その地価上昇に対する過剰な期待があったから、イーロドギャップはマイナスが当たり前でしたよね。1970年からずっと当たり前な状況でしたけれども。

奥田委員 その辺が気になるところですね。

あと情報開示のところ、いろいろと飛んでしまって申し訳ないのですが、情報開示のところ、確かにリート関係は非常に情報が開示されているのですが、鑑定士の立場から見

るとまだ十分とは言えない部分がかなりあります。例えば賃料の情報についても、必ずしも明確に開示されていない部分があるように思います。賃貸面積と賃料との関係ですとか、主要なテナントの情報開示が部分的に相当削られているものもありますので、できればもう少し開示していただいた方が、よりわかりやすいとは思いますが。

前川委員長 それでは、田村委員お願いします。

田村委員 簡潔に申しますと、まず今の情報開示の点については、一律に開示のルールを決めるのはなかなか難しいのではないかとこのふうには思います。例えばリートの、今奥田先生の方から話がありましたけれども、一般の個人の投資家さんが分厚い目論見書を見て、個々の数十ある物件の中の個別の賃料情報まで見て投資をするものかどうかというような面とか。ただ、ではその辺は大ざっぱでいいのかということになると、またそうでもない。つまりそれは商品の属性とか投資家の属性、それから情報開示の方法ですね。今申したのは、必ずしも公衆縦覧に付するような目論見書の中でやるのではなく、何かほかの方法もあろうか。例えば運用会社に対して説明を求める権利を付与するとか、これはあくまで一つのアイディアに過ぎませんけれども、というのが一つあります。

情報開示の点というのは、このレポートの中の一つのポイントではあるのですが、全体の感想を申しますと、不動産の証券化というのはあくまでもそれ自体が目的ではないと思っていて、手段の本当の一つにしか過ぎないということだと思っております。やはり大切なのは、最後のところにありますが、土地政策の観点、場合によっては不動産投資市場と。特にスキームいかにかわらない共通したルールということが大変重要だろと思うています。受益権ということで今ほとんど流通して、それは流通コストの問題だということ、で、「ねじれ」という言葉も出ていますが、「ねじれ」という言葉、私は使うのは割と好きなので使うのですが、それ自体が正しい表現かどうかという問題もあると思っております。どうしてそうなってしまっているのかという、日本の固有というほどでもないのしょうけれども、いろんな法制度だとかマーケットだとか税金だとか、そういうところから来ている姿をもう少しちょっと把握して、これから行われると思うのですが。最終的な一番重要なところは、では共通したルールとは何か。その中の一つとして、例えばということですが、情報開示については、こういう情報はだれにでも得られる。どこを見ればどういう情報が見られるということがもう少しよくわかる制度があればいいと。今個別の法律ごとにばらばらになっていますので、そんなことを感じました。

前川委員長 情報開示については、それ全部投げられても確かにわからないので、そういった何らかのアナリストが分析した結果がちゃんと投資家に入るような形でないといけないと思うのですが、石田委員、ご意見はございますか。

石田委員 総論としては非常によくまとまっていると思います。あと一つは価格の上昇という問題意識がこの中にあったと思いますので、公的セクターの収益不動産の証券化というのも一つ入れていただければ、こういうビルのように非常に優良なビルがマーケットに供給されると、我々投資家としては優良ビルの供給をお待ちしておりますので、ぜひ民

間セクターだけの資料でなくて、公的資本形成のところの証券化ですね。海外では工場、倉庫もOKですので、地方自治体の方へ行けば例えば港湾とか、動かない資産で、本来はキャッシュフローにかかわるべき資産というのがかなりたくさんあると思いますし、アメリカのリートにはそのテナントとして地方自治体がたくさん入っているというふうにも聞きますので、そういうようなところも旗を振っていただければなというのが感想です。

前川委員長 ほかにご意見ございますか。

赤井委員 先ほど巻島委員の方からアップリートの税制のお話が出まして、別の方からも全体としての税制の話が非常に重要であると。私の方から税制について言いますと、もう一つあるのは、特にビークルにかかわる税金というところなのですね。今やはり資産流動化法上の特定目的会社には借入制限というのがありまして、ざっくり言うと、これは実質的には借入先が金融機関に限定されているというふうなうらみがあります。ですから、証券化が間接金融からの開放と言いながら、実はそこで間接金融の機関の健全度によって資金の蛇口が左右されてしまうというところがありまして、ここについては若干時代遅れな規制というのがいまだに残っているという考え方を私も持っていますので、それについては先ほどの長期の安定的な資金の供給という点からすると、やはり一考あってしかるべき点ではないかなと。これは特に租特法の施行令の39条にかかわる部分になってくるわけでありまして。

もう一つは、金融機関が例えばノンリコースローンを出して資金を提供した後のこととなりますが、何らかの要因によって不幸にしてその金融機関が破綻をしてしまった。そうすると、その他の資産と一緒に一括して誰かに資産が譲渡されたときに、例えばこういったノンリコースローンが譲渡されますと、その資金の借入れによって調達したファンドのレベルで課税上の不利益が生じてしまうということがあるわけです。こういうようなところがありまして、ここについても一定の手当てをしませんと整合性が合わない議論になってくるのではないかなと考えております。これは次回以降の議論に引き継がれることになるかと思いますが。

前川委員長 ありがとうございます。

清水委員代理 先ほど情報開示の話がありましたけれども、情報開示と情報の整備というのは少し分けて考えていただいた方がいいかなという気がしております。例えば情報を開示していくということになりますと、だれに対してどういうふうの開示をしていくのかとなると、プライバシーの問題とかいろんな議論がそこで出てまいりまして問題になってくるのですが、一方情報整備ということで考えると、今の例えばある一定の項目に合わせていきましょうということをして、もうそれぞれシステムが違ってしまっていますので、非常に膨大なコストがかかってしまうわけですね。そういうコストがかからないような形で、整備を進めていくことが大切だと思います。今、目指すべきなのは、トランスペアレンシーを高めて物件を流動させていくための社会的なコストを下げることが目的になってくるかと思いますが、その二つを分けて考えられると僕はいいいのかなという気がし

ています。

また、不動産流通のコストを考えたときに、せっかく社会資本整備審議会の方と連携をとっていかれるということですから、取引制度そのもの、例えばイギリスの方で今何が行われているかという、取引制度の中で情報の流通をどうしていくべきかみたいなことが議論がされていますので、例えば売り手の責任、買い手の責任、当事者間の責任、またその中間に入る方の責任が明確にされていくことが重要だと思います。その中で、だれが情報を整備して開示していくのか。売り手が開示していくのか、買い手がそれを請求してとってくるのか。またその情報の責任みたいなものも出てくるかと思しますので、その辺を少しあわせて検討されていて、目指すべきは社会的なコストをいかに下げるかというところを検討していただくと、トランスペアレンシーが高まっていくというふうなシナリオになっていくのではないかなと思っております。

前川委員長 ありがとうございます。ほかにご意見ありますか。

もしなければ、いろんなご意見いただきましたが、大枠では用意していただいた中間整理（案）に対して特に異論はないというふうに理解いたしました。今、委員の先生方からいただいた意見を踏まえて、中間整理（案）に加筆修正を加えた上で取りまとめすることにしたいと思います。取りまとめについて、できれば私にご一任いただければと思いますが、よろしいでしょうか。

（「異議なし」と呼ぶ者あり）

前川委員長 どうもありがとうございました。それでは、本日より早速取りまとめに着手したいと思います。

なお、取りまとめ後については、12月上旬を目途に本小委員会から報告という形で私の方から公表したいと思います。公表のやり方についても、私にご一任いただければと思いますが、よろしいでしょうか。

（「異議なし」と呼ぶ者あり）

前川委員長 ありがとうございました。なお、取りまとめた中間整理については、12月12日に社会資本整備審議会の産業分科会と合同で開催予定の国土審議会の土地政策分科会企画部会において、本小委員会からの報告という形で私より報告する予定でございます。よろしく願いいたします。

## （2）今後の進め方について

前川委員長 それでは引き続きまして、議事の（2）に入りたいと思います。今後の進め方について事務局より説明していただきたいと思っております。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 お手元の資料4をごらんいただければと思います。「今後の進め方の予定」というふうに書いてございます。

まず1点目は、先ほど前川委員長の方からもお話がございました、12月12日に国土審議会土地政策分科会の企画部会を開催しております。ここに括弧にございますように、社会資本整備審議会産業分科会不動産部会との合同開催というふうなことにさせていただきたいと思っております、ここでまず中間整理について委員長よりご報告をいただくということを予定しております。

その上で、今年明けになります、第3回目を1月の下旬から2月の上旬という形で開催させていただきます。第3回目は不動産投資市場のすそ野を広げるための環境整備ということで議論をしていただく予定にしております。先ほどいろいろご指摘いただきました税制の問題については、また細かく、外国の制度なんかも含めて後半にございますが、そういう問題も部分的に触れさせていただくようなこともさせていただきたいと思っておりますし、それから年金の問題とかそういう問題も、ここで少し議論させていただきたいと思っております。

その後3月から5月の間に2回から3回程度開催をさせていただきまして、情報開示の方向と不動産投資の将来方向ということで、特に外国の制度を少し調べをさせていただきます、そこにつきましてもご議論をいただきまして、5月の下旬か何かの時期になるだろうと思っております、1回全体的な取りまとめのご議論をいただいて、6月をめどに取りまとめをさせていただくというふうな形にお願いしたいと思っております。以上です。

前川委員長 ありがとうございます。

それでは、ただいまの事務局の今後の進め方について、ご質問ございましたら。よろしいですか。

### (3) その他

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

赤松企画専門官 事務局からの連絡でございますが、本会議の最初にお配りしたこのスケジュール表についてでございますが、本スケジュール表につきましては、本日のお帰りまでにご記入いただいて、そのまま机上に置いたままにしていいただければと思いますので、よろしくをお願いいたします。なお、次回の委員会の日程に関しましては、先ほどの資料4においては1月下旬から2月上旬ごろというふうに書かせていただいておりますが、本日欠席の委員の方々もおられますので、事務局の方でまた調整させていただいた上、後日連絡させ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 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ます。どうもありがとうございます。では、議事進行を事務局にお返しいたします。

### 3 . 閉 会

赤松企画専門官 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。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まことにありがとうございました。本日はどうもありがとうございました。

午後6時00分 閉会