

第3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

日時：平成18年2月13日（木）

15：00～17：41

場所：国土交通省合同庁舎（2号館）

11階土地・水資源局会議室

開会 午後３時００分

１．開 会

○藤井土地市場企画室長 定刻になりましたので、ただいまから、国土審議会土地政策分科会企画部会第３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。

森泉先生まだお見えになってございませんが、ちょっと遅れて来られるというご連絡が入っておりましたので、始めさせていただきます。

資 料 確 認

○藤井土地市場企画室長 最初に、まずお手元の資料の確認をさせていただきたいと思います。

資料一覧をお手元の中に入れておりますが、それに基づいて確認をお願いしたいと思います。まず最初に議事次第がございます。それから委員名簿、座席表がありまして、配付資料一覧がございます。資料ですが１～７までございます。それから、「第二期中期事業計画素案」と書いてございます巻島委員のご提出の資料。「透明で中立的な不動産投資市場の構築にむけて」と書いてございます清水委員の資料。「わが国ＣＭＢＳ（不動産デッドの証券化）市場の現状と課題」と書いてございます赤井委員の資料。最後に小委員会委員のスケジュール調整の日程表がございます。以上が資料でございますが、不足等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が、よろしいでしょうか。

「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をしております。本日お帰りのときまでにご記入いただきまして、席の方に置いていただければと思います。また、委員の皆様には、これらの資料のほかに不動産投資市場のあり方について、不動産行政の観点から検討している社会資本整備審議会産業分科会不動産部会が昨年１２月に取りまとめました中間整理、「投資家が安心して参加できる不動産市場の在り方」について、本体資料と概要を参考までにお配りさせていただいております。お持ち帰りいただいてご一読いただければと思います。

委員出欠確認

○藤井土地市場企画室長 本日の委員会でございますが、おかげさまで後ほど森泉先生が来られるとのご連絡を受けておりますので、来られますれば全員参加というふうな形になります。従って委員会は成立しておりますということで進めさせていただきます。

なお、本委員会に関する議事の公開につきましては、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きますので、よろしくお願いいたします。

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

2. 議 事

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

(1) 国土審議会土地政策分科会第15回企画部会（社会資本整備審議会産業分科会第3回不動産部会との共同開催）の報告について

○前川委員長 最初は、議事の(1)、「国土審議会土地政策分科会第15回企画部会の報告について」でございます。国土審議会土地政策分科会第15回の企画部会につきましては、先ほど藤井室長の方からお話があったように、社会資本整備審議会産業分科会第3回不動産部会との共同開催という形で、昨年12月12日に開催されました。同会には、私も企画部会の委員長代理として出席し、本小委員会が昨年取りまとめた中間整理、「都市政策の観点からの不動産投資市場の検討と課題の概要等」についてご報告致しましたが、企画部会及び不動産部会の委員の方々から何点かご指摘をいただいたように記憶しております。従いまして、第15回の企画部会における委員会の方々からのご意見の概要と、それに対する考え方について、事務局よりご報告及びご説明をしていただきたいと思います。それでは、よろしくお願い致します。

○藤井土地市場企画室長 お手元の資料1に先ほど委員長の方からお話がありました12

月12日に開催されました合同部会の中での議論の主要な部分をまとめてございます。これに基づいてご説明をさせていただきます。

議論が出ましたのは、大きく6点でございます。上から順番に、議論としてこんな議論があったというふうにご紹介させていただきます。

まず1点目は、お手元の資料2と書いてございますものをご覧いただければと思います。これは、この小委員会の中間整理の中の参考資料の一部分でございますが、こういう形でバブルの発生・崩壊と不動産取引市場の政策の流れについて、企画部会の方でもご説明させていただいたわけですが、これに対しまして、地価公示というのはどうしても市場の実際の価格とはずれがあるのではないかという形で、そのずれというふうなことを考える上で地価公示ということを見て政策を評価するのはちょっといかがなものかというふうなご意見が出たところでございます。

これに対しましては、政策の評価を今回中間整理ですることが本意ではなくて、政策の流れというものをこういう地価の流れの関係の中で明らかにしようとしたということございまして、地価公示で実際のずれがあるということも承知はしているけれども、そういう流れを見るということで今回地価公示を使ったのだというご説明を、委員長の方からしていただいたということでございます。

2点目は、同じ資料2の2枚目をめくっていただきますと、これも中間整理の資料の一部でございますが、資産デフレの歯止めに関連している事項ということで、これはJリートの取得物件のポイントの半径1km以内の地価公示ポイントが上昇地点か上昇地点ではないかということの色分けしたデータを配付したわけでございますが、これに対しまして若干ご意見が出まして、これはJリートが地価を上昇させたのか、上昇地点のところにJリートが買いに入ったのかという、その因果関係がこれではわからないではないかというふうなご指摘をいただきました。これはおっしゃるとおりでございまして、そういう因果関係をここは分析したものではなくて、こういう相関があるというところを見たのですというご説明をさせていただいたということでございます。

それから資料1の方に戻っていただきまして、3点目でございますが、価格の安定化機能というのが今回こういうふうなマーケットが成熟するに従って、バブル期とは違って出てきたのではないかと、こういうことを中間整理では申し上げたところがあるわけですが、ここについていろいろご議論が出ました。ここの3点目のところが一番ご議論が出たところでございます。これについては、後ほど詳しくまたご説明させていただき、そのご指摘も

踏まえて分析を若干してみたものがございましてご紹介させていただきますが、出ました議論は、そもそもインカムゲイン重視で動いているのかどうかということをやはりモニタリングする必要があるだろう。アナリストの人たちがキャピタルゲインについてどういう期待をしているのか。仮に今キャピタルゲイン期待で動いていないとしても、将来キャピタルゲインというものの期待がワーストと膨らめば、結局は価格の安定化機能は働かないのではないか、こういうふうなご指摘をいただいたということでございます。

これについては後ほど詳しくご説明させていただきますが、キャピタルゲイン期待の動向を見るのはイールドギャップという見方があるのではないかとということで分析をしております。もちろんただその可能性、即ちキャピタルゲイン期待が膨らめば価格の安定化というのは働かないという、そういう可能性を否定しているわけではなくて、そういう可能性は十分あるから、きちっとモニタリングをしなければいけないのだというのが中間整理の考え方だというふうなご説明もさせていただいたところでございます。

次のページをめくっていただきまして、4点目でございますが、不動産の利回りというのはインカムゲインだけではなくて、やはりキャピタルゲインと両方見て総合収益率で見ないと、やはりちゃんとした分析ということにならないだろう、そういうふうな形で開示をすべきだ、こういうご意見をいただきました。

これについては、まさしく不動産のインデックスの整備ということが議題になっていると、インデックスの中ではキャピタルゲインとインカムゲインと分けて開示すると、こういうふうな考え方をとっているのだというご説明を、清水先生の方からしていただいたということでもあります。

それから、その他の意見として、情報、ITとの関係ということをしちっと認識する必要があるというご意見をいただきました。不動産の個別属性情報とかそういうことの電子化を図ることが、いろんな意味で流動性リスクの軽減につながるのだということで、非常に大事だというご意見でした。

それから、IT化によって証券の世界では4分の1以上がオンライン証券の世界になっている、こういうことがございまして、個人投資家の裾野を広げるという意味でも、アマチュア市場の拡充という意味でも、証券化、ITというのが非常に重要だというご指摘もいただきました。

6点目にございますのは、DCF法というのが使われているということですが、実務では直接還元法も重視しているという調査結果もあるのだというご指摘です。ただ、

いずれにしてもいろんな情報が開示されているので、情報が開示されるということが価格の安定化機能に役立っているという面もあるのではないかというご意見もいただいたところでございます。

特にこの中で3点目の価格の安定化機能ということはどうなのかというところが大きく議論がございましたので、ここについては若干今回追加的に分析をいくつかやっておりますのでご紹介させていただきます。

その前に、資料3というのをお開きいただきたいと思います。資料3では「中間整理の背景にある考え方」というのはどういうものだったかというのを、もう一回振り返ってまとめてみたものでございます。

一番上にございますように、バブル期のときには右肩上がりの経済という中で、キャピタルゲイン期待が形成されやすい経済社会的な状況、背景があった。そういう中で、投資の行動も値上がり益重視、キャピタルゲイン重視というところで動いていた。従って評価の方法も取引事例が中心になったということだったのではないかと。そうしますと、地価が上昇し始めますと、キャピタルゲイン期待が大きく膨らみまして、その結果、資金流入が加速してさらなる価格上昇を生んだと、こういうふうな大きな流れがあったのではないかと。ということでございます。

これに対しまして、現在は右肩上がりの経済も期待しにくい。キャピタルゲイン期待もなかなか形成しにくい社会状況がある。そういう中で、重要なのはキャッシュフローだということになりまして、キャッシュフロー重視の資金流入が入っている。従って、評価の仕方もDCF法ということを中心にやっているのではないかと。ということでございます。

そうだとすると、価格が上昇してもキャピタルゲイン期待が大きく膨らむということとはなかなかなりにくいということになりますので、利回りの低下ということが起こりまして、資金流入に歯どめがかかるのではないかと、こういうメカニズムに今なっているのではないかと。というふうな仮説が成り立つのかなと。ただし、この仮説が本当に成り立つのかどうかを見る必要があるわけですが、それはなかなか外形的に見ることができないので、一つの見方としてイールドギャップを用いた分析というのがあるのではないかと、こういうふうに書いてあるわけですが。イールドギャップというのは、いわゆる収益率、インカムゲイン利回りとリスクフリーレートの差がイールドギャップと考えますと、この式にございますように、これはリスクプレミアム・マイナス・キャピタルゲイン期待というふうな関係がございまして、イールドギャップを見ることによってキャピタルゲ

イン期待 g が非常に大きいか小さいかというのは、ある程度予測することができるということでございます。非常に g が大きければイールドギャップはゼロかあるいはマイナスということになるわけございまして、イールドギャップがある程度の大きさであれば g は過大な形になっていない、適正な範囲の形になっているのかなということが見てとれるのかということでございます。

そうしたときに、右のグラフにございますように、イールドギャップは2002年の8月、9月ぐらいをピークにずっと下がってきておりますが、ただし右側の下のグラフにございますように、去年の7月11日のところで価格が調整をされまして、イールドギャップは黒い線でございますが、そこから反転をしているというところが見てとれるということでございます。こういうところを見ると、イールドギャップがずっと下がってきているのですが、そこでいったん調整も働いている。十分な調整かどうかという問題はございますが、そういうことも見てとれるというふうな動きもあるのかなと。しかも、イールドギャップが下がっているといってもまだプラスの状況だということであるとすれば、ある程度価格の調整機能というこの資料の最初で仮定したような現在のシステムが働き得る状況になっているのかなと見てとれるわけですが、ただ、これも本当かどうかということの確認はない。したがって、きちっとモニタリングが重要である。それから、こういう機能が働く上でも、いろんな情報の開示が重要である。こういうことが中間整理に書かれているということでございます。

それから、もう一方で、こういうふうなキャッシュフロー重視の世界がいくためには、きちっとDCF法が機能していく、鑑定なりそういうものが機能していくことが重要であって、そのために不動産鑑定の説明責任の充実というところが必要で、特に復帰価格、キャピタルゲインに相当する復帰価格みたいなものの説明、あるいは管理費用の積算とかそういうことによっていろんな影響が出てきますので、そういうところはきちっと説明責任を果たせるようなものになっていかないといけないですねと、こういうふうなのが中間整理の考え方かということでございます。

こういうことの中で、今回、そうは言っても投資家の間では実際にこういうふうなキャッシュフロー重視という行動になっているのかどうか。やはりキャピタルゲイン重視になっている可能性もあるのではないかと。それから、今なっていないとしても、キャピタルゲイン重視にバーッとシフトしてしまう状況もあるのではないかと。やはりキャピタルゲインということを見捨ててはいけないよということで、かなり議論が出たということでございます。

ますので、そこを若干詳しく分析してみたのが、資料4でございます。資料4で、バブル期と今日の比較ということが非常に重要になりますので、バブル期と今日の比較をしてございます。ここでは、実際にキャピタルゲインを測ってみる必要があるということなので、全体の収益率をキャピタルゲインとインカムゲインの収益率で分けて出したインデックスを使いまして、エリアごとにどういう状況になっているかということ进行分析してみたものでございます。

詳しくは、資料5の下のところ、ずっとめくっていただきまして、17ページというところがございますが、17ページ以降にこういうエリアごとに全部何地区かを同じ分析をしております。その中ではすべて基本的に動きが同じになってございますので、代表的な東京都区部のものをこの資料4のところに掲げているというところでございます。

これを見ていただきますと、実際の地価の上昇のところは青い棒のところ、地価の水準ということを書いておりますが、その地価の水準がピークになりましたのは90年ぐらいということになるわけでございます。しかしながら、実はその90年ぐらいの地価のピークになるその前の時点で、地価が上昇、まだ低い段階のときに、現実にキャピタルゲインが大きく実現した85年、86年、こういう時期がございます。これは、すべてのエリアで同じことが見えてとれる形になっております。そのところから見ますと、今日の状況をちょうど一番右側のところに、これはデータの制約で2004年までしかないのですが、2004年までのところになっているのは、よく前回のバブル期と比較されるわけですが、バブル期である88年、89年、90年というところというよりは、むしろもっとその前の、ちょうどキャピタルゲインがプラスに変わる転換点の75年とか76年とか、このあたりにむしろ似ているという状況なのかな、こういうふうに見てとれるのかなと。

こういうことを見ますと、下にまとめてございますが、バブル期のときにはキャピタルゲインの実現を経験した後に地価が上昇し始めていますので、キャピタルゲイン期待が形成されやすい状況にあった。ところが今回は、キャピタルゲインの実現をまだ経験できていない。これからというところになっているというところがあるので、そこもちょっと大きく変わっているのかなということを書いておるわけでございます。

参考までなのですが、お手元の資料6というのがございます。資料6と先ほどの資料4というのを見比べていただければと思いますが、資料6というのは、資料4のデータをエリアごとに並べまして、74年からキャピタルゲイン、インカムゲインの形がどういうふうに変動してきているのかというのをずっと見たものでございます。ずっとめくっていた

だきまして、例えば81年ぐらいから見ていただきますと、キャピタルゲインがぼちぼち出始めまして、それで4ページのところを見ていただきますと、85年ぐらいに、左側の方は丸の内とか都心部になりまして、右の方に行くほど東京の郊外になってまいります。一番右側の方は地方都市が入っているわけですが、キャピタルゲインがグワーッと上がりまして、そして例えば86年になりますとだんだん郊外に広がりまして、87年になるとそのキャピタルゲインの実現が地方都市までバーッと広がっている、こういう状況が見てとれます。

ただ実際の地価の状況を見ると、バブルだバブルだと言われているところは、むしろ87年、88年ぐらいのところになっておりまして、例えば90年になりますとむしろもうキャピタルゲインは実現しなくなっておりまして、バブルがはじけるという状況になっているということでございます。実際にバブルが生じるその前に、東京の郊外部でもキャピタルゲインが実現した時期があり、さらに地方都市にもキャピタルゲインが実現した時期があったというのが、今回と前回とは大分違っている状況かなということでございます。

その後、92年からずっとキャピタルロスが出まして、キャピタルロスを経験し、最後の方、2003年、2004年ぐらいのところを見ていただくと、やっと、そのキャピタルロスが浮上をして、一部ゲインがちょっと見られ始めているかなというふうなターニングポイントに来ているということでございます。先ほどお話ししたような74年、75年とか、そのあたりの時期にむしろ似ているのかなというところが、エリア別に見ても、見てとれるという状況があるということでございます。

資料4の2枚目をめくっていただきますと、これは非常に単純化し過ぎている見方かもしれないませんが、取り巻く社会状況を見てみますと、バブル期のところは当時取引価格データも非公開という形で全然見えない中で、賃料がブワーッと上がっていった、将来キャピタルゲインがあっても合理的な価格が形成できるかどうかというところは、ブラックボックスで見えなかったところが、現在は取引価格が賃料データも一部とはいえ大分公開が進んでいるというところがございまして、こんなキャピタルゲインは最終的にはファンダメンタルズから説明できないよねというふうなところがある程度見えるという状況が、前回とは違っているのかなということでございます。

そういう中で、例えば当時は世界都市東京論というのが盛んに言われておりまして、1985年から2000年までに霞ヶ関ビル550棟分の新規事業あるのだということが言われたわけでございます。今回は例えば2010年までの間でも毎月7.5棟分のビル供

給がもう既に着工で予定されてございますし、逆に2010年問題という形で団塊の世代が抜けて、オフィス需要がちょっと曲がり角になるのではないかという議論もございます。これは逆の議論もございまして、一人当たりのオフィス面積がふえていくから結構需要はあるのだという考え方もあるのですが、少なくとも当時の状況とはやはり違うところの中で、現実にはキャピタルゲインを経験をしていない中で、本当にキャピタルゲインの方にバーッとはねるのかどうかという状況があるのかなどうかというところは、ちょっと状況は違っているのかなということでございます。

それから、その次の3ページをごらんいただきたいと思います。前回はイールドギャップの議論をしてきたわけですが、イールドギャップを長く見まして、バブル以前のところから比較、ずっとイールドギャップの流れをとって見たものでございます。これも実はお手元の先ほどの資料5に、エリアごとのイールドギャップのデータをずっと見ていったものがあるわけですが、基本的には、すべてのエリアで全く同じ動きをしております、資料4にありますような東京都区部と同じグラフ、状況になってございます。ただし、資料5の6ページのところにございますように、丸の内、大手町、有楽町ゾーンだけはちょっと特殊な動きをしております、70年代にイールドギャップがプラスの時期がございました。ただ、その丸の内ですえ、バブル期はイールドギャップがマイナスになってございます。いずれにしても、基本的には95年、96年、このあたりまでは、イールドギャップはずっとマイナスになっておりまして、95～96年以降からイールドギャップがプラスに変化したということでございます。最近ではイールドギャップが低下傾向にあるけれども、これも地域によってばらつきがあるということでございます。

こういうところから、4ページにございますが、どういうことが読み取れるかということなのですが、バブル期はイールドギャップがマイナスにもかかわらず不動産投資が行われたということです、先ほどの資料3のイールドギャップの式を見ていただいてもわかりますように、マイナスだったということは相当キャピタルゲイン期待が大きかったということではないか。これが95年、96年を境に構造変化が起こって、キャッシュフロー重視に投資が移行したとも見られるような感じもする。いずれにしても、当時と比べればキャピタルゲイン期待である g に相当するものは相当縮小しているというふうに見るのかなということでございます。

こういうふうにと考えると、今日イールドギャップが低下していますけれども、バブル期のような大きなキャピタルゲイン期待が存在する、大きな g が存在するとは、やはりな

なかなか構造的には考えにくいということが言えるのかなと、こういうことが見てとれるのかなということでございます。

その次の５ページ目に、若干それを裏づけるかのような形の、投資家に対するアンケート調査で、ニッセイ基礎研が調査しているものがございます。これは、右の一番下の方に書いてございますが、いろんな投資関係者の方１３０名ほどにアンケートを出しまして、不動産の取引価格の現状がどうなのか、こういうことの評価を見ているものでございます。

右のグラフを見ていただきますと、これは１０月に調査をしておりますが、２００４年のときには「理解を超える高値が増加」というところが非常にウエートが大きかったわけでございますが、このウエートが前回の、去年の秋の調査の１０月のときには、この「理解を超える高値が増加」というのが減りまして、逆に「高値だが適正範囲」だという回答がふえたということが見てとれます。どうして、高値だけれども適正範囲なのですかと理由を聞いております。理由を聞いたものが右のグラフでございまして、この中にはもちろん例えば赤で書いてあります「買い手が多く、出口戦略が立てられる」２６．３％、あるいは「地価が上昇局面に入った」１０．３％、一定のキャピタルゲインを期待しているというふうな向きも、その理由の中に挙げられていることは挙げられているわけですが、こちらのウエートが大きいわけではなくて、大きなウエートは、流動性リスクが低くなった、あるいはオフィス賃料が上昇局面に入った、収益還元でちゃんと評価されている、あるいはインカムゲイン重視でやっているからだ。だから適正な範囲なのですよという回答が上位を占めておりまして、こういうところから見ますと、投資家の判断は今のところは去年の秋の局面の中でワープと夏に向けて一時上がったという形なのかもしれませんが、秋の段階で少しここが価格も戻すような感覚になってきて、これはキャッシュフローの中で説明がつく範囲のものだというふうに投資家の方が見ているということがあり得るのかなと考えますと、キャピタルゲイン期待が大きく膨らんでいるという感じはなかなか見てとれないのかなと。こういうことを考えますれば、ある程度価格の安定化機能が働く余地はあるのかなと、こういうことがデータからは見てとれるのかなというものでございます。

以上でございます。

○前川委員長 どうもありがとうございました。

それでは、今ご説明があった企画部会での報告及びそれに対する、特に企画部会での３のところですね、価格安定化機能というところで議論が多かったので、事務局の方で分析をした資料を説明していただいたのですが、企画部会の報告についての質問でもよろしい

ですし、今事務局が3のところに絡んで分析されたことについての質問、あるいは、このような説明もあるよというようなご意見をお聞かせいただきたいと思います。どなたからでもよろしいですけれども。

○福原委員 今のキャピタルゲインの話なのですけれども、バブルのときと今とでは、キャピタルゲインをねらう動機が大分変わってきているのではないか。結果としてキャピタルゲインが出るのですけれども、実際にはインカムが十分にあるということで、結果としてキャップレートが決まってキャピタルゲインが出てくるのであって、DCFで事業投資を考えるとときには、どうしたらインカムゲインをよくしようか、そういう発想で皆さんが事業に参加しているということが今の健全な市場をつくっている。これが我々がキャピタルゲインをねらう動機も変わってきていると考えている大きな理由ではないかと思っています。

○前川委員長 インカムゲインの上昇という意味でのキャピタルゲインであって、いわゆる資産価値の上昇という意味でのキャピタルゲインではないということですね。どうもありがとうございました。

ほかに何かご意見ありますか。

○赤井委員 藤井室長のご説明を伺って、これは一つの感想になるのですが、1980年代の後半から87年、88年ぐらいまでにはかなりキャピタルゲインが増進した。そういう意味である種のバブルがそこにあったという感じはするのですが、非常におもしろいなと思いましたのは、それ以降90年代の前半になりますと、これはどうなのでしょう、市場の一つのメカニズムなのかどうか分かりませんが、マーケットは少なくとも都心部においては逆に若干沈静化をしてきたと。非常に皮肉であったのは当時の金融政策ですね。いわゆる不動産融資向けの金融政策を含めてということなのですが、不動産業向けの総量規制であるとか不動産保有課税の強化という政策が打ち出されたのは、実は90年以降ということだったと思うのですが、過去にさかのぼってどうだったかという議論はなかなか難しいのですが、放っておけば、ある程度みずからの作用によって収まってきたものを、若干遅れてそういった手を打ってしまったために、むしろバブルの崩壊の痛手がより大きくなったということなのかなと。もちろんこれは実証的に検証することがこれからの課題になってくるとは思います。そういう印象を受けました。

○前川委員長 ありがとうございました。ほかに意見は。

○巻島委員 どうもいろいろありがとうございました。前回のバブル時と現在の不動産投

資の局面なのですけれども、投資形態の違いというのもバブらない要素の一つとして考えられるのではないかと思います。SPCと証券化で投資いたしますと、通常投資家がエクイティを持って、その他の部分はノンリコースローンになるわけですが、最近ノンリコースローンが大変大きな掛け率で、やり過ぎのような掛け率で出されているのではないかと、ということが報道等でされておりますけれども、本来ノンリコースローンは7割とか、後ほど赤井委員からも話があるかもしれませんが、CMBSでリスクを投資家に移転しても投資家がとれるような、掛け率の控え目なといいますか、ある一定程度のリスクをきちんと見込んだローンのはずなのであります。ですので、証券化した方が以前の自己勘定で、自分の判断だけで投資するときよりも関係者が多い状態で投資されますので、それだけ抑制が効きやすいといいますか、価格メカニズムが早目、早目に効いていきますので、そういう投資形態の違いというのも大きいのではないかなと思います。

○前川委員長 最近新聞等でバブルの議論が少し出ていますけれども、それに絡んでご意見をいただいたわけですが、ほかにご意見ありますか。

きょうは3人の先生方にお話を聞くということもありますので、この議論はいったんこの辺にさせていただいて、次に進みたいと思うのですが、よろしいでしょうか。

(2) 不動産投資市場の裾野を広げるための環境整備について

○前川委員長 それでは、次の議事(2)に入りたいと思います。議事(2)は「不動産投資市場の裾野を広げるための環境整備について」でございます。この議題につきまして、3名の委員の先生方より発表いただくことになっておりますけれども、それに先立ちまして事務局より議論の前提となる市場型土地施策の全体像について説明をしていただきたいと思います。それでは、よろしくお願いいたします。

○藤井土地市場企画室長 お手元の資料7をごらんいただければと思います。資料7というのは、これから市場の裾野を広げる政策についてご議論をいただくわけですが、いろんな切り口、いろんな観点があると思います。議論がかみ合わないということになってもいけませんので、全体の議論の中の、どういう部分について今議論をしているのかということがわかるような、迷子にならないマップのようなものがあって、その上で議論をさせていただいた方が、議論がより深まるのではないかなというふうに考えまして、そういう全体の考え得る、必ずしもこれが政策としてとられているかどうかとか、そういうこと

を抜きにしまして、考え得るものを鳥瞰図のようなものであらわしてみたというのが資料7でございます。

資料7のところは大きく三つの部分で書いてございます。左のところに政策目標があって、真ん中にその政策の実現する場であるフィールドがあって、そして政策の体系として考えられるものを一番右側のところに書いてございます。政策目標は、これまでもご議論いただいているように、土地政策の観点の政策目標ということで二つございます。「適正な土地利用の確保」と「適正な地価の形成」という形で書いてございます。もちろんこれ以外に、例えば証券化というのは不動産業行政的な消費者保護行政の立場もございますし、いろんな別の切り口もあろうかと思えます。都市再生の立場もありますし、いろんな切り口もあろうかと思えますが、土地政策の立場から見た大きな目標ということで、この二つを書かせていただいているわけでございます。

そうした上で、政策フィールドということで大きく二つに分けられるのではないかと思いますので、前回のときもこういう議論がございましたので、あえてこういうふうに分けてみたわけですが、市場メカニズムを活用すべきフィールドと、市場メカニズムによっては解決できない色々な問題がございます。そういうのを、「公的主体による適正な管理や信用補完が必要なフィールド」という形で、二つ書き分けてみたということでございます。

この中で特に市場重視型行政というところではいきますと、この市場メカニズムを活用すべきフィールドというふうなところについての答えを出していくという形で、下の方についてはまた別の政策体系なり何なりが必要になってくるのかなということでございます。

この政策フィールドの中身を見ていただきますと、非常にごちゃごちゃといろんなことが書いてあるものですからわかりにくいと思いますが、考え得るものをあえて図示しましたので、いろいろ無理があるところがございますが、一つの絵として作ってみたわけでございます。

一番下の方に「消費者・テナント」と書いてございます。例えば消費者の中には、住宅の購入者がいたり、テナント、賃貸住宅の借家人の方がいたり、こういうふうな人たちがいるということでございます。

その中で不動産のフィールドというのを大きく見ますと、従来のフィールドでいきますと、一番左の不動産流通という世界と、その流通をしたものをマネージメント&デベロップメントするという真ん中の世界がございます。

それからもちろん投資をするというものも従来の世界の中にあったわけでございます。例えば生保の方が実物不動産を投資する、あるいは個人の方がワンルームマンションを投資するという世界もあったわけございまして、その投資のところは下の方にFと書いてございますが、資金を投入して、その物件を取得する、こういう世界があったわけでございます。

従来はこういうところがメインだったわけですが、そこに証券化というのが出まして、そのために投資の世界がグーッと上の方に伸びてまいりまして、それからマネージメント&デベロップメントのところも証券化の手法のものがブワッと伸びてきた。それから不動産流通のところも、実物不動産売買だけではなくて信託受益権売買という、こういう世界もぐっと広がってきたという形で、大きく上の方に証券化で伸びてきたわけでございます。

その中で、全体のフィールドも不動産流通、不動産マネージメント&デベロップメントに加えまして、不動産証券化商品流通という世界が出てきたのかなと。こういう形で大きく三つのフィールドになってきているということかなということでございます。

その中で、角が丸い四角で書いてございますところは、プレーヤーのイメージを書いているものでございます。その中で、まずマネージメント&デベロップメントのところを見ていただきますと、証券化手法を活用したものと、従来型のオンバランスの事業と二つに分けるのかなと。その中の証券化手法を活用したもののプレーヤーの中心となりますのは、アレンジメントということをやっている方かなということで、アレンジャーとかプロジェクトマネージャー、アセットマネージャー、プロマネとかアセマネとかそういう方がいるのかなと。ここに法務、会計、税務の方もアドバイスをするという意味で、両方に重なるような形に書いてございます。

それからその左の方に行きまして、情報サービス関係で実際にこういうふうな証券化のものを取得するということになりますと、デューデリが必要だということで、ここに不動産鑑定、エンジニアリングレポートをする主体がいる。

それからさらにⅡ－3というところにインテリジェントサービスと書いてございますが、鑑定士さんが出す価格だけではなくて、それをリスク分析するサービス、コンサルティングサービス、それからインデックスサービス、不動産の履歴情報サービス、こういうサービスが現在あるかどうかというのはわかりませんが、こういうサービスも考えられるかなということでございます。それから、分析ツールのサプライヤーのサービス。それから不動産EDIと書いてありますのは、Electric Data Interchange というふうに、物流の世

界なんかでいろんな情報のやりとりをする上での共通のフォーマットをつくりましょうという国際的な動きがありますけれども、同じ動きは不動産の世界の中でも出てくるだろうということで、そういうふうなサービスを書いてございます。

それから、その下のⅡ－４というところで、不動産取引公証サービスと書いてありますが、日本でこういうサービスはサービスとして明確に独立してあるわけではないのですが、海外ではエスクローとかこういうふうな制度がございまして、こういうサービスもあり得るのかなという形でここを書いてございます。

それから、その右に行きまして、不動産の管理の世界でございまして。管理の世界の中も、PMのサービス以外にリーシングだけということをやっている、例えば投資用賃貸マンションを貸すリーシングのところはいわゆる宅建業者さんがなさっているもので、ここだけちょっとリーシングを特出しをしてございます。不動産管理の世界は、こういう実物の従来の生保の方の投資のところにもかかわりますし、オンバランス事業のところにもかかわるものですから、位置的にはこんな位置かなという形で書いてございます。

それから今度右の方に行きまして、オンバランス事業があつて、さらにファイナンスの世界がございまして。ファイナンスは、直接金融と間接金融サービスがあつて、エクイティとデットと二つ大きく分かれるのかなと。エクイティの方で直接金融の方に行きますし、デットの方はノンリコースローンで入っていきますが、その入ったものが今度はCMB Sという形で直接金融市場経由といいますか、そういう形の中で投資家の方に流れていく。投資家の方は、これがちょうど一次市場みたいな形になりまして、いったんそういうふうを受けたCMB Sなりエクイティを、さらに二次市場で流通させるという形で、投資家のフィルターを通過してⅣ－５というところにありますが、流通市場サービス、上場市場、店頭市場というところで、ここでプレーヤーとしては証券会社なんかも入っている。

その両方にかかわるということで、アドバイザリーのプレーヤーに、投資顧問、ゲートキーパー、アナリストなどがいる。このような全体像になっているのではないかとということで、一応書いてみたものでございます。

それから右の政策体系のところは、大きく考えられるのは市場の条件・ルール整備、ここが基本だろうということでございまして、考えられる条件・ルール整備の例示をずらっと書いてみたものでございます。それから条件・ルール整備では実現できないところを誘導し、どうしてもなければ市場介入するというふうな形の言い方でございまして、その全体を見渡して、きちっとアセスメントするというふうな、こういう四つの体系があり得

るのかなという形で書いてみたものでございます。

議論の際に、議論の必要に応じて、政策フィールドのところにⅡ－１とかAとか書いてございますが、ここのところが大事なねと。例えばアップリートみたいな議論が前回ございましたが、そこはちょうどBとかAとか、そういうふうなところに相当する譲渡益課税の繰り延べ制度ということなのだと思いますけれども、そこが大事よねというふうな議論があれば、そういうところが大事ですねということが言えるように、一応数字とか番号を打た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 これからの議論のマッピングをしていただいたということなのですが、ちょっと時間も押しておりますので、次の議論に入っていきたいと思うのですが、このマップについて質問があれば、ひとつ、ふたつ受けたいと思います。

もしよろしければ次の議論に入っていきたいと思います。これについてご意見がありましたら、また事務局等に言っていただければと思います。

それでは、不動産取引市場の裾野を広げるための環境整備について、3名の委員の方から発表していただきます。

まず初めに、巻島委員お願いいたします。

○巻島委員 意見を述べさせていただく機会をいただきまして、ありがとうございます。ただいまの資料7のマッピングの説明で論点は尽きているような気が致しますが、市場重視型の行政を行う前提として、一定規模以上の投資用不動産市場の存在が重要であると思います。つまり、かなりの大きさの投資資金でも吸収でき、自律的な市場メカニズムが働くような大きさの市場をスピード感を持ってつくらなければいけないという問題意識を持っております。中東やロシアのオイルマネーは日本の不動産にもう既に入りつつありますし、年金の不動産投資意欲も急速に現実のものとして盛り上がりつつあります。これらの超長期的な資金が、安定的に一定割合を不動産に振り向けてくる、ということで、まさに市場の裾野を広げるというのは喫緊の課題です。こうした観点から、五つほど申し上げさせていただきます。

第1点は、私募型の使い勝手のいいビークル制度の必要性についてでございます。ビークルについて二つ論点を申し上げたいと思います。

第1の論点は、実物不動産でもSPCにできる仕組みの必要性ということでございます。我が国には、この資料7の真ん中のⅢ－2、スキーム関係のところに書かれておりますよ

うに、YK-TK、不動産特定共同事業者、TMK、投資法人の四つのビークルが制度としてございます。この中で公募型につきましては、投資法人が使い勝手のいい標準的なモデルということで定着しているわけですが、私募型のビークルにつきましては、信託受益権化して、YK-TKで使うという事例が圧倒的に多いわけでありまして、その結果、実物不動産と信託受益権化している不動産の比率もアンバランスになっているということでございます。不動産特定共同事業法とTMKは、実物不動産を入れられるわけですが、事業法は倒産隔離スキームができない、それからTMKについてはファンド型のビジネスがやりづらいということで、現在、流動化型からファンド型にビジネスの主流が移っているわけですが、私募型の実物で不動産を入れられて、かつ投資家にわかりやすい仕組みというのがないという状態になっております。

事業法や資産流動化法の改正で対応するとか、あるいは新会社法の中で創設が予定されている合同会社で、税務上の扱いを米国のLLCと同様に法人課税だけではなく構成員課税も選択できるような仕組みですとか、いくつか具体案が考えられるわけですが、わかりやすい制度というのが市場発展の原点でございますので、何か具体策を講じる時期に来ているのではないかなというふうに思います。

ビークルの第2の論点でございますけれども、このマップの一番左の下、年金の記載がございますが、年金基金の不動産投資に対応した大型の私募型のビークルの仕組みの必要性でございます。年金基金が不動産投資に入ってきますと、1兆円単位のパンドをつくる仕組みが必要となります。米国では、LLCとSPCを組み合わせをやっているわけですが、日本ではまだ具体的なモデルがない状態であろうと思います。信託法改正の中での集団信託で対応するというアイデアもございますが、法人課税の問題もあるということもありまして、どういう解決策を見出すべきか、課題であるというふうに思います。以上、第1点でございます。

第2点でございますが、不動産投資のアドバイザーサービスの充実、特に不動産投資顧問業の必要性についてでございます。資料7の右の方のIV-4のところにアドバイザーということで、投資顧問、ゲートキーパー、アナリスト、銀行の一部分ストラクチャードファイナンス部門でしょうか、これらが書かれておりますけれども、これらは年金基金の投資に対するサービス機能としてすでに株式や債券の分野では働いておるわけですが、不動産の分野では事実上皆無の状態であるというふうに思います。特に年金資金を一任で預かることのできる不動産投資顧問業は、年金基金から要望はあるわけですが

も、受託者責任のルールを明確化した法制度というのはありませんので、整備が望まれると思います。

現在の年金基金の不動産投資ですけれども、投資形態としては、信託銀行や不動産会社、証券会社などから助言を受けて、直接エクイティを取得するというふうになっているわけですが、なかなか年金基金側にアセットマネージャーを多くそろえることができないということもありまして、現状では増加していくことには限界があります。

3番目は、投資用の不動産市場の基礎的なデータや情報の整備充実でございます。この図では、真ん中から少し左側のⅡ－1の情報サービスのところの、その下のⅡ－3、不動産インテリジェンスサービス、ここの部分の充実の話であります。よく、不動産は株式や債券の代替資産なのか、それとも独立した基本資産なのかという議論がございますが、私どもは、不動産は基本資産であるということを年金基金等に主張しております。その意味なのですが、不動産は株式や債券とは別の独立した動きをする資産であり、このところの株式・債券は世界各国でグローバルに連動して動くような状況がありますので、それらとは独立した動きをする不動産は、投資の分散効果を確保するために、ますます重要な基本資産になりつつあるということでもあります。

こういう話はアメリカのデータ等を使って説明をしたりして、また経験的にも、おおむね納得されつつあるわけなのですが、残念ながら日本ではまだ実証的にそれを説明するデータがありません。このインテリジェンスサービスに書かれている分析ツールのサプライヤー、DCFソフトではアーガスというソフトで、欧米の不動産は通常それで流通しているわけでございます。その下のEDIサービス、コンサルティングサービスが普及することによって、投資用不動産の流通の効率化が図れるということで、これも非常に市場拡大のためには重要であるというふうに思います。

4番目ですが、投資用不動産の供給促進策の必要性であります。先ほどのバブルかどうかという議論もありますけれども、やはり税制等で供給を促進する、流動化を促進する方策というのをとっていただければ、投資の考え方が既に変化しておりますので、価格の安定と市場の拡大というのは同時に達成することがずっとしやすい状況に既になっていると思います。特に生命保険会社の保有不動産、それから一般事業会社の保有不動産が重要で、公的な主体の保有不動産というのも議論としてはあるのかもしれませんが、不動産の出し手が出しやすいような税制促進策をお願いしたいと思います。

先ほどBとAのところに関係するアップリートという話がありましたけれども、異種資

産の交換というのは現在認められていないわけですがけれども、不動産とリート証券の交換を認めて、事実上結果として譲渡益の課税が繰り延べになるというような、アップリートのような制度があれば非常に有益だと思いますし、もう一度減価償却、今は一定額で、税法で不動産に関しては定められておりますけれども、景気の刺激策、抑制策としての利用、減価償却期間を政策目的に使うとか、それから損益通算の範囲の問題もございますけれども、こういうようなものを工夫することによって、投資用不動産の供給促進策が可能になるのではないかと考えます。

最後の5番目ですがけれども、不動産投資に関する研究の振興と人材育成の必要性についてであります。先ほど来のご説明にありますように、不動産の投資ビジネスというのは非常に知識集約的ビジネスです。アメリカでは多くのビジネススクールの中にリアルエステートリサーチセンターと言われる機関がありまして、不動産投資の研究と教育が行われておるわけですが、日本ではまだほとんどありません。この資料7の図の市場メカニズムを活用すべきフィールド全体を見ていただいてわかるわけなのですけれども、例えば、角が丸い四角で囲われているプレーヤー、これを先ほど私数えてみましたら40あります。非常に多種多様な事業者がかかわり合いながら、市場を維持しているというか大きくしているということでもあります。不動産の証券化によるアンバンドリングというのがこういう事態を招いて、分業体制で投資業務をやるということになったわけですがけれども、その結果としてビジネスの総体というか、全体がなかなかわかりづらくなって、みんなパーツ、パーツをやるようになってきているということで、全体がわかるようなこと、これは教育でしかできないわけなのですけれども、全体のわかるリーダーを育てるということも必要ではないかと思っています。

それから、先ほど室長の話にもありましたけれども、市場を判断するとき、複数の市場、例えばここに出ているような不動産の流通の市場、それから下の方にありますけれども、賃貸の市場で賃料がどう動いているのか、あるいはそれらを反映した建設市場がどう動くのか。もちろん右の方にある金融市場ですとか資本市場がどう動くのか。その市場はそれぞれ独自の背景を背負っているわけですがけれども、複数の市場の動き方で、この投資市場が影響を受ける。これは研究者を相当にきちんと育てないと、将来を見通しながら的確な誘導をすることが難しい市場でございます。学際的な研究が必要であると考えます。

とりとめなく申し上げましたが、以上でございます。どうもありがとうございました。
○前川委員長 はい、どうもありがとうございました。今二つほど、私募ファンドに絡ん

では、ファンド型ビジネス、現在の仕組みではなかなかシフトしにくいということで。それからわかりやすい制度ということの議論がありました。それから、年金に関しては、まず一つは仕組みの問題で、年金が資金流入するのは1兆円規模のファンドになるけれども、それに対する仕組みがないということ。2点目としては、アドバイザー制度の充実が必要であるという話。それから不動産投資法の整備の話もありました。さらに、不動産は独立した動きをした資産であるということで、分散効果を強調するけれども、それを説明する十分なデータがないという話と、それから、あと投資用不動産の供給の促進ということで、最近地価が上昇して問題が起きているのは物がないということですが、それに絡んで供給促進という話がありました。税制等によってということですから、一般的にはかなりのキャピタルゲイン税の軽減と保有税の強化というのが税制の供給促進策になると思うのですが、ご提案はアップリートの話の税の緩和の話と、損益通算の話がされました。それから、最後に不動産投資に関する人材の育成という話をさせていただきました。

これに関して、質問とかご意見がありましたら、挙手していただければと思います。

○森泉委員 遅れてきて申し訳ございませんでした。1点、非常に基本的なことをお聞きするのですが、不動産は株式債券とかと異なって独立の動きをするというふうにおっしゃったのですが、これはかなり一般的な考えなのでしょうか。不動産といっても、収益のある不動産ですよ。ですから、そういった意味では、理論的には不動産が実物資産でリートのような型になっていない場合は、こういうことは確かにうなずけると思うのですが、リートのようになってしまった場合でも、やはり株式債券とは独立のものというふうに考えるのでしょうか。

○巻島委員 まだ東京証券取引所に2001年9月に上場されてリートは日が短いのですが、株式市場の動きとの相関性は非常に低いということが、これは月単位にとっての計算ですのでまだ、最低5年位はないとわからないということなのですが、今のところは、相関関係は低いという結果が出ているようです。

それからアメリカ等では、30年間の計算で非常に相関関係が低いということのようです。

○森泉委員 その理由は何なのですか。何かストラクチャーが違うとか、そういったことなのでしょうか。また、もしそうであるならば、むしろ投資家にとっては非常に魅力的なものにはなり得るのか、あるいは逆にヘッジ、いろんな金融の方のヘッジができないので、やりにくいものなのか、どちらなのでしょう。

○巻島委員 例えば先ほどの資料5の17ページを見ていただきますと、インカムの収益率というのは、これは4%ぐらいなのでしょうか、3から5とか6とかの間で、赤い茶色いインカムの収益率というのは、70年～2004年まで一定しているわけです。毎年、この分母が鑑定評価額なり何なりで変わるということがありますけれども、このインカム収益率は、ずっと投資家にとってはほぼ一定率で収益が上がってくるわけでありまして、これが不動産投資の特徴でありまして、こういうところから株式等との相関の低さというのが出てくるのかなという気もいたします。

○森泉委員 収益率ですか。これは実物資産としてのものですよね。

○巻島委員 そうですね。リートの場合は実物資産の収益率を反映しますから。

○森泉委員 そのリスクとかそういうものとか、あるいはマクロ経済のものが反映していきますよね。それでも、やはりアメリカの研究なんかではかなり独立性が高いということなのですか。

○巻島委員 そうですね。

○森泉委員 ラグがあってということではなくてですか。その時点においてはかなり独立性が高いのだけれども、例えば月単位よりもっと長いラグを持って相関性が出てくるということはありませんか。

○巻島委員 そういうこともありませんね。

○前川委員長 でも、リートレベルで、リートの投資としての価格では相当相関持ってくるのではないですか。そうでもないですか。今現在日本は β 値はかなり低くて、東証の動きとちょっと違うので、かなり安全的な資産みたいになっていますけれども、アメリカなんかはSPEとリートがかなり連動して動いているということはないのでしょうか。証券化されたものですが、実物ではないのですけれども。

○巻島委員 いや、相関係数は低いと私は聞いています。

○森泉委員 そうしますと、投資家にとっては、魅力があるのですか、ないのですか。さっきちょっと申し上げたように、金融の方の株なんかの動きをヘッジできるというふうに思った方がいいのですか。

○前川委員長 例えば5%なら5%の利回りを追求する投資家にとっては、割合安定的で魅力があるのではないのでしょうか。2割、3割を追求する投資家にとっては、そういうことはリートとかではあり得ないので、魅力がないのではないのでしょうか。

○森泉委員 そうすると、リスク回避的かどうかの度合いによるのですよね。

○巻島委員　そうですね。投資家の性格によると思います。

○赤井委員　今、巻島先生がおっしゃったことというのは、相関がないというとマイナスの相関みたいなイメージになりますので、ミスリードしてしまう部分があると思うのですが、要は通常の会社の株式の、例えばS & Pの、あるいはダウ平均でも何でもいいのですけれども、こういう株式インデックスとリートのインデックスを見たときに、一定の有意の差はある。ただ逆相関があるとか、そういうことではないと思うのですね。ですから、やはり全く独立したものというふうにはなかなか見づらいとは思いますが。例えば年金その他の投資のインデックスの中に入ってくれば、インデックスで一括して売られるときには、不動産のファンダメンタルにかかわりなく売られる場合とか、また逆の場合もあります。特に市場が拡大してきて参加者がふえてきて、そういったシステマティックに売買する人たちがふえてくると当然そういう動きがあると思うのですけれども、ただやはり一定の有意な差というふうなものがあって、そこに着目をする、よくある投資の有効フロンティアを拡大するというふうな意味で、計算をしてみるとプラスの効果がそこにある。そういうことではないかと思うのですね。

○巻島委員　ですから、相関係数マイナスだと、マイナスの相関があるということになってしまいますので、ゼロに近いということだと思います。

○森泉委員　ゼロなのですか。

○巻島委員　いや、ゼロではない。0.3とか、時期によりますけれども。

○森泉委員　ゼロというのは、ちょっと不思議だったものですから。

○前川委員長　インカム重視型だから投資家の層が違うというか、インカムゲインが大きいから、投資する層が長期投資をねらっている層が中心になるとか、そういうような違いというのは出てくるのですか。株の場合は内部留保しますので、今日本では配当利回り1%ぐらいですよ。その点リートは3%を一応下がっても超えているとなると、行動する投資家としては、短期の売買をする主体が現れにくい傾向があるということが比率的には言えるのですか。

○赤井委員　実際私は本業では株式は直接取引していませんけれども、非常に近い分野でそういったものの取引もしておりますし、アメリカの代表的なインデックスとして、MSCIインデックスというのが、リートのインデックスで代表的に使われています。私どものところで実はそれ出しているわけなのですけれども、やはりビヘイビアは多少違うところはあると思いますね。最近言われているような、特に一般の企業の場合とリート

の場合の非常に大きな違いというのは、ビジネス上の何らかのジャッジメントによって、業績がプラスにもなりマイナスになるというふうなところからすると、リートの場合はややS P Cに近い性質があると思いますから、そういう意味では一般的な株式と比べてスペキュレイティブ（投機的）な動きをとる投資家の参加は恐らく少ないであろうということはあると思うのですが、ただ、リーートの市場も円に直せば30兆円近い残高の市場になっていますので、当然インデックスにも入っていますし、株式全体のアグリゲートインデックスに入っていますので。ですから、その市場全体の流れに翻弄される部分というのは、今手元に具体的な資料はありませんけれども、恐らく1990年代の後半あたりにはあったかなとは思いますが。

○福原委員 リート市場も一概に、今はあまり成熟していないので一般論しか言えないのですけれども、例えば株式だと業種ごとに違いますから、投資のインデックスも業種インデックスもあるでしょうし、いろんな考え方が入ってくるのです。不動産もインカムで運営していますけれども、やはり住宅と事務所だとか物流とかいろんな形で収益チャンスが変わってきますから、インデックス化されればいろんなとり方が出てきて、そしてその中で投資家が選べる選択肢が出てくる。そういう意味で言えば、できるだけ早く環境をつくって、市場を拡大することによって新しい債券とか株ではないマーケットができてくるということだと思うのですけれども。ですから、インデックスで言えば、公益事業者が、ガスとか電力が相対的に多い、そういう投資プログラムもあれば、それとはかなり関連してくるとか、そういう話になってくるのだと思うのですけれども。

○前川委員長 ほかに。

○赤井委員 ご質問を一つ、巻島委員に。先ほど一番最初のところで投資家にわかりやすい私募型のビークルの重要性ということをおっしゃったのですけれども、私も非常に近い考えを持つ者の一人なのですが、そういう際に当然具体的に策を講じる必要があるとなると、全く新しいビークルに今のものを集約していくという発想なのか、あるいは今あるものの何かの中では比較的改善の余地があるという、そういう形で対応できるということなのか、アプローチとしては二つあり得ると思うのですが、どちらだと思われますか。

○巻島委員 具体的なアイディアは今ないのであるけれども、一番いいのは投資法人、これは上場型ですけれども、一つの器の中に不動産が次々入りますね。それで、どうしても投資のタイミングが違いますから、私募の場合には投資のタイミングごとにS P Cをつくって今二重のファンドでやっている。この二重のファンドが、わかりづらくしている一つの

原因なのではないかなと思います。次々に一つの器に入ってくるというような、個別のSPCごとにレバレッジが利いているというのではなくて、器全体として合計額も見えているとか、その一つの器でレバレッジが何%だとかわかっている、というのが本当はわかりやすいのだろうなと思うのですけれども、アメリカでもそうはなっていないところがあるわけですので、現実の実務として私募でそういうことができるのかどうか、難しいところもあると思います。ただ親ファンドのところは、アメリカはLLCになっていて、税のことは関係なくパススルーで考えられる。そのような状態には最低でもなると、わかりやすいのだろうなというふうに思います。

○赤井委員 もうちょっと具体的な何か事務局のサポートも得ながら、今あるさまざまなビークルの 이슈で、そこから発展的にできるものなのか、あるいは全く新しいものを作ってそこに解消していくのかということだと思うのですけれども、これから若干論点整理をしていただいて、また別の機会に議論させていただいた方が、より具体性がある生産的な議論になるでしょうね。

○巻島委員 事業法の改正でもできるのではないかなというふうには思いますけれども。

○石田委員 年金基金の問題で言いますと、先行して投資してきた基金が持っている不動産証券化商品というのは、ほとんどが転売、キャピタルゲインを目的とした、再生型のファンドが多いのです。例えばプレリートと銘打って、リートに売却するということを前提にしたファンドなのです。ほとんどの物件は基本的に5年以内に出口を迎えます。平均で言えば3年以内かもしれません。そういう商品ラインナップを見ながら、我々は長期的なインカム投資家ですという説明をするのは非常に難しいですね。最近では本当にクオリティが高く長期保有に適した物件が出てくるのですが、ファンドの方は基本的に転売を前提とした器しかありません。アセットマネージャーさんも機があれば系列リートに売却しようと思っている。流動性という意味では投資家としてはありがたいのですが、一方で、インカム収入を目的に半永久的に保有したいと思っても、そのためのビークルはないのです。仕方が無く、個人向けに設計されたリート市場で、機関投資家がかなり大口の取引をせざるを得ないのです。個人向け商品ですから開示の義務の負荷が高く、経費も負担せざるを得ません。機関投資家はそこまで開示は不要ですので、もっとコストが少なくて、永久保有を前提としたファンドへのニーズは高いと思います。ファンドの流動性については、定期的に投資家の出入りを許し、物件はファンドが保有し続けるというようなビークルが欲しい訳です。これ、証券化商品を見ている方の立場から業界の方に要望しているところで

して、長期投資家の育成という課題と、現在オファーされている商品がマッチしていないという問題がおきているということで、背景をつけ加えさせていただきました。

○前川委員長 利回りが高くても、3年、5年ではかなりキャピタルに期待しないと上がりませんものね。わかりました。ほかに。

○奥田委員 先ほどのお話の中で、不動産市場の基礎的資料、情報の整備というお話があったのですが、これはまさにおっしゃるとおりだと思います。現在行われている鑑定評価についても、整備の対象とすべき部分があるのではないかと思います。例えば各鑑定評価で適用されているDCFの計算にしても、ある程度整合がとれている方がいいのではないかと考えられるところがあります。その統一なり整合をとっていく手段として、例えば証券化協会さんと鑑定業界のサイドと、合同で検討したものをつくって、それを依頼者サイドから市場に流していただくという形をとるというのは一つ考えられるのではないかと思います。例えばそういった方策を考えていくということは可能でしょうか。

○巻島委員 DCFのソフトの意味ですね。

○奥田委員 ソフトも含めて、費用項目なり収益項目をどのように見ていくか、利回りの設定にしてもそうです。

○前川委員長 リスクをどう見ていくかということですよ。割引率の話ですね。

○巻島委員 重要なことだと思いますね。

○奥田委員 鑑定協会サイドでも従来からそういった研究は進めてはいるのですけれども、なかなかキャッチアップし切れない部分もありますので、むしろ投資家さんの意見も聞きながら、合同でそういったものを市場に提供できるような仕組みができていけば良いと思います。

○前川委員長 鑑定士サイドでも、やはり人材育成も必要ですからね。

○奥田委員 そうですね。

○巻島委員 海外投資家の見方というのは非常に重要だと思うのです。DCFのソフトというのは、日本だけで通用するソフトというのはもう意味がないというか、グローバルに共通なソフトでないと、今は普及しない状態に既になってしまっているのではないかなと思います。協会では6月からアーガスというDCFソフトの教育を会員社の社員に対して始めます。このソフトはアメリカでは一番のユーザーは鑑定士さんです。よくバーゲージイン、バーゲージアウト（ゴミ入れ、ゴミ出し）というふうにビジネススクールでは言いますが、キャッシュフローが正しく評価されていなければ、それを割り戻しても

意味がないので、そのところに鑑定士さんがコンサルティングサービスをするというのが非常に多いのですね。そのもとというのは、賃料が正しい賃料になっているかどうかの市場分析なのですけれども。ですからDCFソフトの統一ももちろん大事なのですけれども、鑑定士さんサイドの市場の見方とかコンサルティング能力というのが重要なのではないかと。そこには非常に大きなビジネスチャンスがあるのだろうなというふうに思います。

○奥田委員 そうですね。アーガスがそのままいいかどうかというのは鑑定士サイドの考え方もあると思うのです。こちらの意見もできれば聞いていただいて、両者の方から検討を進めるような形でやっていければと思います。

○巻島委員 ぜひお願いいたします。

○前川委員長 ちょっと議論は尽きないところがあるのですが、あと二つ委員の先生方に報告していただくのですけれども、よろしいでしょうか。言っておきたいということがあれば受けたいと思います。

○柳澤委員 私は巻島さんと同じ業界で30年ぐらいやっているのですけれども、私はちょっと意見が違って、不動産の価格、利回りも株とか債券と連動、相関性はかなりあるのではないかと私は思います、例えば17ページをごらんいただきますと、先ほど事例を出されましたが、この下側のところで小豆色のところが変わらないというのは、実物の賃料が余り変わらない。特にアメリカなどは10年、15年の契約期間なものですから、賃料はほとんど決まっておるわけですね。例えば、当初の100億投資したものに4億入ってくるということで、4%というものは最初の投資に対しては変わらないのですけれども、それを次の方が1000億で買いますと0.4%になるわけですから、1000億で買う、0.4%でいいかどうかというのは、ほかの株式市場の利回りとか債券の利回りと裁定して決めますので、物件の数とか特性は限られていますから、1対1の相関はならないのですけれども、相関は緩いかもしれないけれども、大きな意味では相関するのではないかと思います。今何でJリートがいいかというと、3%とか4%でもほかの債券や国債が安いからでして、国債が6%だったら4%のを買う人はいないわけですね。ですから、一番初めの、繰り返しになりますけれども、100億に対して4億で回った、これは余り変わらないかもしれないのですが、その次の人がそれを150億で買うか50億で買うかによって利回りは変わってくるわけですね。ですから、証券化することによって、ある程度ほかの株式とか債券と似たような動きをするのではないかと私は思います。ですからこそ、

この不動産マーケットでもマネタリーポリシーというか、そういうものが効いてきて自浄作用が今後あるということになるのかなと私は思います。

○前川委員長 どうもありがとうございました。

それでは、次に清水委員の方から発表していただきたいと思います。では、お願い致します。

○清水委員長代理 麗澤大学の清水でございます。よろしくお願いいたします。

私、まず報告の前に、このマップの中でどういうところで過ごしてきたかと申しますと、大学院を出まして10年ほど日本不動産研究所というところにおりました。そこでⅡ－2のところでしょうか、不動産鑑定の世界で10年ほどおまして、その後リクルート住宅総合研究所というところに移りまして、RRPIという不動産投資のインデックスを提供しておりました。その中で、東京海上さんと一緒にファンドを立ち上げるとか、また実は今でも正確に申し上げますとシニアアドバイザーということで兼務しておりますけれども、リスクアドバイザー業務ということで、Ⅱ－3のリスク分析コンサルティングとは少し違ひまして、むしろⅣ－4のところでしょうか、例えば東京海上という機関投資家が不動産に投資をするときに、こういう型付にしてくれれば投資ができるのだけれどもなというようなことを各ファンドさんにアドバイスをする業務をやらせていただきまして、その中で今幾つか、特にレジデンシャル系でありますけれども、最近幾つかJリートの方に上場してきております。その中で一緒に目論見書を作ったりいろいろ資料を作ったりとか、そのようなこともさせていただいておりました。そういう中で感じてきたこと、一方ではまた研究もしてきておりますので、研究者として感じていることとあわせて、少しコメントさせていただきたいと思います。

1枚めくっていただきまして、「透明で中立的な不動産投資市場の構築にむけて」と、このタイトルは実はかつて総合規制改革会議で「透明で中立的な不動産市場の構築」ということで、不動産流通制度のあり方と情報開示という二つのテーマを裏方で書かせていただきました。そのときにただ「投資」という言葉を入れただけなのですが、一枚めくっていただきますと効率的な不動産市場ということになっておりますけれども、投資マーケットといいましても、そのキャッシュフローを生み出すのは不動産の実物市場でございますので、その不動産市場そのものの効率化というものが重要ではなかろうかというふうに思っております。金融の方は赤井先生の方でお話しされるということでございましたので、このマップの中でも少し実物不動産に近いところについていくつかコメントをさせていただ

だきたいと思っております。

今回の政策目標というところで、適正な土地利用と適正な地価の形成というところでありますけれども、私なんかはむしろ、多くの経済学者の方々がそうだと思いますが、地価という価格というものはマーケットで決まるものでございますので、むしろ資源配分の最適性というようなところを気にしているところの方が多いのではなかろうかと思います。そういうものが実現されていくためにはどういうマーケットが必要かということになるわけですが、一番大きなところというのは、価格と品質に関する情報が行き渡っていることというのが最も基本のベースにあるのではないかというふうに思っております。

そうしますと、マーケットはこういうものが必要になってくるか、どういう条件を具備しなくてはいけないかということになるわけですが、一つはトランスペアレンシーを上げていく、透明性を確保していくための情報整備と開示です。ただし、整備イコール開示ではないというふうに思っておりまして、必要な人に必要な情報が行き渡るというような状態を作っていくことではなかろうかと思います。

もう一つは制度インフラ、これは流通制度のあり方を含めてということになりますけれども、適正な制度インフラを構築することによって流動性を向上させていくという二つの条件を具備していくということになろうかと思います。この二つについて、少しお話をさせていただきたいと思います。3ページの方をごらんいただければと思います。

まずここで、「情報整備と開示」というふうに書いておりますのが、先ほど申し上げましたように情報を整備していくということと、それを広く一般に開示していくということは別物として考えていく必要があるという認識に立っております。かつての規制改革のときでも、その方向を随分強く申し上げたかと思いますが、そのことをもう一度、再度お話をさせていただきたいと思います。そのときの資料をそのまま少し加筆した程度で出させていただいております。

開示が必要であるというわけではなくて、なぜ情報をきちんと整備していくことが必要かということを考えると、不動産マーケットが持っている最も大きなリスクというのは、流動性のリスクであるというふうに言われております。リクイディティをどのように低下させていくのかというふうに考えていくことが、マーケットの効率性を高めていく最も重要な施策であるというふうに思っているわけですが、その中で情報をきちんと整備し、開示していく。その中で、例えば価格ということで考えるならば、その副次的な効果として価格の過剰反応が、例えば上がるときに、情報がないがゆえに必要以上に上がって

しまったりとか、また下がるときにファンダメンタルズを超えて下がってしまうとかというような過剰反応が少なくなるとか、また適正な、より高い収益を生むことのできる土地所有者に対して、不動産が移転することによって資源配分が最適化されるというか、最適土地利用に移行していくというような効果が期待されることは容易に予想されることであろうかと思います。

そのような情報を、効果があるわけですから、きちんと整備または開示をしていく。必要に応じて開示をしていくということが必要になってくるだろう。ただし、そこで開示する情報の仕方と質という問題があるわけですし、その情報の正確度とか精度というような問題になってくるかと思います。

前回の企画部会の中で、委員の方から、地価公示の問題が取り上げられましたけれども、確かに取引価格のデータなんかと、それは日本だけではなくてイギリスやアメリカなどのケースと、よくいろんな論文、研究がありますけれども、どうしても鑑定評価というのは遅効性を持ってしまう。マーケットの動きよりも遅れてしまう、ラグがある。そしてまた、動きがスムージングされている。スムーズになってしまう。だからリスク量が非常に低く見積もられてしまうので、そしたらそれをどうしたらいいかということになってくるわけですね。ですから、使い方の方でその辺は工夫できるわけですから、そのような検証がきちんとできるマーケットを整備していくということが必要ではなかろうかと思います。

その辺は二つ目の、今日本銀行に行かれた西村政策委員と書いた論文、鑑定評価のバイアスということで書かせていただいておりますが、先日もジョージア州立大学の先生が来ておられましたけれども、彼なんかもそういうバイアスを一生懸命研究されていらっしゃる方です。そういう研究が世界中で多くございますので、今鑑定評価はある意味で正確であるという前提に立たないで、ある程度バイアスがあるのだという前提の中で、それをどう使おうかという文化に持っていけばいいのではないかというふうに思っています。

そうすると、そういう意味でのイギリスやドイツの事例というふうに書いておりますけれども、後ほどまた申し上げますが、そういう水準をあらわすような指標と価格の動向をあらわすような指標と分けて通常は整備されております。ドイツなんかですと、1962年から価格情報が整備されています。いわゆる強制的に、ある一定の行政機関に情報が集まっています。ただ、それは開示されておられません。しかしそれは、今度価格水準をあらわす形で地価マップという形で、鑑定士さんや土地鑑定委員会やなんかで出てくるわけですが、価格変動はカウフベルトフュアバウランドという形で、インデックスとして

公開されているわけですね。そういうものが分けられています。イギリスなんかでも、価格水準については登記簿に載っておりますけれども、それは開示されてしまっています。しかしその一方で、価格変動については3年ほど前からヘドニックアプローチという手法でインデックスとして国が公表し始めています。ですから、そういうような水準と価格動向を同じ指標で整備していくということ自体、地価公示だけで求めていくことは無理なわけですから、そういう必要な情報を必要な形で見に行けるようなものが必要になってくる。またインカムリターン、キャピタルリターンが必要であるならば、不動産投資インデックスみたいなものを整備していくというような価格情報整備政策があろうかと思っています。このようなことをまずすることによって、マーケットそのもののトランスペアレンシーを一つ上げていくということが一方であらうかと思います。

もう一つは、電子情報化です。これは中間整理の41ページにも入れていただきましたけれども、3の方でも絡んでまいりますが、イギリスの方でも、これは2001年の報告書になっていますが、もう少し前から *Land Registration for the twenty - first century* という形で、電子政府全体の中で情報をどういうふうに整備していきましようかということが議論されております。事務局の方にはお見せしましたけれども、1,000ページぐらいの厚い報告書でありますけれども、例えば登記の段階から鑑定評価、また課税当局の情報、そういうものをすべて電子政府という一環の中で情報をどう整備していきましようとか、その理由というのが不動産の流動性を高めるためにあるとか。例えば取引に今まで3カ月かかっていたものを、2週間でそういう電子政府化することによって成立することが出来るマーケットをつくりましようとか、そういうようなコンセプトになっています。

そういう中で、価格情報の、かつては非公開にされていた情報も登記簿に載ってきたというような経緯もあります。ですから、そういう単なる情報の開示とか整備だけではなく、マーケットの効率を高めていくという中で、電子情報化と例えば開示なり整備なりわかりませんが、そういう方向性を考えていくというのは、一つ必要ではないかと思っています。

今度そこで、マーケットだけの話になっておりますので、投資というふうに考えていきますと、先ほど巻島先生の方からもお話がございました。やはり一つは、不動産投資パフォーマンスをある程度測ることができるということが重要ではないかと思っているわけですが、それ以上に各個別の不動産のパフォーマンスまたはファンドのパフォーマンスそのものを見るのが非常に難しくなった。それは費目とか収益の定義がばらばらであ

るところがあります。それはただし、各社様ごとに、私もかつてプライベートファンドの中でそういうことをやっておりましたけれども、各戦略があります。各企業の戦略がありますので、戦略に応じて自分たちが必要と思う情報の開示をやっているものを、そこをこれでやりなさいというのは非常に難しいかと思います。

そうであるならば、ある意味で流通フォーマットみたいなものを決めていくということもあろうかと思います。その流通フォーマットの整備で、例えば先ほどアーガスの例がありましたけれども、アーガスに統一するというよりも、アメリカのオスカーや、パイシースというアーガスも協賛しているいわゆる情報整備の、非営利団体なのですが、そういう情報の流通フォーマットを定義している団体の定義を活用するという方法があります。アーガスはそこから情報を、このパイシースのフォーマットに乗ったデータをアーガスに入れることができるというふうになっているわけでありまして、そういうようなフォーマットを例えば公共が主導になって決めていかれるのも、また業界団体でも結構なのですが、決めていかれると、それに合わせて各プライベートファンドなりが情報を変換するツールだけを考えればいいだけです。非常にマーケットの流動性というのが高まってくるだろうと思っています。

なぜならばということで考えれば、不動産が流通するというのは、物が実際動くわけではなくて、情報が動いているわけです。この物件買いませんか、どうですかという。情報が与えられて流通して、投資する、しないということを判断していますということです。この情報がある程度流動化を進めることが流通しやすい情報体系をつくれば、不動産の流動化がかなり高まるというふうに思っております。

その中で、その整備が前提となって、例えばアーガスみたいなものであるとか、プロダクトでも何でもいいのですけれども、また鑑定協会さんがおつくりになられるものでも何でもいいのですが、そのフォーマットに従ってソフトが、鑑定評価が動いてくるとなると、非常にやりやすくなってくるというふうに思っております。ただし、アーガスみたいなものが信頼できるというのは、かつて統計ソフトでも自分たちでプログラムを書いて、例えば回帰分析やってもバグがあったとかというようなことがありまして、かつてSPAソフトでそういうバグがあって、SASを使いなさいなんていうようなことがかつてありましたけれども、自然とそういう流れはできてくるかもしれませんけれども、まずはデータの標準化というところを進めていただくと、鑑定評価もそこで統一され、そして不動産投資インデックスみたいのところにつながってくるというふうに思っております。

四つ目のところで、もう一つは市場分析の透明性を高めていくところというふうに考えていくと、最後のところにも出ているのですが、これはある **Hermes** の不動産投資のヘッドが言っていたことですけれども、スペシャリゼーションということを言っていたのですね。例えばマーケットの情報が不足していても、専門性の高い人がいればマーケットをある程度読み解くことができる。そうすると、透明感が高まっていくということになるわけですね。

例えば最近よくご相談を受けるのが、あるリートなんかでも適正な評価を市場から受けることができないという方もいらっしゃるわけです。例えば不動産アナリストみたいな方々が不足していますので、きちんと評価をしていただければ、マーケットが評価できる。情報がすべて解釈できる人たちばかりではありませんので、その間に、中間に人が入って、人を介在して評価をするということが、先ほど巻島先生もおっしゃっていましたが、あるわけです。そういう人が育ってくれば、マーケットそのものの透明感が高まっていくということもありますので、そういうような情報インフラの整備と人の整備みたいな、今 **ARE S** さんの方で随分力を入れていらっしゃいますけれども、ここが一番ポイントになってくる。マーケットのトランスペアレンシーを上げるキーになってくるのではないかと、いうふうに思っております。

もう一枚おめくりいただきまして、制度インフラの構築というところでございます。これはマーケットとは関係ないところになってしまうのですが、実際ファンドなんかをアセットマージャーとしてやろうとしますと、信託契約からローン契約から **PM** 契約から賃貸借契約から、いろんな契約書だけでも本当にこれぐらいになってしまうのですね。それを全部読み解けと言われても、ほとんどそれに追われてしまって時間がなくなってしまっていました。そうすると、本当に実物の不動産を見る時間が随分制限されてしまっていて、随分限られた時間の中で業務をやっていかなければいけませんので、大変だなということです。例えばということで、今デリバティブ、**S w a p** の方ですけれども、ここに **I S D A** という **International Swap Dealers Association** というのがありまして、これがデフィニションでこれがマスターアグリーメントなのですけれども、今でもローン契約か何かするときに使っておりますけれども、こういう標準形がありますと、この各第何条に対してはアプリカブルであるとかノットアプリカブルであるとか、そのものに合わせて、もうチェックしていくだけで契約がある程度会話ができるわけです。そうすると、きょう事務局の方には実際今ちょうど現在進行形の契約書をお見せしましたけれども、本当に数枚で

契約が済んでしまう。それだけで随分契約事務が合理化されますので、そういうような各種契約書類の標準化を図っていかれることによって、不動産そのものを審査する時間をふやすことができたりとか、クローズするまでの時間を短くするというような合理化が図れるのではないかなというふうに思っております。

また、これは透明で中立的な不動産流通制度の構築と、標準約款の形で決着を受けたというふうに聞いておりますけれども、不動産投資マーケットで扱う不動産というのは非常に規模の大きいものもありますので、これが本当に日本になじむかどうかはよく議論しなければいけませんけれども、今の宅建業法上の中で閉じている業務以外に、例えばインスペクションがあったりとか、アメリカですとエスクローですか、イギリスですとソリシターがあったりとか、いろんな形で専門家がかかわる中で流通を合理化しているというようなことがあります。そういうようなところも少し考えていく必要があるかもしれません。それ以上に、建物履歴情報をきちんと整備していくであるとか、今申し上げた専門者間の連携や協業みたいなものを強化していくというようなことも考えていく必要があるかもしれないなと思っています。

三つ目が鑑定評価制度、制度インフラということで、先ほど奥田先生の方からもございましたけれども、評価を何個か、自分もやっていましたが、ともすると、鑑定士さんによって投資期間がばらばらだったりとか、借地の評価であっても30年で見ておられたり10年で見ておられたり、いろんなやり方の評価書が出てきてしましまして、非常に……ん？と思うことがあります。ですから、やはりこの辺も、先ほど奥田先生から提案があったような形で情報整備をきちんとし、ネットキャッシュフローの定義が明確になって、そしてその上で鑑定評価のルールもある程度統一化してくると、とてもやりやすくなってくるなという気はしております。

その他というところで考えれば、当然再現性ということ、再起性とか再現性とかと言われておりますけれども、意思決定プロセスが透明化してくることであるとか、教育システム、その会社の投資ビークルの教育システムはどうなっているかとか、最適執行をちゃんとしているかどうかというようなことも問われてまいりますので、その辺みたいなところもトランスペアレンシーの中に入ってくると思いますので、そのようなところを少しきちんと開示していくような形をとってくればなと思っています。

最後、政策のところであります。一応研究者でもありますので、政策に対してこういうことをしていただけたらなという、自分の研究と合わせて思っているところでもありますけ

れども、バブルじゃないかどうかというようなことがかつて随分、最近でも言われておりますけれども、きょうの事務局の資料であればバブルではないと、私自身もそういうふうに思っております。ただし嫌だなと思っていたことが、短期転売が実は随分繰り返されてきたということはいろんな事実としてあろうかと思います。特に去年の秋口ぐらいまででしょうか、例えば入札なんかプロしか参加できないような入札に出ても、価格の差が2倍ぐらい開いているようなことも随分ありましたし、どう計算してもその価格には到達できない。そういう短期転売をされるような方々が随分お買いになっておられたケースがあります。秋口以降収まってきてはおりますけれども、そういう意味で、市場を乱す一つの原因としては、短期転売というものの、それ自体がいけないというわけではありませんので、それを取り締まれということではないわけですが、きちんとモニタリングをしていくということ自体は必要ではないかなというふうに思っております。

今バブルとは違うというふうにありますけれども、かつて短期転売をしていたところのエリアを分析してしましたら、やはり土地利用が混乱しているようなところと重なってきたということもありますので、経済の仕組みというのは均衡する手だてというのは持っているわけですが、均衡するまでの過程で起こるいろんな市場の混乱に対しては、市場メカニズムの中では調整することができませんので、その過程に混乱がないように干渉していくということが必要ではなかろうかというふうに思っております。

もう一つ、先ほど申し上げましたように情報整備と適切な開示ということですが、すべての情報を開示するというわけではなくて、開示の仕方を、整備は必要なわけですが、整備した上でどういうふうにか開示していくのかということをきちんと考えていただければなと思っています。例えば価格であれば、先ほど申し上げましたような水準をあらわすのが地価公示の役割であるならば、そこに変動までは期待しないで、変動は価格インデックスみたいなものを加工して作っていくみたいな、それは例えば取引価格に応じたものが作ればベストです。イギリスやドイツでももう既にやっているわけですから、そういうようなものを分けて考えていくというのもあろうかと思います。投資インデックスは、これは民間ベースでも、また最近何か発表されたというのを聞きましたし、またA R E S さんの方でもJリートインデックスですか、進めておられますので、そういうものを母体としてどんどん進めていただければなと思っています。その中で収益情報や費用情報などが整備されていくという形がいい。制度インフラも、先ほど申し上げたとおりでございます。

あと、その他というところで、やはり流動性のコストみたいなものを削減していく、また安定化していくということが必要だと思っていまして、海外の投資家の例えば計算できないリスクというようなことを聞いていますと、税制がコロコロ変わるリスクというようなことも言うておりましたので、税制が強い弱いということ以上に、その変更が読めないリスクというのが制度上大きなリスクとしてございますので、そのようなところも少しお考えいただければなと思っております。

最後のところは、参考までにということなのですが、たまたま出た会議の中で、あれだけ情報開示が進んでいてパフォーマンス評価もできている、また鑑定評価制度もある程度確立しているイギリスで、まだそれでも不満だというようなことを言っていました。ファンドマネージャーに何を望むのかということ、**Hermes** のヘッドが言っていたことですが、やはりまだトランスペアレンシーが足りない。では何かというと、やはり例えば組織体制であるとか教育システムだとか、ファンドマネジメントフィーの体系であるとか、そういうことを言っていました。日本での場合、情報ということになると不動産の投資パフォーマンスというふうになってしまうわけですが、また違った意味でのトランスペアレンシーというのがあるのだなということを感じております。そういう意味では、トランスペアレンシーということをもう少しきちんと、この会議でもどなたかの委員もそれが一番大事だというふうにおっしゃっておられましたので、その定義を明確にしていくということも重要ではなかろうかなと思っております。

以上が、私からの報告でございます。

○前川委員長 どうもありがとうございました。

それでは、清水委員からの報告についてご質問とかご意見がありましたらお受け致します。ちょっと時間が押してしまっていて、そんなに時間は取れませんが。

○奥田委員 鑑定評価についてのご意見をいただいているのですが、鑑定評価のバイアスという点について、これは地価公示のバイアスという意味で使われていらっしゃるのか、それとも鑑定評価一般のことでおっしゃっているのか、そこを確認したいのですが。

○清水委員長代理 バイアスは二つあると思っています。一つ、まずこの研究でやっているのは、実は地価公示です。地価公示にバイアスがあるというのが一つあります。ただし、それは、地価公示は調査体系そのものの構造的なバイアスというふうに言っているわけですが、それはいろんな意味で、1月1日の価格を9月ぐらいまでの情報で評価しなければいけないという中で、情報が不足しているというようなこともあろうかと思えます。

それはもう本当にシステマティックなエラーということを一つ言っています。

もう一つ、これは私の研究ではないのですが、例えば先日ジョージア州立大学のギルモアという教授が来ましたが、彼の研究ですと、依頼人の意向によってバイアスがかかってくるというような研究がイギリスやアメリカでされておりまして、そういうようなバイアスというのも一方で考えなければいけないと思っております。私が言っているのはその二つのバイアスを含めてバイアスというふうに言っております。

○奥田委員 そうすると、日本の一般鑑定がどうかということまで分析されたということではないですね。

○清水委員長代理 ないです。

○前川委員長 マーケットは基本的に不完全ですよ。

○奥田委員 世の中どこでもそういうことはあるのではないのでしょうか。

○前川委員長 だからかなり点評価というのは難しいというか、特に価格変動期においては、上昇期においても下降期においても、何が正常で何がというのがわかりませんし、当然マーケット自身がいろんな取引価格が出てきて当たり前のところですので、やはり変動期に点評価というのは少し限界があるとか、そういうことはないですか。

○奥田委員 もちろんそういうご指摘のところはあると思います。しかし、鑑定評価は絶対的なものではありませんので、これに市場の絶対的な価格を求められると、ちょっとそれは過度な期待かなと思うのです。もし不安であれば数社から鑑定評価をとればいいように思います。それぞれ若干異なる価格が出てくるかもしれませんが、その中から、投資される方が自分の責任でどの価格をもって最も説得力のあるものとして採用されるか、投資家さんが判断されるというような考え方で鑑定評価というのは見ていく、そのために有益な情報を鑑定士サイドはいかに提供できるかということだと思うのです。

あとは、このような証券化市場では、地価公示の土地価格の水準というのはかなり前提条件が変わってきますので、証券化の投資家市場の中に持ってくること自体、なかなか難しいところがあるのではないかと、そもそも論のところでも若干議論があると思います。

開示という面では、清水さんに全く同意見で、リートの場合には統一はされないにしても、あれだけの情報が開示されているということは、室長もお話しされていましたけれども、市場の安定化という面で貢献していると思います。ただ、それを上回る私募ファンドが全く開示がないということが、かなり不透明な状況にしている。少なくともリートレベル、できましたらリートと私募ファンドで共通した開示項目ですべてのものが出てくると、

非常にわかりやすく、むやみやたらな価格も出にくくなるのではないかと思います。

○前川委員長 ありがとうございます。田村委員、何か法的な立場から情報開示の問題と
かもし何かあれば。

○田村委員 赤井先生のお話が終わった後で、全体をまとめてちょっと一言だけという形
でもよろしいでしょうか。

○前川委員長 わかりました。ほかに質問はありますか。かなり合意できる説明だと思
いますけれども、確かに短期転売に関しては、介入に入るとするのは私もあまり賛成では
ないのですけれども、ただモニタリングをしていく必要はある。短期転売は、値付けに差が
あるときにやりやすいわけですね。そういったのはかなりマーケットが動いているときで
すので、そういう意味では規制をするというのではなくて、やはりマーケットを見るとい
う意味ではかなり重要ななとは思いますが。

ほかに、もし特になければ、赤井委員の報告に入りたいと思うのですけれども、よろし
いでしょうか。

では赤井委員、よろしくお願いいたします。

○赤井委員 ほぼ予定どおりという時間帯になってきておりますので、お話をさせていた
だきたいと思います。

まず、こちらのプレゼンテーションを用意させていただいた、その資料の私の名前の下
のところにCMS A国際委員会副委員長という肩書きを付けております。先ほど清水先生
の方からISDAというSwapに関する国際業界団体、これは契約書の標準フォーマッ
トを作ることを非常に重要な役割としてやっているところなのでありますが、実はアメリ
カにおいてはCMBS、不動産の証券化の分野でもそれに似たような役割を担っている組
織があります。これがCMS Aという業界団体でございまして、Investor Reporting
Package（IRP）というのがありますが、開示のフォーマットですとか、あるいは不動
産担保のノンリコースローンの契約書のひな型その他も作っておりまして、かなりアメリ
カでは幅広く市場参加者がそれを共有している、こういうところでございます。ちょうど
ことしの1月からそのアメリカの本体の国際委員会の副委員長を拝命いたしまして、何と
か日本でも同じようなことができないかということこれから模索をさせていただくとい
うふうなことでございます。これは日本と、それからもう一つはそれ以外のアジア地域も
研究するようにということでございますので、そういう観点からもこれからいろいろ見て
いきたいと思っています。

私の視点といいますのは、A3のこの資料の中でまいりますと、不動産マネジメント&デベロップメントのⅢ－1というアレンジメントというところ、それからその右側に行きまして不動産証券化商品の流通というところで、Ⅳ－2の直接金融サービスというところですね、それは下のノンリコースローン、CMBSも含めてということなのですが、それからその右側の一般投資家というバーの右側に行きましてⅣ－5というのがありまして、流通市場サービスということがあります。私自身もかつては米国CMBSのトレーダーという立場で実際にセカンダリー市場で売買するということをやっておりました。そういう観点からお話をさせていただければと思います。

まず、今回の小委員会の中間整理の中にも、実は非常に重要なポイントが議論されているわけなのですが、その中で特に不動産の証券化市場というのを資金循環という観点から見たというところに、特に重要なポイントがあったのではないかと思います。これまで証券化というのは、どちらかというと箱をつくって不動産などの資産を元の所有者から切り離してそこに譲渡し商品を形成し、そういったものを投資家に提供するというような個別の仕組みに関する議論は行なわれてきたのですが、国全体の資金循環という観点は、特に1990年代の後半に行われた関連するさまざまな法律の立てつけに当って、ちょっと欠けていたのかなというのが、これは致しかたないことでございます。当時の社会的な状況、経済的なシステムは、今とは大分違った様相がありましたので、そういう点はやむを得ない部分があるのかなと。それについて、今この段階でもう一回見直すべき時期に来ているのではないかなと考えております。そういった意味で、特に資金循環。今回のテーマが、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すので、キャッシュフローの流れというところからお話をさせていただければと思っております。

お配りしました資料を見ていただきますと、これがCMBS、ノンリコースローンを束にして証券化した商品の、年間ごとの発行額の推移と、それから累積。これは多少償還したものもございますので、累積はちょっとこれより少ないかもしれません。ただ、発表されていないCMBSもございますので、ざっくりイメージとしてはこの程度の金額のものが今世の中に存在しているのだなということの一つの目安にはなるかと思います。昨年は実は初めてCMBSの発行が1兆円を優に超えまして、1兆5,000億に近い新規発行額になりました。残高ベースでは、大体5兆円に近い数字に昨年終わった段階でなったのではないかと考えております。

実はその背景には、中間整理の中にもありましたように、日本の金融システム自体の変

革というふうなものがあって、国全体でのアセットのリアロケーションということの一つの、それを媒介したプロセスとして証券化というふうなものがあつたわけでございます。これはですから、不動産の証券化だけが突出して拡大したというふうなことではございませんで、次のページを見ていただきますと、実は国内の資本市場といいますと従来は株式と社債しかなかったわけでございますが、1994年に証券化というふうなものが、これはデットの証券化なのでございますが、入ってまいりまして、2001年に実は株式の新規発行額を超えているのですね。そのトレンドは昨年まで一貫して続いております。そして、2004年には社債の発行も超えておりまして、マージナルベースでは日本の資本市場の中で一番金額的には多い分野に証券化というものがもう既になってしまっている。そういう中で、不動産の証券化、特にデットの証券化というものが進行しているというふうな、この見方が資金循環の観点で非常に重要だと思います。

3ページは、そういったものを全部足し合わせてさまざまな証券化商品がいわば94年の有史以来、日本の証券化の歴史始まって以来どういうふうに拡大してきたのか。全体としても相当伸びています。

ただ、不動産の証券化だけが突出してふえたわけではないということでございまして、4ページの方を見ていただきますと、これはそのブレイクダウンを示したもので、この丸いパイチャートの大きさが新規発行額を示しています。その中でどんな比率をそれぞれのアセット、資産分野が占めてきたということでございますが、大体このCMB Sの比率というのは市場の拡大と平行です。2003年には16%、2004年には18%、2005年には17%ということでありまして、不動産よりもさらに先行して比率の面でも拡大がご覧いただけますのは住宅ローンの分野でありまして、こちらの方がむしろ急拡大をしている。CMB Sについては、証券化商品の市場の拡大と同じようなロジックで平行に推移しているというのが、実際起こっていることでございます。

国内の話だけしてまいりましたので、ここで外の状況を見ますと、次の5ページなのですが、これは2004年末の数字になりまして、その後の数字のアップデートが必要でありますけれども、実は先ほどリートが30兆円ぐらいと申し上げたのですけれども、アメリカにおいてリートとCMB Sがかなり大きな存在感を持ったものになってきているということはおわかりいただけると思います。

そして6ページの方を見ていただきますと、CMB S、デットの証券化が多少でこぼこはあるのですけれども、かなりのペースで拡大をしてきて、残高としては50兆円を超え

るぐらいのところまでやってきた。おもしろいのは2004年から2005年にかけて市場が大体70%ぐらい拡大しているということなのです。しかもこういうことが、イーールドギャップがほぼゼロであるというアメリカの金融環境のもとで、実は不動産の証券化というものがこれだけの成長を成し遂げているという点は、極めて興味深い点があると思います。

1月にCMSAのカンファレンスがアメリカでありましたので、私は正月早々向こうに行ってきました、何でそういうことが起こってきたのかということ、ボロワーさん（借り手）ですね、それから不動産を運用している方、投資運用している方、それから投資家、さまざま意見を聞いてみたのですけれども、それには理由があるということでもあります。7ページを見ていただきますと、1990年というのはアメリカのCMBSの元年に近いところなのですが、それから2005年の第3四半期にかけて、米国において商業用不動産担保の融資というのがどの程度拡大してきたのかを示したものです。このパイチャートの大きさがアウトスタンディング、残高を示しています。1990年当時、アメリカにおいて1.07兆ドルの資金が不動産担保融資という分野に流れ込んできておりまして、その際に実は証券化は1%であった。一番大きな資金の出し手は商業銀行で、それに並ぶものとして生命保険会社があったわけでございます。ところが、そこから15年を経まして、この右側を見ていただきますと、お金は1兆ドルから2.5兆ドルに増えてきております。これだけの資金が資本市場から不動産市場に流れてきた。

その中で見ますと、商業銀行のシェアというのは増えていますので、かなり拡大したということがありますが、証券化が1%から25%に拡大をしております。これは残高ということになりますと約60倍成長しているということが、この15年間に起こったことでございます。では何が減っているかということ、生命保険会社の不動産向け融資が減っています。それからもう一つは、S&Lと言われるいわゆる中小の貯蓄金融機関、こういったところの貸し出しが減少しまして、そこが証券化にテイクオーバーされている。そのプロセスにおいて、実はこのノンリコースローン、不動産担保の貸し付けが2.5倍に拡大をしているということが起こっているわけでございます。

日本とアメリカの比較なのですが、日本のCMBSの元年は1998年でありまして、アメリカの場合は1989年というのが元年なのですが、こうして直接比べて見ると、日本も今急激に拡大したとはいいいながらまだまだちょぼちょぼといった感じでございます。アメリカも、実は最初のころはそうだったのです。ところがその後急激にこの水色のグラ

フが拡大しているところが理解いただけると思うのですが、ちょっと私はおもしろい計算をしてみました。そのときそのときの新規発行額を、その時点での日本とアメリカのGDPに対する比率というふうなことで割り算してみましたら、アメリカの1989年に始まって1995年までのこの動きというのと、日本の1998年から2003年に向けて、2004年にかけての流れというのは、割合似たところであります。今現状はGDPに対して0.2%ぐらいの資金が入ってきているというところなんです。ただ、アメリカは何が起こったかといいますと、1995年、96年、97年、98年という形で、ここから急激に市場がテイクオフをして拡大をしていった。ではそこで何が起こったのかというふうなことでございます。

10ページのところは、アメリカのCMBS市場については3ステージの発展段階説というのが業界の中では有力でありまして、最初の初期発展段階、これはスキームができる時代。その次は不良債権といいまして、RTCという政府関連機関がその手法を大幅に活用しまして市場の中に浸透させていきました。その後コンデュイットというのですが、これは要するに、そういう不良債権だとか政府関係の機関が主体となってというのではなくて、民間主導で通常の貸し付けに置きかわっていった。その中で市場が拡大をして、まさにこれは市場の中でインフラとして浸透していったというところだと思います。

先ほどのパイチャートの中で、いわゆる不動産担保ローンが2.5倍にふえて、そういう中で証券化の比率が1%から25%になった。つまり言い方を変えますと、その部分が増えたがゆえに資金がより多く流れやすくなったというふうなことも言えると思うのですが、ボロワーですね、今のイールドギャップがない環境下で不動産の現物に投資をしてノンリコースローンを証券化前提で借りる人たちに聞いてみますと、一つ言うことというのは、融資のフレキシビリティ、これは期間のフレキシビリティ、特定の金融機関に依存しますと、やはり一定の期間の資金しか出ないのに対して、証券化ですとそれを市場全体に求めるというふうな機能がありますので、結果的には資金としては長いものも短いものもとれるというふうなことが一つある。

もう一つはアベイラビリティ、これは2点になるのですが、特定の金融機関に依存すると、ことは資金が潤沢であるけれども、来年は出ない。ところがこれだけの残高のインフラと言えるような市場になってくると、いわゆる長期の資金計画を立てていくに当って、やはりコアの部分としてCMBS市場、証券化を前提としたノンリコースローンの取り入れということに非常に戦略的な意味があるのだ。それにコストもそんなに高くはないとい

うようなことがあるわけです。

資金循環の観点から見たCMB Sの意義ということで、11ページなのですが、これは中間整理の中でも議論されておりました、いわゆるファンドの森という中において、不動産の再生ということは、すべからく日本においては必要である部分があると思うのですが、そこに対する保水機能。ただし、特に長期資金が枯渇しておりますので、フレキシビリティを与えるということ。それから、これはアメリカでの経験とも絡むわけでございますけれども、個別の金融機関の体力、経営に依存しない資金の調達ということ。それから、これは、私は非常におもしろいポイントではないかなと自分で思っているのですが、クレジット・スプレッド・カーブの形成に寄与というのがありまして、日本の投資市場におけるリスクとリターンの概念というものに対してベンチマークを与える。それによって、単に不動産証券化市場に資金を流すというだけではなくて、投資市場におけるリスク・リターンの観点というものに対してプラスの教育的な効果があります。そういう中で、市場機能を通じた適正なファイナンスコストを発見するという、市場の価格発見機能というふうなものを使っている。それから最後に、多数の市場参加者による目利き、モニタリングということがあって、個々の比較的知識の少ない投資家も犠牲にされにくい環境というものがある。

ちょっと飛びまして、先ほどのクレジット・スプレッド・カーブというところで、13ページを見ていただきますと、この緑色のグラフというのがCMB Sの現状、格付ごとの所要スプレッドになっています。AAAであれば何bp、AAであれば何bpと、こうありまして、これを実際に加重平均をしていったときに、全体のファイナンスをしたときにどれだけのファイナンスのコストがかかるのかというのを全体で見た数値というのが、つまりここで見ますとこの赤い横1本線のグラフ、100bp程度のLIBORプラスの上乗せスプレッドでこのファイナンスは全体として成り立っている。投資適格のところまで、つまりAAAからBBBまででファイナンスをとめれば、コストはこの下の水色のところまでで済んでいます。つまり個々の部分が市場のメカニズムの中で決まっていきました、これを加重平均したものが、そのプロジェクトのファイナンスコストになってくるといことで、恣意的に価格が決まりにくい、つまりファイナンスをする人からすると、このカーブが立っていてもファイナンス自体には直接それでだめだということはございませんので、このカーブは右肩上がりの形状をとりやすくなります。

それに対して、例えば社債の場合ですと、ある会社が社債を発行するときは、格付とい

う点においては1種類しか出せませんので、どうしてもそこでは、お金を借りる人のロジックというものが市場の中で前面に出てきまして、それを証券会社がサポートするというふうなところがどうしてもあります。これは商売でありまして、フィーを払う人はだれかということになりますと、そういう構造的な問題があります。結果として見ると、社債のクレジット・スプレッド・カーブというのはインベストメントグレード（投資適格）のところでは横一線といいましょうか、寝たカーブになっています。これはですから、クレジットにかかわらず同じようなスプレッドで資金調達ができるという意味からすると、資金調達サイドからはいいのですけれども、市場参加者からすると、クレジットを分析することのリターンが余りないというようなところに実はなっているわけでありまして、同じ期間の証券化商品と比べるとこの差は歴然としたものになります。こういうものが存在しているがゆえに、合理的なリスク・リターンの観点からファイナンスコストを市場を通じて発見をすることが出来る。それでも辻褄が合わないようなプロジェクトであれば、どこかが基本におかしいというふうなことが逆に市場によって発見をされて、プロジェクト自体について根本的に考え直しを迫られるということではないかと思います。

それから12ページに戻りまして、やはり私募のファンド、これは長期保有のものも含めてということになりますけれども、こういった資金供給を通じたJリート市場ないしは私募の長期保有の市場ということになるのですが、そこに投資適格の不動産を供給するというふうな意味で、いわゆる短期の私募のファンドというところとちょっと色眼鏡で見られることが割と多いわけでありまして、しかしながらその役割というのはそこにある。それから、そういうものであるがゆえに、開発案件、不良債権の売却その他を前提としたものについても適用可能であるという意味で、ノンリコースローンそれからCMB Sの役割というのはあるのだろうと考えています。

14ページに行きまして、我が国CMB S市場の課題ということなのですが、繰り返し申し上げましたように、5年～7年という期間のものが中心になっています。もうちょっと長いもの、もう少し短いものというのはなかなか出てこない。

それから、これは冒頭述べたこととちょっとつながるのですが、これまでは証券化というものの仕組みを作っていくに当たって、オリジネーターからのリスク遮断ということが十分に議論されてきたわけでございます。5%ルールなどもその一つの議論でございますけれども、しかしながら実はそういうプロセスにおいて、間接金融からの不動産市場ないし不動産投資市場のリスク遮断ということはあまり議論されてこなかったということが、

これまでの展開ではなかったか。結果的には、ベークルが保水機能として資金を求めようとしても、その資金の出し手ということについては借入先制限という形で縛られておりまして、しかもその縛られている部分、どういう資金をどんなベークルがとり得るかということについては非常に煩雑な制度がございます。必ずしもプロと言われる人の間でも、そこについて十分な理解の整理が行なわれていないというところがありまして、それが一層資金調達という側からすると混乱を生ぜしめているということでございます。要はナチュラルバイヤー、資金の長い運用の方があれば短い方もあれば、リターンの高いものを求める人たち、いろんな人たちがいるわけなのですが、これと資産市場をいかにきれいにつないでいくのかというところが、やはり課題であるということになります。

最後のところになりますが、我が国の課題としては、先ほど清水先生のところにもございましたが、ローンの契約書類の標準化、それからレポーティングの標準化、これらはもう必須ではないかと考えております。ただそうはいっても、日本では不動産の証券化というのが再生案件という性質をどうしても持っております。それゆえ、この国の不動産市場ないしは経済にとって役に立つわけでありますけれども、それゆえ情報開示が個別にはなかなか難しい。整備は可能であると思っておりますけれども、開示は必ずしも前向きではない部分というのがある。ここに対してどう取り組んでいくのかということが、非常に大きな論点になるかと思えます。そういう中で、社会インフラとしては不動産にかかわる基礎的な情報の整備ということは、もうとにかく進めていかなければいけない。

それからノンリコースローンについての誤解というのがありまして、ノンリコースローンの貸し出しが近年急激に伸びていると言われるのですが、その中でリスク・リターンに見合わないノンリコースローンが出ているということはよく言われることでございます。それは単純に、スプレッドが乗っているか乗っていないかという議論だけではなくて、実はアメリカで私なども使っている不動産担保のノンリコースローンの契約書式の中には、これまでの10年間、15年間の経験と叡智が蓄積されている部分があります。具体的に言うと、日本ではノンリコースローンであれば借り手さんはすべてのリスクから免罪されるというイメージを勝手に持っているボローワーさんとか、あるいは貸し手さんがいると思います。しかしながら実際は、アメリカのノンリコースローンの契約書をつぶさに読んでみますと、そこにはカーブアウト条項というものがあって、明らかにこれは詐欺行為になるのではないかというものについては、ボローワーに責任を遡及する。遡及する能力はないかもしれませんが、それによって不正行為を牽制をするということが1行1行

組み込まれている部分があるわけでありすけれども、どうやらそこら辺のところが十分に研究をされずに、リコースローンの延長線上のようなイメージで貸し出しがされているというところが、ちょっとあるのではないかというようなところがありまして、それについては単純にクーポン上のリターンというだけではなくて、リスクというのは契約書の中に潜んでいるものでありますので、その点で十分な対応が必ずしも行なわれてないのではないかという点については危惧の念を持ちます。これに対してはノンリコースローンが金融機関のバランスシートの中でいわば水面下に入って誰も把握できない形でいびつな成長をしないように何らかの手を打つ必要があるのではないかと思います。そういう意味では、やはり証券化という形で格付をとって複数の投資家に販売をするということになりますと、当然それについては気が付く人たちが出てきますので、いわゆる市場のプロセスを通じることによって健全なファイナンスが仲介されるということがあるかと思えます。

もう最後の最後になりまして、16ページになりますが、ファンドの森というのを無味乾燥な図にすると、私の理解の中ではこうではないかということでありす。個人とか企業が不動産を売りまして、安定化してもういわゆる再生作業が全く必要がないものは、そのまま右まで飛んでいけばいい。ただしそうではないものが相当ありますので、やはりそこにはオポチュニティファンドと言われる人たち、短期売買を目的とする人たちとか再生をする人たちがやはり必要なわけでありまして、その中でこういった役割を担っているのだと。それを食物連鎖という形で表現しますと、ここから出てきたものが収益不動産であれば、Jリートとかコアファンドまで行きます。それが非収益化、後からすることもあるのですが、そうしますと、それはまた非収益不動産としてのオポチュニティファンドのところに行ったり、それでもだめであれば、それが処分型のファンドに入っていく。そうすることによって、再開発が行われたりという、こういう流れというのが、実は本来あるべき姿でありまして、昨今過熱ですとか混戦と言われているのですけれども、実はこういう役者がそろってまして、その間の交通整理をいかにやっていくのかということが重要なのだと思えます。

そういう意味で、最後18ページは今後の方向性と考え方ということで私考えておりますのは、長期性の資金、ないしは不動産ファンドで、十分な知識、経験のある、これは短期の資金もあると思えますけれども、こういう人々をいわゆる適格機関投資家の中に含める方策はないものか、特定目的会社の借入先制限を緩和するということが必要ではないか、このようなことを考えております。それから、もう一つは証券化を前提としたローンの契

約書類などの標準化を推進するということ。

それからインデックス整備の議論につながりますけれども、基礎的な情報・データを整備することによって、必要に応じてそれを活用できるようなベースをつくっていくということ。それから、やはりノンリコースローンについて教育・啓蒙活動が必要なのだろうなと思います。まだ十分な、例えば資金の借り手であるボロワーさんについている弁護士さんですら、リコース・カーブ・アウトであるとか、そんなものはもう許されないなんていう、全く荒唐無稽な議論を真顔で言って来る人たちというのがやはりいるわけでありまして、これは十分勉強してない人たちが市場に多いということでありまして、そこはやはり重要なポイントなのだろうなと。それをチェックしていくためには、定期的な市場売却その他を通じたリスク・リターン市場メカニズムを通じたバランスチェックということが、これは本来の証券化の利点であるわけなのです。

それから、標準化を推進していくというに当っては、例えばこれは一つの提案でございますけれども、政府保有資産の売却への率先した活用、それから公共プロジェクトにこういった手法を使うことによって、ベンチマークとしての浸透を図るということも、アメリカですとRTCがそういう役割を果たした、これは不良債権に限ってということでございますけれども、そういう役割を今の段階で例えば政府保有資産について何か模索できないかというようなことが、以上あちこち飛びましたが、私の考えていることでございます。

あとおまけで、CMBSそもそもについての、やや教科書的な付録もつけましたので、テクニカルな部分でご興味のある方は、後ほどまた読んでいただければと思います。

○前川委員長 どうもありがとうございました。

それでは、赤井委員からの報告に関して、ご質問あるいはご意見はありますか。

○田村委員 できるだけ手短かにコメントをさせていただきます。

まず簡単な方からいくと、証券化を前提にしたローン契約書類などの標準化ということですが、清水先生の方からも赤井先生の方からも出ましたが、正直言って実際やってみると難しい面が非常にあるというのが現状です。これは不動産の特性が非常に強くて、それに応じて標準化はしたいのですが、契約条項そのものが変わってしまう。例えば例として言えば、表明保証事項ということで、当該対象土地に土壌汚染がないというような表明保証をしていただくときに、少しでもその基準値を超えるようなものがあれば、それに対応した条項をつくらなければいけないということで、なかなか難しいものがございます。

次に、この委員会の目的そのものにかかわると思うのですが、資料7で市場重視型行政

ということで、何を議論しているのかということの地図をご提供いただいて、大変わかりやすいと思うのですが、ここを私どものように、個別の案件を依頼者が持ってきて、それについて契約書等を作成するという業務をここずっと続けているのですが、一つここで強く思いますのは、ある意味非常に過渡的な市場の発展の仕方をしてきたなというのを思います。それはやはり90年代後半、特に日本の金融市場の安定化イコール土地を担保にした不良債権の処理であるという命題が大変強いものとしてあった結果、いろいろな制度的な支援が実際にもできたわけですが、実際には主として日本の金融機関の行動形態として、潤沢な資金をどう振り向けるかということに対する一つの回答が、ノンリコースローンという形であらわれてきた結果、実質は不動産担保融資ではあるけれども、表面的にはビークルを変えて、そして責任財産限定特約というノンリコースローンをつけるというだけの手法に変わったというのが大変強いところでございまして、その意味では赤井先生が言うとおり、ノンリコースローンの本質を議論する間もなく、不動産担保融資にかわる新たな融資形態を模索するという行動がどうしても出てきてしまった。従って、証券化という透明で市場性のあるものとは別の動きが厳然としてあるということでございます。

リートについて言えば、これは資本市場から資金を調達する、それを不動産市場と結びつけるという意味では一番当初目指したものであるということで、これはこれで大変評価に値するわけですが、要するにそこまでに持っていく、先ほどのお話もありましたが、クレジットというような形で、いろんな不動産をかき集めて持っていく前の段階は、私募ということもありますけれども、大変不透明であるというのが正直なところでございます。それについては、冒頭巻島先生からお話もあったように、現在のこのⅢ－2であるスキームの関連法制が大変わかりにくくなっているというものもございますし、長くはお話ししませんが、今後話しする機会があればいいと思いますが、非常にちぐはぐな発展をしています。

そして、その国際的な不動産市場という視点がどうしても欠けておりまして、最近でもこういう事例があるのですが、ここで言うTMKというのがございまして、これは「資産の流動化に関する法律」ということで、主として不良債権の処理のためにつくられて、実際には不良債権の処理には使われずに優良な可動資産の取得ということで、特にこれは法制と税制が比較的整備されているということで、外国の資本がたくさん入ってきておりますが、最近になりましてこの資金の調達の中で特定出資と優先出資という、これはエクイティのものがございまして、特定出資で払い込みをした資金というものを使って特

定資産を取得してはいけないのではないかというような指導がありまして、これは外国の資本にとっては今まで特定出資という形で何千億円というふうな形で入れてきていたものが、急遽それがだめだったのではないかというように、オフィシャルではありませんけれども、アンオフィシャルにアナウンスメントをされておりまして、インパクトの重大性について余りご認識がなくそういうご発言をされるのだらうと思いますけれども、そういう問題もあります。

そして、そういう問題を少しずつ解いていくというのが確かに必要なわけですが、最後に私の個人的な要望をお話しすると、プロ私簿について思い切って自由化をすればいいと思っております。しかし、これから出てくるのは、恐らく個人を対象にした不動産投資というものが、現にもうたくさん出始めておりますけれども、出てくるのであろう。そうすると、複雑怪奇なこの市場の中で、本当に個人を保護すべきものがあるのかということについては、もう少し検証する必要があるだらうと思います。

○前川委員長 今いろいろ意見が出されました。ローン契約の標準化は不動産の特性が非常に強いと難しいという点、それから今まで議論してきたことですが、少し冷静に考えようというような意味かもしれませんが、過度な発展をしてきたということで、ノンリコースローンの使い方、即ち直接ダイレクトに不動産融資が向かっているのは、ファンドという形で、結局過剰な資金が不動産に流れるという動きは同じではないかという話とか、あとリートですね。私募ファンド、プレリートとしての私簿ファンドが不透明。これは巻島委員の方から、スキームがわかりにくいという話もありましたけれども、そういったようなことと、あと国際不動産市場に本当になっているのかどうかという話。それから、個人の保護といったような話が出ましたけれども、これについて赤井委員あるいはほかの委員からのご意見はありますか。

○赤井委員 過剰な資金が流入したとは考えてはおりませんですね。証券化を通じて不動産市場に流入した資金、これを証券化商品の発行金額という形でグラフにとりますと非常にスティーブな右肩上がりのカーブで伸びてきているわけでありまして、ただ、それが本来資金を必要としている母集団といいたまいますか、いわゆる資金を必要としている不動産投資オポチュニティというものに対して、では十分な金額の資金であったかというところ、むしろまだまだ過小であったし、今でも過小ではないかと考えております。ただ、その資金の流し方という点について、今まではどちらかというとややオポチュニスティックな資金を、銀行を保護しながら流してきたというふうなところがあるわけでありまして、

ども、ただその銀行がいつまでも不動産市場に資金を流す適切な出し手であるかという、やはり期間ですとかその性質、リスク・リターンのプロファイルからして必ずしもそうではない部分というのがあって、今の段階からしますと、それ以外の人たちで十分な判断能力を持っていた人たちの資金、をどれだけ導入してこれるかということではないか。ですから、そういう意味からすると、田村先生のお話の中で、プロ私募については相当程度自由化すべきではないかという。まさにそういうことなのではないかなと思います。

○前川委員長　そうですね。そういえば私募ファンドに集まってきているお金を処理し切れないとか、かなりファンドにお金が集まっているけれども、その買い物件がないとか、そういったような状況があると聞いていますが。

○赤井委員　実際はそうでもないと思います。よく過熱であるという言われ方をするのですが、過熱というのは、当事者がどう感じているかというふうなことだと思うのです。確かに前より仕事がしんどくなった、そういう状況をもって過熱であると。

○前川委員長　そういう話を、ファンドの人に聞いたことがあるのですけれども。

○赤井委員　私は、これは仕事が難しくなった人からの不満の表明というか、前はもう少しイーजीに商売ができた。今は競争がある。それはむしろ本来健全な状態なのではないかと思います。今まで不動産の運用、業者の方というのは、どちらかというとその初期においては勇気を振るって市場に参加をしてきたという点においては賞賛に値する部分はあると思いますけれども、ただ運用という点で本当に汗をかいてきたのかというと、まだまだ努力不足の感は否めない。つまり投資用不動産として既に完成されたものを購入して持っていました、一手間かける必要があるような物件に手を出しているかという、必ずしも出してない。そうしようとすると、やはり一定のビジネスのモデルが必要であり、しかるべき能力がそこでなければいけないという部分があって、これからまさにそういう意味での本当のビジネスに直面する局面が来ると思いますし、そういう中で、こう言うところちょっと不穏当な表現になるかもしれませんが、やはり第1世代の市場参加者の人たちの間で世代交代みたいなものが起こってくる。それがですから、例えば地方の案件ですとか、開発案件ですとか、そういったところに資金を流していくという過程で、それに対応できないファンドの運用者というのは、これからは市場の中でやはり徐々に存在感を失っていかざるを得ない。まさにそういう状況の中に我々はいて、そういう状況からすると、5年前に一生懸命頑張ってやった人たちからすると、少しは楽をしたいと思ったが、なかなか楽ができないと感じ始めている。それは健全なことではないかなと私は思っています。

○前川委員長 それから巻島委員が言われましたけれども、供給促進策というような視点から、税制の整備というのは必要性は感じているわけですね。

ほかに、赤井委員の報告あるいは田村委員からの質問に対して、何か。

○巻島委員 石田さんに質問したいのですが、CMB Sですけれども、固定金利で確かにどういうローンが中に入っているのか、標準化されてないので怖いとかという話はあるかもしれませんが、年金から見て日本のCMB Sという商品の魅力はどのようなのでしょうか。

○石田委員 米国のCMB Sは流行しているのですが、国内のCMB Sはほとんど国内の年金に入ってきていません。地元産の商品ですから、本来保有すべき資産クラスの一つだと思います。ただ、これを不動産として扱うか、それとも社債と同じようなカテゴリーのクレジット商品として扱うかという点は、まだ議論が固まっておりません。今後こういう世界に特化したノウハウを持った運用機関が投資顧問免許をとって、クレジット債券運用の一つとして商品を提供していき、投資が広がっていくのではないかと予測しています。本来、国内投資家は地産地消で地元のものに目を向けるべきだと思いますし、米国ハイイールド債の利回りもかなり下がってきているので、今後は自然と伸びていくのではないのでしょうか。今まで非常に限られた参加者だけが投資できたマーケットですが、今後は特に格付の低い部分などに新たな資金が向かっていくのではないかと思います。

○前川委員長 ほかに。

○森泉委員 1点だけちょっとお聞きしたいのですけれども、18ページで公共プロジェクトへの導入というふうに書かれていますけれども、具体的にはどういうことを考えているのですか。例えばプロジェクトとしてどういうものが。

○赤井委員 例えば政府保有資産の売却が仮にあったとして、それを売却をしていくに当たって現物で個別に売却をしていくという発想ではなくて、例えばそれをプール化しまして、格付を取得をして、幅広く公募に近いような形で売買していくということというのが、一つは非常にシンプルなものとしては考えられると思います。

○森泉委員 CMB Sに合う公共プロジェクトというのは、例えばどういうものですか。

○赤井委員 公共プロジェクトというか、それは前半と後半と分かれますけれども、前半の部分については政府保有資産が既にあるものですね。ですから、これは物によりますけれども、例えば賃貸住宅のようなものですか、あるいは商業ビルのようなものというのは当然持っていて、それを売却します。例えば最近の例でいきますと、UR、都市再

生機構が宅地の分譲をするということが、信託銀行を通してとありますけれども、例えばこういうものを集合的なスキームで行っていくとかということも一つ考えられると思いますね。

それから、公共プロジェクトということでいきますと、これは私は実はこれから検討の余地が非常にあるなと思っていますのは、なかなか民間の金融機関ではとり得ないリスクというのが、つまり金利リスク、クレジットリスク以外の部分というのがあるようなものです。これは開発案件に一般的に該当するものだと思います。それに政策の変更リスクですとか、あるいは公共的な意味がある建物を建てていくときに一定の信用補完が必要であると。これは行政コストとして割り切って補完していくというようなことがあってよいと思いますけれども、例えばそういうものに対するファイナンス資金を資本市場から証券化というふうなスキーム、箱を通して導入するということには一定の意味があるだろう。そうすることによって、例えば行政コストというのが一体どのぐらいかかっているのかというのが、逆に引き算でわかるようになってくるわけです。つまり、信用補完というのを政府セクターが行なわなければ成立しないようなプロジェクトがあったときに、ではそれが何ベースポイント（bp）というコストとしてその部分に引き直せるのかというふうなことが計算できると思うのです。

○森泉委員 ということは、直接政府、国とか地方自治体がやるよりも、一定の信用補完をしてでも民間でこういうプロジェクトをやった方がいいということですか。

○赤井委員 それは白黒ではありませんけれども、証券化を通じて信用補完のコストが明示的にされるという利点があるわけですから、そういう考え方があっていいのではないかと思います。

○田村委員 P F Iにかわって、例えば大学、特に地方の学舎を整備するときにこういう手法を使うというのが少し出てまいりました。P F Iですと建築コストが下がらないということですので、民間の資金を導入する有効なツールであるという認識が少し地方公共団体にも出てきたような感じがありますけれども。

○前川委員長 時間も経過したのですけれども、もし、これだけは質問とかご意見として言いたいということがあれば、お一方だけ。

○野田委員 最後に赤井委員がおっしゃっていたこととも非常につながるのでございますけれども、今のマーケットが過熱と言われている中で、プレーヤーの中になかなかノウハウが提供できなくて、これからのマーケットの中でどうかというご意見がありました。急に成長して

きた不動産投資マーケットの中で、やはり若干ついていけないというプレーヤーが現にいると思うのです。しかも、資金もかなりそれについてくる。これは恐らく、調達サイドの我々金融機関なども含めての問題だと思うのです。規制緩和ということのお話があったのですが、資産面からのオフバランス、最後の赤井委員の調達面からのオフバランスが必要であり、間接金融からの分離が実は今後のマーケットを自由化していくことのかなめではないかなと思うのです。政策体系の中で条件整備、市場の自由化と規制という面があるのですけれども、金融サイドの方からの市場に対する規制と申しますか、この雰囲気というのが、マーケットがオーバーシュートし過ぎているのではないかということの裏腹の中で、我々ちょっと感ずるところがあります。これは、調達面からもそういうマーケットを自由化してオフバランスするというを進めていかない限りは、この問題というのはおそらく解消できない問題ではないか。だから、ここの部分が今後の課題であり、我々金融機関も含めた、このマーケットを健全なマーケットにして、まさにスタビライザー機能をきちっとしていくためには不可欠ではないかなというふうに思います。そういう意味で、先ほどの赤井委員の最後の示唆は非常に感動いたしました。

○巻島委員 野田さんに質問なのですが、私はノンリコースローンの標準化と、CMB S化というのが何で進まないのだろうかと以前から思っていて、先ほど田村先生からの話で、潤沢な資金を裏づけとして、むしろCMB Sにしたいくない、金融機関がですね、そのままノンリコースローンとして貸し付けたままにしておきたいというようなことがあるのではないかなというようにお話だったと思うのですが、金融機関としてその辺はどうなのですか。

○野田委員 もちろん日本全体の金融機関を代弁する立場では私はございませんのでなかなか難しいのですが（笑）、まだ間接金融中心でないと成り立たない金融機関が、正直言ってあると思います。現実には手数料中心に、投資銀行的にやっていきたいという金融機関もございますけれども、企業に貸したいが貸出先が少ない、しかし資金は集まってくる。その中で間接金融中心にやっていかざるを得ないというところが、正直なところでしょう。今のノンリコースローンが拡大しているという事実の中で、CMB Sでオフバランス化を図りたいという金融機関にとっても、銀行間の貸出し競争の中でスプレッドで負けてしまい、とてもCMB Sが組成できない、というジレンマがあるのは事実です。

○赤井委員 それに関連してなのですが、例えばある金融機関が自分のバランスシートの中にローンを置いておきたいという、そうするという前提でノンリコースローンを

出しましたと。これは極端な例なのですけれども、その金融機関が破綻をしたときに何が起こるかという、例えばその資産が譲渡されて別の金融機関に行きます。そうすると、その別の金融機関にとっては、この点は押えてほしかったという点が押えられていない契約のローンになっているようなケースが例えばある。ボロワーとの関係があるかないか。つまり、これは間接金融か直接金融かというところの非常に入り交じった部分なのですが、そういうことですか、あるいは導管性要件のための借入先規制に該当しないような人がもし間違ってその金融機関を購入したときに、ファンドの運用者のタックス上のポジションがそれによって勝手に変わってしまう。このようなことがやはりあると思うのですね。ですから、全体像を見ながら、そこの整合性を見ていかないと、いびつなことになってしまうのかなという感じがします。

○前川委員長 わかりました。時間も10分近く経過してしまっただけですけれども、これで第2の議題について終わりにしたいと思います、よろしいでしょうか。

本日は貴重な報告を3名の委員の方にしていただきました。それに対していろいろな貴重なご意見もいただきました。これについては、今後の議論に反映させるように事務局が進めていくと思います。また、事務局の方からご質問とか、そういったようなことがあると思いますけれども、よろしくお願い致します。

(3) その他

○前川委員長 では続きまして、事務局から今後の進め方についてご連絡があるようでございますので、お願い致します。

○藤井土地市場企画室長 特に資料を用意してごさいませんが、次回を3月の下旬から4月の上旬ぐらいにかけましてやらせていただきたいというふうに思っております。本日もいろんな論点が出されまして、今の段階、正直どういうふうに整理をして、どういうふうに議論を進めていったらいいのか、まだ明確な方向がないので、また少し委員の先生方とも事前に、今回も事前に少し議論をさせていただきましたけれども、そういう議論をさせていただいて、方向をまとめていきたいと思いますが、一つ少なくともあるなと思っておりますのが、価格の問題に関連した情報インフラのあり方という問題が皆様共通の議論の中で出てきたと思っております。資料7の政策体系のところの右側で言うと、デューデリジェンスに関連する不動産鑑定のあり方、情報インフラのあり方、情報流通環境の整備のあり

方、それと関連する市場アセスメントのあり方というところが一つのテーマとしてはあるのかなと思っておりまして、また先生方と、委員長、委員長代理ともご相談しながら今回のことを進めていきたいと思います。そのような議論を次回については事務局で少しまとめさせていただいて、ご議論いただくようにできたらいいのかなと思っております。

そういうことで日程をまず調整させていただいて、とにかく日程を決めて、それに向かってやり抜くというふうな形で進めさせていただきたいと思っておりますので、お手元のものにご都合の時間を記入をいただきまして、それでまた調整をさせていただきたいと思っております。

○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、本日はこれで終了させていただきます。議事の不手際で時間が超過したのをお詫びいたします。

それでは、議事の進行を事務局にお返しいたします。

3. 閉 会

○藤井土地市場企画室長 以上でございます。どうも、本日はありがとうございました。

午後5時41分 閉会