

国土審議会 土地政策分科会 企画部会  
不動産投資市場検討小委員会（第5回）

平成18年6月1日（木）

【赤松専門官】 それでは、お待たせいたしました。定刻となりましたので、ただいまから国土審議会土地政策分科会企画部会第5回不動産投資市場検討小委員会を開催させていただきます。

委員の皆様方には、大変お忙しいところをお集まりいただき、まことにありがとうございます。

冒頭に1点だけお断りをさせていただきますと、現在、政府では、本日6月1日より9月30日までの間、軽装のノーネクタイ、ノー上着、いわゆるクールビズというものの執務励行が行われている関係上、職員の者も軽装での執務で失礼させていただいております。このことについてご理解いただきますとともに、もしよろしければ委員の先生の皆様方も軽装にてこの場に臨んでいただければと思います。

それでは、まず、お手元の配付の資料の確認をさせていただきたいと思います。上から順に、議事次第、委員名簿、座席表、配付資料一覧、そして資料の1から5でございます。

資料についてはよろしゅうございますでしょうか。もし過不足や不備などがございましたら、事務方にお申しつけください。よろしいでしょうか。

本日は、おかげさまをもちまして、委員全員の皆様のご出席をいただいておりますので、委員会は成立しておりますとともに、この委員11名で審議を進めさせていただきたいと思っております。よろしくお願いいたします。

なお、これもこれまでの委員会での取り扱いと同じでございますけれども、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いうことになっております。また、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、ここからは委員長に議事進行をお願いいたしたいと思います。

前川委員長、よろしくお願いいたします。

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

最初は、議事の（1）です。不動産投資市場への長期安定的資金の流入促進について、国際的な不動産投資市場の構築に向けて、まちづくり・地域づくりに資する全国的な不動産投資市場の構築に向けてでございます。

前回の、小委員会におきましては、不動産投資市場の持続的発展に向けた今後の成長戦略についてご議論していただいたとともに、そのために必要な施策の1つであるトランスペアレンシーの向上についてご議論いただいたところです。

従いまして本日の議題につきましては、今後の成長戦略を実現するための残りの施策についてご議論いただくためのものがございます。

まず、議論に先立ちまして、事務局がまとめた資料がございますので、その資料について事務局より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。

【藤井土地市長企画室長】 それでは、座ったままで失礼を致します。

まずお手元の資料1をごらんいただきたいと思います。A3判の大きな紙でございますが、この資料1は、前回の審議会のお配りしたものでございます。今後の検討の方向ということで、今、立ち上がりから持続発展期に移行すべき時期に来ている我が国の不動産投資市場をどういうふうに成長させていくのかといったときに、3つのことが必要だということを前回まとめさせていただいたものでございます。

1つ目は、左にございますように、不動産に必要な本来的長期安定資金の持続的流入をできるようにする必要があるだろうと。その持続的流入をするための長期安定資金の中でも、やはり個人・年金という資金が非常に重要だというお話をさせていただきました。

その次に、この個人・年金の資金というのは、ところが、クロスボーダーで瞬時に動いてしまうものであるということでございまして、その資金をちゃんと持続的に流入させるためにも国際的な視野が不可欠であるということで、そのときに我が国の不動産投資市場の国際的な地位の確立が必要だということが2つ目に問題としてあるということをお話をさせていただきました。

そうなりますと、今度は一番右になりますが、その国際的な視野と地位の確立ということになったときに、日本の中で取り残されているような、地方と東京という問題が出てきてしまうのではないかとございまして、やはり全国的な底上げをできないといけないのではないかと。その全国的な底上げというのは、やはり国際的な地位の確立上も、年金資金を持続的に入れていくためにも必要なものであってということで、この3つの問題は、一番下にございますように、相互密接不可分な問題であるということで、一体的な同時解決が必要ではないか、そういうことに基づいて、前回はその中でも一番基礎となるトランスペアレンシーの問題につきましてご議論いただいたということでございます。従って、今回はその余の問題につきまして、現状をまずご説明させていただいて、その上で、例えば考えられる対策としてはこんな対策があるのではないかと。事務局で案をご用意致しましたので、これをご説明させていただくということでございます。

それでは、以上のような考え方に基きまして、資料2でこの3つの視点について、現状にはどうなっているかということをもとめたものをご説明させていただきます。

資料2の1ページのところからは、先ほどのA3判でいう一番左側のところの本来的長期安定資金の持続的流入という視点に立った現状をまとめさせていただいております。

2ページをごらんいただければと思います。

A3の紙にもございますように、長期安定資金という中でも特に個人・年金資金は非常

に重要だということでございます。

一番上でございますが、年金のほうは長期にわたって安定収入が必要とする。不動産のほうも長期にわたって維持管理が必要だということございまして、不動産の投資の特性というのは、インフレ抵抗がある、あるいは長期にわたって安定収入が見込める、毎月の収益を前提とした配当が可能だと、こういうふうなことでございますので、不動産投資というのは年金が求める運用先の性格に合致をします。一方、年金資金によって不動産に持続的な維持管理がやりやすくなっていくということで、両者にとってお互いメリットを享受できる資金であるということでございます。

ところが、これは中間整理の際にもお話をさせていただきましたが、個人・年金資金の不動産のパイプ、資金循環というところで見ますと、このパイプはまだ残念ながら非常に細いものだというところがあるということでございます。個人の1,500兆、あるいは年金110兆という資金がございますが、そのうちの3%とか、4%とか、そういう数字が不動産投資関連の商品のほうに流れて、そのうちのわずかな部分が証券化のほうに流れているという形で、非常に細いパイプになっているという現状があるということでございます。

3ページを見ていただければと思いますが、本来の姿、目指すべき姿ということを考える上では、こういうことを考えていくべきではないかということでございます。年金の資金が不動産に流入する。それによって個人・年金の安定収入が確保できるという単純な図式があるわけですが、そういう単純な図式ということだけではなくて、それをさらにもっと発展させていくような資金循環ということが必要ではないか。

例えば、ここがございますが、個人・年金の資金が不動産に入っていく。その不動産に入った結果、その不動産が単にキャッシュフローを生むのではなくて、価値を増大してより配当を拡大していく、それが配当拡大した結果、個人・年金の方の年金生活の安定に役立ってくる。さらにそれが安定に役立つだけではなくて、不動産の価値増進がもう一歩進んで、都市再生なり居住環境の向上ということに役立つことによりまして、直接的な配当ではないんですが、社会的な配当という形でいろいろな利便性という形にはね返ってくる、これにより、豊かな高齢化社会というものが実現されていくという、こういうより広い視野に立った資金循環を目指していくということが重要ではないかということでございます。

4ページをめくっていただきますと、これも言わずもがなの話でございますが、日本では非常に高齢化が進んでおりまして、例えば右のこれは2005年の数字ですけれども、先進国の高齢化は発展途上国5.5%に対して15.3%となっており、その中でも日本は19.9%ということで、非常に高い高齢化の現状でありまして、これからそういう意味でも年金の運用改善というのは日本にとっては非常に大きな急務の課題であるということでございます。

5ページを見ていただきますと、そういう中で、年金サイドの方の不動産に関する関心はどうなっているかということでございますが、最近関心がやはり高くなっているということございまして、実際に不動産投資を実施しているという割合は17%ぐらいなんですけれども、検討中まで入れますと、半分弱ぐらいのところまで関心が示されている、特に

下のグラフは年金の資産規模別に見たものでございますが、1,000億円以上の資産の年金の運用者の方の回答は、6割ぐらいの方が不動産に投資をしたい、こういうふうな形で関心が高まっているということでございます。

6ページを見ていただきますと、その年金の方々の不動産に対する見方ということでございますが、左の下のグラフを見ていただきますと、いわゆる株とか債券に対するオルタナティブ投資、代替投資というふうに見るのではなくて、1つのアセットクラス、要するに、最初からポートフォリオの中に組み入れる財産として不動産を見始めているということが見てとれるということでございます。

しかしながら、右のグラフにございますが、これは証券化協会さんのほうで調査したものでございますけれども、日本においては、不動産は、オルタナティブ投資ではなくて、独立したアセットクラスとしてポートフォリオに組み入れたいという見方があるにもかかわらず、実際に日本の年金のところで不動産に入っているお金は1%にも満たない、こういう状況になっているということでございます。

次のページを見ていただきますと、じゃあ、なぜそういうふうな形で不動産にお金が入らないのかということでございますが、これも証券化協会さんのほうで行ったアンケートでございますが、一番の理由として挙げられているのが、やはりベンチマークインデックスがないということでございます。これにつきましては、そういうことがあるからということで、前回、トランスペアレンシーという議論の中でベンチマークインデックスの必要性をご議論いただいたところでございます。

それから2つ目は、市場の規模の拡大を望むということがあるわけです。

3つ目に、不動産投資を一任運用できるような専門的な法制度の仕組みがない、枠組みがないということございまして、これについては、今、不動産部会のほうでも議論を進めているというところでございます。

次のページを見ていただきますと、一方で税制上のいろいろなネックもあるんじゃないかということで、年金、個人の資金ということにつきまして、税制上の問題点を整理したものでございます。

1つ目の問題点ということで、年金資金に流入するTMK等の借入先要件の改善という問題点がございます。これはその年金の資金をエクイティで入れるのではなくて、デットの形で入れるということも非常に大事なわけでありまして。

特にプライベートファンドの場合はデットの率が7割ですので、年金資金をきちんと証券化の不動産に入れていくためには、このデットで入れるということをどうするかということが1つの大きな課題であるわけですが、ところが、このデットのところにつきましては、これは再三この委員会でもご議論がされておりますけれども、税法上の導管性要件の中に借入先として証取法で規定します適格機関投資家に限定しているという規定がございます。このために年金機関は適格機関投資家という形になっておらないために、デットのところにお金が入れないという問題がございます。具体的にはということで、ちょっ

と下のところでスキームを書いておりますが、通常、デットのところでお金を貸すのはノンリコースローンという形で貸すわけですが、そのノンリコースローンで貸したものは、すべてではないんですが、その部分のかなりのものが別のTMKの形で債権譲渡をしまして、それを束ねてCMB Sという形で発行いたします。ところが、このCMB Sの格付をされた債権もデットに相当するという考え方の中で年金資金が直接購入することができないという現状があるということでございまして、ここはこういうところを改善していくということがまず必要ではないかということが1点でございます。

それから9ページを見ていただきますと、年金に対しては、実は年金は公共法人に相当するという扱いになっておりまして、税法上は非課税扱いになっております。ところが、10名以上の匿名組合契約をする場合には事情が異なります。この場合でも、年金が直接匿名組合契約をする場合には源泉徴収という問題は10名以上でも生じないのですが、通常、年金の運用というのは、年金信託契約という形で共同委託を信託銀行さんを経由してやるという形態をとっております。そうしますと、信託銀行が匿名組合契約をして10名以上でやりますと、そこで源泉徴収課税がされるということになっておりまして、配当については、現在、10%の源泉徴収税がとられてしまう、ところが、その源泉徴収をとられたものは還付するというふうな仕組みがありませんので、年金にしてみますと「取られ損」というふうな形になってしまっているということにして、このために多くのプライベートファンドが10人というふうな投資家のものではないかという形になっておりまして、ここが1つの制約になっているのではないかというのが2点目の税制でございます。

それから次のところ、10ページ、ページが消えていて恐縮ですが、個人・年金の資金と考えたときに、不動産投資のメリットの中に、減価償却を享受できるという特性がございます。現実にはそういう特性を踏まえまして、例えばオーストラリアの上場LP Tでは、減価償却分も配当といいますか、要するに、減価償却分も戻してあげることができるようになっておりまして、そういうことでほかの金融資産にない、要するに、元本償還が来るような形になりますので、ほかの金融資産にない非常に有利な商品だという形になって、それが個人や年金の方にとって魅力的だということで、資金を流入するという形にきているというようなことがございます。

もちろん減価償却費を配当するというをただそのまま単純に認めるということではなくて、必要な維持管理、建物の維持管理に必要な資金、長期修繕費とか、そういうものの資出というものはきちっと計上をしていかなければいけないわけですが、その基本的な資出を計上した上で、なおかつ減価償却分で残ったものを投資家に戻さないということになりますと、どういうことになるかということ、ピークルの中に内部留保で現金としてたまっていくというふうなことになると思います。ピークルのほうがゴーイングコンサーンの企業だ、こういうふうな考え方で行くのであれば、その資産性を担保するという意味で現金を内部にためておくということに対して合理性がないということではないんですが、通常のファンドの場合、特にプライベートファンドになってまいりますと、ゴーイングコン

サーンということではありませんので、それについては現金として内部にためておく合理性がないということにもかかわらず、出資戻しをしなければどんどん現金で資金を寝かしておくということになりますので、ちょっと不合理な部分があるということでございます。

これを配当をするということになりますと、ここにございます効果というところに書いてございますが、他の金融商品と比べても魅力的な商品となって、個人・年金資金の流入を促す側面があるだろう。

それからもう1点は、いろいろな政策的な施策という形で、特別償却、割増償却という制度がございます。そういうふうな割増償却、特別償却という制度をやったときに、これが配当ができますと、その特別償却をしたものは他の金融商品と比べて有利だと、非常に魅力的な商品になるということになりまして、例えば、都市再生、まちづくり、中心市街地の活性化に資するあるプロジェクトについて、政策的に特別償却を課しましたということになりますと、その政策に有利なものが商品の特性としても有利な商品ということになりまして、大きな資金移動を促す政策のレバレッジ効果といえますか、そういうものがきいてくることが期待できるということでございます。

そういう意味でも、出資戻しということをも可能とするということも認めてもいいのではないかとことなんです、例えば、REITの場合の投資法人法上の制約というのは、出資戻しが会社法上の株式会社ではないので、可能だということで制限はございません。東証のJ-REITの上場基準では、6割までは配当していいという基準になってございます。ところが、現実には今、6割とか配当しているJ-REITはないということでございます。

その理由が、例えば、結局、出資戻し分を戻してあげるということになると、確定申告が必要だという形に現行の制度ではなっております。そうしますと、投資家の方は、特にJ-REITの小口の方は確定申告が面倒くさいということになりますので、なかなかやってもらえないということで、それを確定申告という形をしなくても源泉徴収レベルでできるようなことを検討していく必要があるのではないかとことでございます。

続きまして、11ページからは、国際的な視点というところについての現状をまとめてございます。12ページをごらんいただきたいと思います。

前回も、アジア、パシフィックの中で、例えば、香港REITが去年立ち上がって、今後、22兆まで拡大するという競争関係が出ているというお話をさせていただきましたが、例えば、香港、アジア・パシフィックの中ですとシンガポールが、例えばシンガポールなんかは国内に投資物件がないわけですが、インドとか、マレーシアとか、インドネシアとか、周辺諸国のものにどんどん投資をして、不動産投資のゲートウエーのような機能をだんだん担おうとしている、香港については、中国で2008年にオリンピックがございしますが、そういうものもにらみながら、中国国内にこれから活発に資金投資をしていくところを香港市場で上場する、こういうふうな国際的な競争関係がアジア・パシフィックの中で起こりつつあるということでございます。

13 ページをごらんいただきますと、これはアジアについてのすべてのREIT関係の資産がどうなっているかというのを、すべて計上したものでございます。アジア全体で現在REITの銘柄は65銘柄、若干数字が変動しております、これがほんとうに直近のアップデートかどうかというところは、もうちょっと精査しなければいけません、約65の銘柄がアジアの中で乗っかっているということでございます。ここは、下にございますように、オーストラリアはここには含まれておりません。

この中で、圧倒的にシェアが大きいのは日本でございます。ところが、シンガポールがグーッと視野をだんだん広げつつあって、直近の新たに入ってきた香港が、赤いところでございますが、グーッと急に増え出しているということがございます。

14 ページをごらんいただきますと、今、トレンドで見たものでございますが、現在、64%がこういう中で日本ということになっておりまして、シンガポール、香港と、こういうふうなことを大きくまだ現段階では引き離しておりますが、先ほど申しましたような状況の中で、香港、シンガポールが急激に拡大していくということが出てくることも考えられるというわけでございます。

そういう中で、15 ページを見ていただきますと、インドの状況を掲げております。最近、インドが実は不動産投資の投資家の間で注目をされているというところがございまして、右のところの表は、ジョーンズラングラサールがアジアの不動産投資に関する投資家マイインド調査を実施しております、どこの都市に関心がありますかということを知っているわけですが、その1位、2位、4位がいずれもインドの都市が上位を占めているということがございます。

この理由は、左にございますが、アメリカが5%から6%の利回りということに対しまして、これは住宅開発の場合ですけれども、インドの場合は20%の利回りが期待できるということで、非常に高い利回りを目指してインドが非常に人気が出てきているということが1つと、それから、ことしの2月に外資に対する直接投資を原則自由化したということがございまして、こういう流れの中でインドが急に大きく投資家の中で注目を集めているということでございます。

その外資の、これまでもいろいろ現地法人ということを組み合わせた中で投資が活発に行われているんですが、その実例を下に掲げてございますが、例えばここを見ていただきますと、1番目、3番目のシンガポールに本社があるところが出てきているわけでございます。先ほど申し上げましたように、シンガポールの市場、シンガポールのファンドがグーッと成長していくという可能性があるということでございます。

それから、ちょっとおもしろいのは、4番目のところのカナダの物件がございまして、バンガロールでのタウンシップという開発だということなんです、約30億ドル、ですから三千数百億の開発にカナダがこういう形で投資を向けているという現実がございまして、今これがインドのほうもこれから急激に伸びていくという可能性があるという形の中で、シンガポールなんかもうそういうふうを広げているという現状がある。

ちなみに、インドは、現在、インド自身でのREIT市場を立ち上げようという動きが進んでいるということでございまして、ここがまた新規に参入してまいりますと、アジア・パシフィックの中での競争の激化というのはさらに激しくなっていくということが予想されております。

16 ページを見ていただきますと、こういう中で日本のREITは今だれが支えているかということでございまして、ここは直近3カ月のREITの取引高の売り越し、買い越しのところがだれなのかということをもとめたものでございます。

赤が買い越しということでございまして、これを見ていただきますと、個人の方が売って、外国資本が買っていると、買い支えているという状況にあるということがございます。ですから、こういうことを見ていただきますと、要するに、外国資本の方に、これから日本の不動産投資市場が拡大していく上で最後の出口というところはREITになるわけですので、REITをいかに大きく拡大させていくか、支えていくかということが日本の不動産投資市場を支えていく上で非常に重要になるわけでありましたが、現在のところ、それを支えている大きな買い手が外国資本であるということがございまして、したがって、外国資本の方にとっても魅力あるマーケットにしない限りは、日本の不動産投資市場の発展はないということがこういうところで見とれるということでございます。

そういう中で、17 ページを見ていただきますと、これは世界各国のREIT、ちょっと英文で細かい字で恐縮でございますが、世界各国のREITをずっと並べて表にしたものでございます。

その中で1つありますのは、「Overseas Assets」と書いてありますが、要するに、外国資産を組み入れることができるかどうかということでございます。これを見ていただきますと、実は明確に組み入れることができない国はベルギー1国となっております。それから、限定的に条件つきでできるんだけども制約があるというのが、台湾とタイランドとマレーシアとなっております。それから、唯一日本だけが「No official restrictions」という分類となっております。これは後ほどご説明をさせていただきますが、こういう形で外国にも投資ができるという状況になっています。

この中で特にご説明しておかなくてはいけないのは香港でございます。香港は、現在、オーケーという形になっておりますが、これは2005年6月に制度を改正しまして、それまでは「Restricted」の対象の国家だったんですけれども、やはり国際的な競争力をつけていかなければいけないということで、昨年の6月にわざわざ制度を改正して解禁をしたということがございます。

18 ページを見ていただきますと、これはファンド・オブ・ファンズの資金がどうなっているかということを見たものでございますが、この中で日本のREITに特化したファンド・オブ・ファンズは、伸びがずっとおさまっているという形になっています。これはいろいろな理由があり得るわけございまして、現実にあまりに人気が出過ぎて発行を抑えているという話もあるということもございまして、これは一概に日本が魅力がないとい

うことではないんですけれども、横になっているということに対しまして、グローバルREITファンド、世界のREITに分散投資するREITファンドのファンド・オブ・ファンズは、非常な勢いで伸びているということでございまして、投資家の方にとっては一定の魅力といたしますか、ニーズがあるということでございます。

そういう中で、19ページをごらんいただきますと、これは1つのホテル特化型REITということをご想定した場合でございますが、例えば国内の物件しか物件がないですよというREITよりは、例えばサイパンとか、グアムとか、ハワイとか、そういうところに分散して投資をしたということになりますと、例えば円高というリスクが出てきたときに、海外に旅行客が逃げていく。国内の物件は閑古鳥が鳴くという事態があったとしても、そこを逆にヘッジができるというふうな、もちろん為替の逆の問題もあるわけですが、そういうふうなホテルREITみたいなことを考えますと、アジアの中で分散投資していくというほうがより魅力的だということがあり得るということでございます。

そういう中で、次のページをめくっていただきますと、ここは日本が選択の岐路に立っているのかなというふうなことでございまして、日本がアジア・パシフィックの中で圧倒的にマーケットシェアを占めているにもかかわらず、日本はある意味では外国が二刀流で戦っているのに日本は一刀流で戦いなさいと。あるいは、ちょっと言い方はあれですが、例えば外国は場外乱闘してもいいけれども、日本はリングの上でしか戦ってはいかんと、こういうふうな感じになっているということでございまして、それがいいのかどうかということでございます。

オーストラリア、韓国、シンガポール、香港というところはできるということになっている中で、一方のマレーシア、タイというほうに行くのかどうかということが問題なんだということでございます。

下のところでございますが、もしも仮にJ-REITの海外投資が可能になるということであれば、こういうハンディキャップが解消できるということがございますし、先ほど申し上げましたようなホテルREITとか、物流REITに対する魅力向上ということを期待できるということがございます。

それからもう1つ、ここの3つ目のポツに書いてございますが、例えば今、日本のショッピングセンターがREITとジョイントをしてオフバランスで国内でショッピングセンターを建設するなんていうことが一般的に行われているわけですが、それが海外に進出したときに、今は日本のREITは海外ではジョイントできないということになっているわけですが、これが例えば、海外にJ-REITも進出ということであれば、ジョイントを海外でもできる、こういうふうなことになってくる。

それから、後ほどお話しいたしますが、これからインフラ投資がREITというスタイルの中で実施されていくということが想定されておりまして、例えば日本の国際競争力みたいなことを考えるときに、海外での事業でREITがプロジェクトファイナンスとして使えるということが非常に大きな日本の将来のことを考える1つの選択かなと。

さらに、こういうREIT関連産業のこういうものが国際的に進出していきますと、国際的な視野を持っているいろいろな分析をしていくということになりますので、国際的な不動産インテリジェンス産業の育成にもつながっていく。前回もこの委員会でもご議論がございましたけれども、不動産を資源と考えるというふうにしますと、日本は世界に冠たる不動産資源大国である。資源大国の中の不動産業というものがあの中で、その不動産業というものが国際的に進出できない、あるいは国際的な能力を生かせないということはほんとうにいいのかどうかという問題でございます。

次のページをめくっていただきますと、じゃあ、これが何でできないのかというふうなことでございます。日本の制度では、先ほどの一覧表の17ページのところで、「No official restrictions」という言い方になっておりましたのがどうしてなのかというのが21ページのところでございます。制度上は、金融庁の見解では、投資法人法上は海外物件を買ってはいかんというふうな規定はないということになっております。ただ、実務上の問題としまして、右にございますが、投資法人法16条の2というところで、REITが物件を取得するには価格調査をしなければいけないということになっております。その価格調査は、不動産鑑定士による鑑定評価を踏まえて調査しなければいけないということで、鑑定評価書を必ずとるということになってございますが、この不動産鑑定評価書というのは、こういう条文の書き方になっておまして、日本の鑑定士の鑑定評価書でなければいけないというふうなことになってございます。

したがって、日本の不動産鑑定士が海外の物件を鑑定できるのかどうかという問題になるわけでございますが、ちなみに、鑑定について言いますと、鑑定法上は日本の不動産、特に不動産を国内に限定するという規定はございません。現実に鑑定士の方でも海外物件を鑑定しているという事例はございます。また、裁判事例でも、東京地裁のある事件では、裁判所のほうから海外の不動産鑑定をとった物件が争われたケースがあるんですが、それについても国内の不動産鑑定士の鑑定をとれというふうなことが言われまして、それに基づいて和解勧告をしているという事例がございまして、制度上は海外物件であっても鑑定するという事は可能だろうということでございます。

ただ、あまりこういうことを、特にREITの場合について鑑定をするということを想定していないということがございまして、それから、実際にこれをきちっと鑑定できるかどうか、投資家にも説明できるような形で鑑定できるかどうかということについては、やはりそれなりの体制なり、いろいろな条件をクリアしなければいけない問題があるだろうということでございます。

ですから、例えばそういう問題をクリアするためのガイドラインみたいなものを作成して、それに基づいて体制をつくっていき、それに基づいて実施するということがないとなかなか難しいのかなということでございます。

22ページに行ってくださいと、海外の物件を購入するという意味合いはどういうことなのかということをおちょっと別の視点から見たものでございます。

例えば、日本の企業があって、現地に物件を持っていました。その物件を日本の企業のニーズで海外不動産をオフバランス化しなければいけない。これは例えば不良債権処理のように既存の物件があって流動化するというケースもあるでしょうし、先ほど申し上げましたように現地進出をするということの中でオフバランスするかというニーズがあり得るということでございます。

そのときに、日本のREITにそのオフバランスのところを受けてくださいと言うと、日本のREITは受けられませんということになりますと、どこかで受けてもらわなければいけないことになりますので、結局、例えば香港やシンガポールREITで買ってくださいという話に出てくる。そうしますと、資金の出どころは国内であったり、世界かもしれませんが、同じところであるにもかかわらず、資金の流れが日本のREITと飛ばして、経由せずに外国のREITのほうに資金をゲートウエーで日本の企業のものも行かなければいけない、こういうふうな現象が起こってくるということでございます、こういうことが果たしていいのかどうかという問題でございます。

それから、23 ページをごらんいただきますと、これはオーストラリアのある会社が世界中のインフラストラクチャーについて投資をしている案件でございます。20 カ国 92 のインフラ関連資産を投資をしているんですが、これはいずれもファンド形式で投資をしているという形になっております。約3兆円のをファンドで投資している。

例えば、この会社の有名なやつは、日本では箱根ターンパイクとか、伊吹山ドライブウェイ、こういうふうなものを持っております。非常にある意味では特殊な道路というものを持っているわけでありますが、しかし、外国ではむしろ一般的な道路なり空港を保有しておりまして、例えば、箱根ターンパイクの左のところに韓国の物件がございます。ここでは、Tunnel、Expressway という、仁川空港に渡るところの高速道路（Expressway）、そういうふうなものをずらずらとこういうふうなリストに挙げております。

それから、例えばカナダで「407ETR」と書いてございますが、この道路などは延長が100キロ以上の非常に大規模な高速道路でございます、こういう道路をファンドが入れている。

非常に今、世界的にREIT関係の中でこういうふうなファンド、インフラストラクチャー投資というものが非常に注目されております。

といいますのは、だんだん年金の資金は巨大になりますのに、なかなか不動産のほうは限られているということがあって、最初はコア物件を、賃貸物件を入れていたんですが、開発物件に手を出してきた。でも、開発物件も限界がある。そこで次はインフラだということで、インフラのほうに大変に資金が向かっているということがございまして、投資家もこういう形でインフラということをやする形ができつつあるということでございます。

そうなりますと、例えばこれからアジアで起こってくるいろいろなプロジェクトなんかもインフラ関係のプロジェクト、例えば日本の建設会社とか、そういうところが参加してくるということになるわけですが、その資金調達手段がこういう形でファンドという形を

とってくるということがむしろこれから一般的になってくるということが想定されるわけですが、そのときに日本のREITから、ファンドから調達できないということには果たしていいのでしょうか。国際的な競争力という関係の中で1つの問題ではないかということでございます。

次に24ページを見ていただきますと、この中での全国不動産投資市場の底上げということで、25ページ、26ページは前回の資料で配らせていただいた資料でございます。

例えば、25ページにございますが、投資が1件もない件が17県もある。全体の95%の市町村にはまだREITは1件もないという現状があります。

ところが、26ページにございますように、稚内から石垣まで国際会計基準は適用される、新BIS規制は適用される。オフバランスニーズはあるということになりますと、証券化というツールが使えないのは問題だとなってございます。

そういう中で、じゃあ、地方の投資の可能性があるのかということを見てみたものが27ページからでございます。

実は最近、外国の投資家も含めまして、地方の投資に対して非常に注目が移っております。どうして移っているかということ、都心部への案件の非常にキャップレートが下がっております。都心部関係はもうからない、しかし、日本の不動産を買いたいというニーズがあるということで、そういう中でキャップレートが総体的に高い地方の物件に注目が移っていて、そちらに外資が入り始めている。ある意味でマーケットメカニズム、価格のスタビライザー機能という問題がこの委員会でも相当何度も議論されましたが、そういうメカニズムがある部分健全に働いた結果、地方のほうに今、外資が向かい始めているという現実があるということで、この1つの例を27ページに挙げております。

これはアメリカのある大手の投資会社が実際に購入した案件でございますが、秋田県の大館という、どちらかという非常に景気が悪いのではないかというイメージがある東北のエリアの中の物件を購入している。どういう物件かということ、ここにありますロックタウン大館西と書いてありますが、こういういわゆるどこの地方にでもよく見られる物件でございます。この会社の考え方は、むしろオフィスとかそういうものでは国際的な競争力は全然ないけれども、例えば食品スーパー、衣料品とか、こういうふうな生活必需品を扱うテナント、こういうものはむしろ安定的に賃料が得られる物件であって、地方でも十分国際競争力がある。むしろ地方が地価が安い分、物件価格が安くて、利回りが高いということがある。こういうふうないわゆるリテール物というものに投資をするということで非常に重要になってくるのは、人口とか、そういう物件をどう見るかということでございますが、例えば秋田県全体では人口というのはもちろん減っているわけなんですけれども、その人口を細かく分析をしていくと、勝ち組と負け組というふうに言うともよくないのかもしれませんが、秋田県の中でも人口に濃淡があるということがございまして、その濃淡の中で十分そろばんが合うというエリアを特定することができる。さらにこういうところのリテールの形ですと、テナントが逃げるかどうかというのが大事なので、そのテナントの

契約関係が長期にわたっているか、そしてそのテナントが財務状況上、十分競争力があるかどうかということを一箇一箇細かく検討していくと、十分投資対象になる物件があるということで、こういう物件を取得しているということでございます。

それから 28 ページを見ていただきますと、先ほどの利回りということがありまして、例えば政令都市以外の県庁所在地みたいなところでもオフィスの取得というものが外資のところが出始めているということでございます。

それから、28 ページの下でございますのは、今まで郡部の案件というのは 1 件もなかったんですが、J - R E I T で初めて郡部の案件が出てきた。1 億 5,000 万ほどのマンションでありますけれども、こういうものが R E I T に組み込まれるような時代になってきたということでございます。

29 ページを見ていただきますと、じゃあ、そういう中で地方はどういう取り組みをしているのかということの 1 つの例でございますが、これは新潟県のある不動産関係の会社がやったものでございます。証券化、証券化と言っても、実際にやってみないとわからない。新潟は今、合併で 80 万という人口になったんですけども、新潟の不動産鑑定士さんでも、D C F という言葉は知っているけれども、実際に D C F の鑑定依頼が来たことがないというふうなことがございまして、実際に鑑定士もやったことがないということの中ではちょっと話にならないのではないかと。それでこれは勉強だということで、1 年間かけて実験的にもかくやってみようということをこの会社では行ったということでございます。

この写真にございますように、地元の大学の学生用の賃貸アパート、物件の価格は約 3,000 万というものでございまして、非常に安定収益が見込める、3,000 万ということでみると優良物件だということでございます。通常こういうものを証券化でやると、組成コストで当然成り立たないわけですが、実験的にやろうということで、鑑定士さんとか、いろいろな関係者を集めて 1 年かけて証券化した。

そういう中で、30 ページにございますように、それをここの成功を受けて、実際の中心市街地のもので商品として売り出したということでございます。

そういう中で、31 ページを見ていただきますと、どういうことが問題かということでございますが、地方の人材不足、そもそも人材がないということが問題だということがございます。それから、例えばノンリコースローンと言っても、言葉がわからないというふうな、例えば地銀の方でもわかる人がほとんどいないという状況がある。そこが最大のボトルネックだろうと。

それから、32 ページを見ていただきますと、地方でこういう中小物件を証券化しようとする、実は実物を扱える安定的な使いやすい制度というのが現在ございません。そういうことがあって、非常に地方の中小の物件の証券化は進みにくいという現状があるということでございます。

それから、33 ページは、これは前回もお話しいたしましたが、譲渡益課税という問題が発生しているということでございます。詳しくは説明は省略させていただきますが、アメ

リカではオペレーティング・パートナーシップという仕組みを介しまして、現物出資をしたところについても税金の繰り延べが可能だということがございます。

右のグラフにございますように、最近、一般事業法人からプロ向けに譲渡されたものの中には譲渡益が出始めているということでございまして、これからだんだんこの譲渡益問題がボトルネックになるのかなということで、34 ページ、35 ページは外国の制度の比較をつけてございますが、外国の制度も譲渡益課税については、実はあまり日本と変わっていないんですが、ただ、アメリカの場合は、こういうアップリート税制みたいなものがあるということでございます。

それから、36 ページをごらんいただきますと、そもそも外国の投資家が関心を持ち始めているということなんですが、外国の投資家向けの情報発信というものがなされていないという問題がございます。

例えばこれは 36 ページにございますのは、Property & Portfolio Research というアメリカの情報提供会社でございます。これが 37 ページにあるような都市について Fundamentals Services ということをやっております、都市についての空室率、需給状況とか、そういうものを四半期ごとにデータをレポートしております。投資家の方はこのレポートをまず物件の頭につけて、その下に個別の物件の案内表をつけて投資家に営業するというので、これを受けて、実際にオーストラリアのファンドなんかは、このレポートをもとに投資をしているということがあるわけですが、日本の場合、そもそもこういう情報がない、それから、英文化されているものもないということがあるということでございます。

それから、38 ページ以降は、先ほどのインフラの話をちょっと別の視点からまとめたものになります。

例えば、39 ページを見ていただきますと、これはつい最近、Indiana Toll Road というところで入札にかかった物件でございます。これが入札にかかりましたところ、13 のファンドが応札をいたしまして非常に激しい競争になったということで、今、こういうインフラストラクチャーファンドに非常に人気が出ているということでございます。こういう物件であれば地方もいろいろあるのではないかとございます。

それから、40 ページを見ていただきますと、これも前回お話しいたしましたが、香港リートの中のリンク・リートという物件でございます。これはオリジネーターが公営住宅管理者になってございまして、公営住宅管理者が公営住宅そのものを R E I T に上場したのではなくて、その下に写真がございような駐車場とか、ショッピングセンターとか、商業施設とか、そういうものを束ねまして R E I T に上場しまして、史上最大の I P O だったという形のものがございます。

41 ページを見ていただきますと、ところが、こういうふうな地方の物件を出すときの、要は、公的な物件を出すときのいろいろな制約があるのかどうか。ちょっとこの詳しい説明は省略させていただきますけれども、例えば、ピークルが Y K ・ T K であれば、最初に

信託をしないとだめなんです、そもそもオリジネーターである公共団体が信託を設定して、その信託受益権を譲渡するということができるのか。それから、ビークルに譲渡することができるのかどうか、そして、譲渡制限はどうなるのか、PM会社との契約はどうなのか、それからリンク・リートなんかはAM会社に出資をしてやっているわけでありませけれども、そういうふうな公的セクターがAM会社のほうに出資をするなんていうことはできるのかどうか、こういうふうないろいろな制約があるわけでございます。

例えば、42 ページにありますように、ちょっとこれは細かいところですので説明は省略いたしますが、そういう制約の中で、例えば地方自治法上は管理処分型信託はできるけれども、賃貸型信託はできない。すなわち、YK・TKの形のものですと信託するということは地方自治法上できないという制約がございます、地方自治体が持っている普通財産を信託に出して、YKTKでプロジェクトを起こすことができないということがある。

あるいは、都市再生機構なども出資規定でAM会社に出資できるかということになりますと、右側の6番目のところでございますが、法律上制約があってできないということがございます。

こういった問題も解決していく必要があるのではないかとということの中で、時間を超過して恐縮ですが、資料3を見ていただければと思います。資料3は、こういう中での全体の戦略というものを考えられるものをまとめたものでございます。

まず、2ページをめくっていただきますと、トランスペアレンシーの向上が重要だろうと。これにつきましては、DCF基準をつくってEDIのためのデータコードを統一し、データベースを作成し、さらにその上でベンチマークインデックスを整備するという話を、これは前回の委員会でご説明をさせていただきました。

その上で、今回、3ページをおめくりいただきたいのですが、もう1点、前回ご議論いただいている話で、Engineering Report の問題がございます。デューデリジェンスというのが非常にトランスペアレンシーということにおいては大変重要なわけでありませけれども、デューデリジェンスの二本柱というのは、鑑定とEngineering Report ということになります。Engineering Report も鑑定も、AM業者からそれぞれ別に発注を受けるという構造になってございます。ところが、別に発注を受けるんですが、投資家のほうでその両者に齟齬がある。例えば、片一方は既存不適格だと書いてあって、片一方は既存不適格ではないと書いてあると、どうなっているんだということになりますので、齟齬がないようにということで、AM業者が鑑定業者が発注を受ける際に、ER業者のレポートに齟齬がないようにしてくださいねというふうな依頼を受けて鑑定を受ける、こういうケースが多いということでございます。

したがいまして、不動産鑑定業者が行うときの鑑定の信頼性ということで、ERの信頼性というのは非常に重要だということになっているわけですが、最近、非常に証券化市場がものすごく拡大している中で、ER業者も限られているものですから、あまりやったことかないER業者の参入が続いているという話がありまして、中には鑑定士がパッと見た

だけで、一目見ただけで既存不適格だという物件のE Rが出回っているというふうなことも耳にすることがございます。

そういう中で、鑑定業者は、しかし、鑑定に使った以上は全責任を鑑定士が負うということになりますので、非常に間のところに挟まれて苦しい選択に迫られているという状況がございます。

こういう状況を信頼できるようなデューディリジェンスということは成り立ちませんので、やはりまず鑑定士が責任と自覚を持ってきちっとE R業者を評価して、だめな場合には自分なりの判断で鑑定を出すということが可能となるような仕組みをつくっていかねばいけない。そういう意味で、例えばE R業者の業者評価みたいなことを鑑定士がやるということを検討する必要があるのではないかとということでございます。

ちなみに、4ページであります。公認会計士協会が、実は今のお話をしましたのは鑑定士がE R業者を見るときに評価をする必要があるのではないかと話なんですが、逆のこと、公認会計士が鑑定士を見るときにも同じことがあるということで、これは今年の7月に公認会計士協会がいわゆる非連結性というものを判断する、SPCが非連結ですねという判断を公認会計士が親会社の監査をするに当たって判断をしなければいけないというときに、そのときの必要な事項というQ & Aが出されまして、その中で鑑定士をちゃんと見なさいという規定が出されているというものでございます。

これはどういうことかといいますと、非連結性が確保されるためには、倒産隔離がきちんとされていることが必要でございまして、そのためにも真正売買性というのが非常に重要になります。真正売買性というのは、適正価格による譲渡が要件になっておりまして、そのときに価格がどうかというのは鑑定士ではないと見られませんかということで、鑑定評価を利用するということなんですがそこで、の(ア)というところがございますが、「鑑定業務を行った不動産鑑定士の資格、専門家としての経験及び評判、譲渡人との利害関係などを検証」して、そもそも評判が悪い鑑定士は使わないようにしないとだめですよという、こういうことを公認会計士協会が公認会計士にこういうことを求めるというQ & Aを発表しております。

現在これは企業会計基準委員会で基準として扱うべきではないかという議論を進められているということでございまして、これと同じ話が鑑定士とE R業者の間にもあり得るということではないかと。そこをきちっとしないとだめなのではないかということでございます。

それから、今度は5ページ以下でございますが、6ページにございますように、これは前回お話ししましたが、3つの問題、国際的な地位の確立と、裾野を広げる、長期安定資金というのは、これはみんな三位一体の問題である、同時解決しなければいけない問題だということでございます。

その中でいろいろなこういうことを検討するべきではないかということをもとめてみたものが7ページでございます。

まず1つは、法制度のことをごさいます、実物投資を可能とする安定的な投資法制がやはり必要だということではないですかと。

それから、公的セクターでの利用を円滑化するような制度改善ということが必要ではないかということをごさいます。

それから、8ページのところで、税制も重要だということをごさいます、先ほど問題提起をさせていただいたような導管性要件の話、それから年金の源泉徴収の話、減価償却の話、アップリート税制、こういうふうなものを検討していく必要があるでしょうと。

それから9ページは、これも先ほどの海外の投資を可能とするようなガイドラインをつくるべきではないかということをごさいます。

10ページをごらんいただきますと、例えばこういうふうな形で海外投資に対する日本からの投資ということが可能になりますということになって、一方で国際的な競争をしていく。国際的な競争をしていく中で、当然、香港マーケット、シンガポールマーケットも成長していくわけです。香港マーケット、シンガポールマーケットが成長していったときに、その中で常に日本の国際的な地位ということを確認しなければいけないわけですが、その成長関係の結果、香港マーケットやシンガポールマーケットのREITが日本の物件も投資するということもあるかもしれません。私どもも逆に日本が中国とかそういうところに投資をする、こういうふうなことが出てきて、お互いに競争関係の中で投資資金が不動産に流れていく、そのことによって、全体的なアジア全体の都市再生、居住水準の向上が図られるということをごさいます。

そのときに非常に重要になる問題は、やはりデューディリの問題をごさいます。例えば、日本の中に外国の投資家が入ってきました。そのときに鑑定が必要です。日本の鑑定をとりましたということになったときに、投資家が外人だからといって日本の不動産鑑定士がいいかげんな鑑定を出していいかということが問題になるわけですが、当然、我々は投資家がだれであれ、不当鑑定を日本の不動産鑑定士が行った場合には、当然、厳正な処分対象にするということによって、外人の投資家の方でも安心して投資ができるという環境ができますし、逆に同じことは外国のところでも求めていくというふうな、やがてはこういう国際的な相互関係というものをつくっていくということが必要なのではないかとごさいます。

それから、11ページ以下の、特に地方のところで人材がないという問題をごさいます。人材を育成しないと話にならないということで、厚生労働省で教育訓練給付金制度というものがごさいます、それと同じように、人材育成に対して例えば助成をする、研修に対して助成をするという制度を考えてみたらどうかということをごさいます。

今、証券化協会さんのほうでマスター制度というものを実施しておりますが、やがては例えば民間業者の間でも、あるいは別の不動産関係団体でそういうふうな教育プログラムができてくる可能性がある。あるいは、大学なんかでも、最近、社会人講座という形でそういうものができてくるということであれば、そういうものを活用して、人材育成支援と

いうことを直接人に助成が入っていくというふうな仕組みを考える。そのことの中で、Uターン、Iターンみたいな人たちのやりたいですよというデータベースをつくって、人材の地方での活用というふうな条件をつくっていくということで、ともかくノンリコースローンという言葉がわかるという地銀の方が1人しかいないという現状の状況がございますので、例えば1万人ぐらいであれば1県200人ぐらいの方がそういう言葉がわかる方が出てくるということになりますので、そうなれば、相当動いていく可能性があるのかなと。どんなにいい制度をつくっても人がいない限りは全く動きようがないので、まずここが出発点ではないかというふうなことでございます。

それから、12ページで行きますと、研修を受けても、結局は、オン・ザ・ジョブ・トレーニングでやってみないとわからないということがございます。先ほどの資料2の29ページのところにございましたが、そういう中で実際にオン・ザ・ジョブ・トレーニングをやってみたという事例がございます。そういうふうなものをモデル的に支援するような、例えばここに書いてございます不動産証券化チャレンジ実験工房みたいなものをやってみたらどうかという案でございます。実際にこういう組成コストというものはかかるわけですが、組成コストのある一定額のところを助成してあげるというふうなことになるれば、ああいうアパートとか、そういういろいろな物件、地方でも証券化できる物件は十分あるのではないかと。私どもはそれをモデル事業として出しまして、そこで作成した目論見書、鑑定評価書、ERというものを成果品として出してもらって、そこは一般公開させていただくという形の中で、裾野を広げていくという方法があるのではないかとということでございます。

それから、13ページは、地方の都市の情報が発信できていないということがございますので、例えば、国交省では観光については情報発信を支援するような事業がございますが、これを不動産の情報、投資家向けの情報として、私どものほうで整理をして、英文化して、それを発信してあげる、こういうふうな事業をやったということでございます。

最後に、こういう全国の底上げのものをさまざまなものを全体を組み合わせるようになっていくという必要があるのではないかとということでございます。例えば、まず人材、緑のところを書いてございますが、先ほどのような人材育成による1万人の育成、それからチャレンジ実験工房というものをやる。それから、制度で行きますと、ピークルのところで実物投資を可能とする安定的な制度をつくり、公的セクターによる証券化手法の活用が図れるようにしていく。そういう形で物件を出す中で、中心市街地政策、景観、まちづくりとの連携をしていく、さらに情報発信も支援していく、こういうふうなことを組み合わせると、ちょうど資金は外国資金が地方に流れていくというふうな潮目に来ておりますので、そういう流れを大きなうねりにすることは可能ではないのではないのかというのが1つの案でございます。

以上の形が私ども事務局で考えた案でございますが、お手元の資料の資料4をちょっとごらんいただきたいと思っております。いろいろなこういう施策を考える上におきまして、ポリ

ューム感というのがどうなのかということをし少し思い描きながら施策を考えていかないといけないのではないかとということで、これは全くのいいかげんな推計でございますので、推計というものではなくて、全く数字のボリューム感をイメージする上での1つの参考という頭の体操として計算をしたものでございます。

現在、証券化市場全体、プライベートファンドも含めて20兆というふうなことになってございます。これが5年後の22年度には、今までの過去のトレンドをずっとただ単純にずっと延ばしていきますと、66兆ぐらいになるという形になります。REITは今、4兆になっておりますが、これも全くの過去のトレンドを同じように延ばすと17兆ということになりまして、ちなみに、東京、大阪、愛知以外の物件は、今現在、1兆ございます。それがずっと延ばしていくと4兆ぐらいまでになってくるということになるわけでございます。

その次のページを見ていただきますと、実際どのぐらいのボリューム感なのかということをし、少し頭の体操という形の中で、例えばREITだとどんなイメージになるのかということをしちょっと数字で拾ってみたものでございます。

例えば、5年後にREIT市場が20兆ぐらい行くということはどうなのかなというふうなことを1つ考えてみますと、例えば、私募ファンドからREITへ行く、リート成りと言われているものでございますが、現在、私募ファンドの累計が大体20兆ございます。20というふうな考えられます。その20兆が5年後ということになりますと、大体、私募ファンドの出口を、ほとんどが出口を迎えるだろうというふうな、5年以内であればほとんどが出口を迎えるだろうということになりますと、その出口のときに半分がREITに組み込まれるのではないかと想定をいたしますと、約10兆がリート成りしていくということになります。これは別途この括弧書きでございますが、私募ファンドをリファイナンスして、私募ファンドがリファイナンスで私募ファンドになっているというものが推計できるものがございまして、それを見ますと、大体35%がリファイナンスという形で過去なっているという実績がございまして、逆に言いますと、65%は私募ファンドがそのまま私募ファンドとしてリファイナンスではなくて、REITなり、事業法人なりに買われているというふうなことになわけです。事業法人が買うということも非常に限界がありますので、例えば50%がリート成りするというのは、1つのあり得ない数字ではないのかなということでございます。

それから、今後5年間ということになりますと、例えば最近、3年物の私募ファンドというものもございまして、1年目、2年目のものはリート成りになってくるものもあるのかなということで、それも同じように50%がリート成りになるだろうということをし考えると、大体足して3兆、全体で足して13兆がリート成りになってくる、こういうふうなことでございます。

それから、開発型案件がREITに移っていくというのがどのぐらいあるかということをしでございますが、大体、今、過去の物件のうち1割は開発案件だという形になっております。5年間のやつが66兆という、こういうふうなトレンドで行くとすると、6兆円ほどが

開発案件になりまして、その半分がREITに組み込まれているとすれば3兆ぐらいがREITということになるのかなど。合計すると、現在、4兆のREITですので、4兆に13兆を足して、3兆足して、全体で20兆というふうな規模になって、5年後のトレンドの17兆というのが全く現実性のない数字とは言えないのではないのかなというイメージがわかるわけですが、ここで頭の体操をすると何が見えてくるかということでちょっと書いてみたものが3点ございます。

1つは、リート成りというのが相当の規模でこれから行われていく、あるいは行われていかないと私募ファンドの出口がない、出口がなければ不動産投資市場全体が沈んでしまうということになりますので、相当のものをリートで受け入れていくということをせざるを得ないということになります。そうなりますとリート成りの健全性という問題がこれからの不動産投資市場の拡大において大変重要な問題になってくるというふうなことだということでございます。

そのときの、リート成りのときは、何が健全性を確保してくれるかという、デューデリジェンスということに尽きるということになるわけです。先ほどからお話がありました価格調査というところ、あるいはEngineering Reportというところがしっかりしているかどうかというところが、この健全性を確保する上で非常に重要であるというふうなことでございます。

REITの市場は、先ほども外人が買い支えているというふうなお話ございましたので、例えば、国際的なこのリート成りのところで、おかしいねというふうな感覚が出ますと、一気にこのマーケットが崩れていくというふうな可能性があるということですので、非常にこのところのデューデリジェンスをどうするというのが、大変これからの日本の重要な課題だというふうなことが言えるということだと思います。

そのときのボリュームとして、先ほど、私募ファンドからREITに行くものが13兆となりました。それから、一方でオン・バランス事業、不動産会社のほうからREITに移っていくという事業もあり得るということですから、例えば、それが2兆ぐらいあったとすると、15兆ぐらいがそういうふうな物件になるとことも可能性があるわけです。過去、REITは4兆でしたので、過去の5年間、そのうちのリート成りになっていたものが仮に3兆だとしますと、過去5年間でリート成りしたものの実に5倍のものがリート成りというものが出てきて、その信任性というものが不動産鑑定とERのところの大きいのしかかってくるということになるわけでございます。こうなると、例えば、いいかげんな鑑定士でも頼めますよ、ハンコを押してくださいという物件が出てこないとも限らないわけで、そういう問題が起きないようにするということが非常に重要な問題だということになってくるということがございます。

したがって、先般来からご議論していただきますような、例えば不動産鑑定のデータベースをつくるということで不当鑑定を相互抑制できるような仕組みとか、そういうものをきちっとつくっていかないといけないのかなということがイメージできるということでご

ざいます。

それから、開発型案件も拡大が必要ですね。あるいは、香港REITの22兆というところを考えると、ちょっとこれでは足りませんねということになりますので、もっと地方物件を増やしていかなければいけない、国際的なものも入れていかなければいけないというふうなことが、これは若干数字遊びみたいなのところがございますが、こういうことがイメージできるというふうなことだろうということでございます。

【前川委員長】 大量の資料のご説明ありがとうございます。時間がちょっと押しておりますけれども、今、説明で、一応、年金等の長期資金の安定、流入促進の課題として税制上の問題、借り入れ要件とか、源泉徴収とか、減価償却の出資戻し税制の話。

それから国際的な地域、地位の課題、確立の課題としては、価格調査、海外のガイドライン、鑑定評価のガイドラインをつくっていくべきだろうというような話。

それから、地方への拡大への課題として、経験を持つ人がないとか、スキームがない等のお話をいただいた上で、成長戦略として政策のスケルトンみたいなものを示していただいたと。

最後に、イメージとして不動産市場のトレンドを示していただいたわけですが、どの点からでもよろしいですので、ご質問をいただければと思います。ご質問あるいは意見、課題の整理に対する意見、あるいは政策のスケジュールとか、そういったような説明もありましたので、それに対する意見でもよろしいです。資料に対する質問でもよろしいですけれども、ご意見ありますか。

お願いいたします。

【福原委員】 非常にいろいろなことがあったので、すべてに意見を言うということではなくて、ちょっと自分なりに絞って意見を言わせていただきたいと思います。

今、J-REITが、法律的な規制はないとは言いながら、現実には各J-REITの投資口が海外案件を定款で買えないようにして、出ていっていないというのが現実です。

ただ、やっぱり不動産は特に金融と結びついてグローバル化している中で、そういう制約があるというのは基本的にはデメリットである。我々も不動産事業をやっているわけですが、やはり国内で、今、物件が非常に競争が激しくて買えない中で、やはり海外進出というのは1つのターゲットになっていますし、大手のデベロッパーも基本的にはそういう方に軸を移している中で、海外を長期に持つというのは、国内企業というのはやりにくいものですから、ある程度どこかで出口戦略を立てなければいけないという中で、もちろん外資系の投資家は当然買ってくれるわけですが、いろいろな交渉をするときに、日本の投資家、あるいは日本のわかっているJ-REITの方々と交渉して出口になっていただくという機会を設けていただくというのは非常にこれから重要になっていくだろうというのが1つあります。

それから、我々の会社は建設業ですので、今よく持ち込まれるのが、J-REITからも多いのですが、物件の調査、デューディリの話が持ち込まれます。事務局のご提案は非

常に大事なところで、公認会計士協会もガイドラインをつくっていただいて、それが基本的にはルール化される方向だというお話も聞きましたけれども、言葉で書くのは比較的わかりやすいのですが、これを実際に運用するというのはかなり大変じゃないかなと。

特に専門家が見れば当然わかることでも、やっぱり不動産を扱う皆さんがすべてハードなところのプロではないので、それを言葉にして、それをルール化ということがどれだけ現実味を帯びるのかなというのちょっと難しいなというのが印象です。

これは、例えば今、デューディリの中でハードなところで一番問題になっているのが、土壤汚染の問題、それからアスベストの問題、それから地震対応のPML値の問題。土壤について、今、フェーズ1で地歴調査ですから、これは歴史を見てやればある程度判断できますけれども、そこで何か起こったときに、フェーズ2に行くときにはかなり専門的な知識が必要ですし、もちろんアスベストとか、PMLというのは見ただけでは決してわかりませんから、それをどう評価するというのは、なかなか現実問題として難しいのかなと。

ただ、それは避けて通れない課題なので、何らかの形で考えていかなければいけないと思います。

それから、地方の問題が提起されている。私も前の委員会で地方物件でも当然賃料があって、土地価格があって、当然利回りが計算されて、それが市場に出てこないはずはないわけですが、ただ、その前に日本特有の問題というのは、一極集中だとか、そういう地方についても、先ほどお話のあった秋田の例でも、かなり地方でも一極集中型ですから、不動産だけの問題ではなくて、お医者さんでも、弁護士さんでも、すべてが地方でなかなか商売になっていない。

ですから、いろいろな助成の制度をつくって人を育てても、その人たちがほんとうに地方で活躍できて、しかも商売になっていかないと中途半端に終わってしまう。もちろんだから、一極集中をどうするかというようなことは国全体の問題ですが、ただ助成だけつけて人を育てるだけの仕掛けでは、多分長期的には解決しないので、もうちょっと違う地方活性化策というのが要るのかなと。以上です。

【前川委員長】 どうもありがとうございました。

1番目の話だと、やっぱり日本の場合、シンガポールとか香港に比べると国内物件が多いということと、自主規制しているのと、それからあと、為替リスクがあって今まで行われてこなかったということでしょうか。

【福原委員】 今までは国内に物件がちゃんとあったというのが1つあると思います。

【前川委員長】 これに関して何かありますか。

【藤井土地市場企画室長】 今、自主的な制約をしているというところが一面あるわけなんですけど、そこは国内物件で今、獲得するところに集中しているので、そこを直ちに海外にということまで行っていないというところがあるんですけど、しかし、私どものほうでもちょっといろいろな関係のところへ幾つか行ってきますと、全体的な動きではないんですが、幾つかのところへぜひやりたいというふうな、そういうニーズが出始めてきてお

りまして、それは、先ほどおっしゃったような海外のほうに目が向いているところが出始めているというところがございます。そのときのボトルネックのところ、先ほど言いました鑑定のところ、ボトルネックになっているというところがあります。

【前川委員長】 あと、物件調査で、確かに土壌汚染調査とか、アスベストのことは結構大変なので、今、福原委員から、なかなかルール化は困難ではないかというような話があったんですけども、それに対して何か。

【藤井土地市場企画室長】 ここで先ほどご提案させていただいた資料3の3ページのイメージでございますが、具体的には私どものほうで、実はもう1つ、不動産の証券化に係わる鑑定評価とデュー・ディリジェンスのあり方に係る検討委員会というのを局長の諮問機関で設けておりまして、今、そこで検討を始めております。具体的な制度設計はそこでもまた詰めさせていただきたいと思っておりますが、1つのここでやっているイメージは、業者の中で明らかに、例えば先ほども言いましたちゃんとした専門的な知見がある人を抱えていないとか、既存不適格なのに既存適格だということをやっているとか、そういうふうな明らかにおかしい業者が出始めていることについて、少なくとも鑑定士同士で情報交換をして、それは1人の鑑定士の力では無理なので、例えば、鑑定業界全体で情報交換をして、その中で何らかの形の業者の評価というものをして、それを鑑定士同士の内部資料として少なくとも持った上でどう考えるかというふうなことを最低やらないと、鑑定士としてちゃんとした的確な鑑定ができないんじゃないか、さらにそこをどの程度もう一步、二歩、進めていくか、例えば、ほんとうの専門的な知見があるのかどうか評定をするとか、そういうことになりますと、先ほどから福原委員からお話があったように、非常に大変な膨大な作業をする、そういうことが果たして技術的にできるのかどうかという問題が、その程度によって出てくるということだと思います。

ただ、今の状況は何もないという状況ですので、何らかの評定、評価なり何なりをする仕組みというものをつくっていかないといけないのではないかと、こういうのが私どもの提案でございます。

【前川委員長】 厳格なルール化というのではなくて、まずその手前の段階でもきちっと業者の中でそういった不当な人が出てくることに対してチェックしていくということですね。

もし、地方の問題に対して何か、ほかの人も意見があると思うので、それに関連してでも。

【森泉委員】 いいですか。

【前川委員長】 はい。

【森泉委員】 毎回非常に勉強させていただいているんですが、2点ほど大ざっぱですけども印象を述べさせていただきたいと思えます。

ここの特に資料2は非常に膨大な資料なんですが、ここで例えば2ページで、この循環表を提示されて、そのあとの説明がいかにか年金を取り込むかというような、そういうよう

な機関投資家のほうにウエートがあるようなお話しだったんですが、やはり重要なのは1,500兆円を持っている個人をいかにしてREITのほうに引っ張ってくるかということが私は今後のREIT市場を発展させるためには重要ではないかと思うんですけども、その辺の視点がちょっと欠けていたような気がいたします。

オーストラリアなんかは、非常に若い人でも、また安い単位のREITも買っていくというような話を聞いたことがあるんですけども、日本の場合は、あまりリスクをとりたがらなくて、安全志向であったりいたしますので、やっぱり個人のポートフォリオにおいて預貯金が非常に多いわけですよ。そういうような状況のもとでいかに個人を引きつけるかというのが、そういう視点がちょっと見えにくかったかなというのが第1点でございます。

あと、福原さんがおっしゃったようなことと似ているんですけども、地方の話なんですけど、地方においてこういうREITのものが出てくるといことは、ポツポツという感じがするわけですから、地方の空洞化の問題に対しては、REITをやるような方法を信用金庫の人とかなんかに教育する機会を与えるということより、もっと根本的に地方への人の流れをつくっていかなければ、ちょっと難しいかなという気がいたします。

今後、もしかして地方に流れができるとなると、高齢化において地方に戻るという人が結構いるような傾向もあるわけですね。そういうときに、例えば介護施設などでこういうふうなREITという形で行く場合もあるのかなというところが1つ。福祉なんかの場合に、地方ではもう介護施設がものすごく今、要求されているし、たくさんできているようにも思うんですけども、そういう場合には、このREITというのが果たして可能であるかどうかという、その辺をもうちょっと検討すべきではないかという、その2点です。

【前川委員長】 ありがとうございます。

今、福原委員と同じようになるが、地方問題では、やはり根本的な問題も考えるべきという話もありました。

それから、介護施設の問題です。今後はもし可能性があるとしたらそういうことだけでも、これはREITにうまくなじむのかどうかという問題もありますが、これに関して何かありますか。

【清水委員長代理】 森泉先生のお話にちょっと付加させていただいて、今の問題等について同じく意見なり見解を述べさせていただきたいんですが、まず先に介護施設のほうの話をしていただきますと、これは随分なじむのではないかと思います。介護事業では介護保険のいわゆるオペレーティングが非常に重要なんですね。そのため、まずオペレーティングの方法を確立しなければならない。

ただ、少し違うのが、ホテルとか介護施設というのは、不動産そのものが持つ収益力というよりも、むしろオペレーティングによって随分収益力の格差が出てきてしまいますので、少し変わったリスク構造を持った商品になってくるわけですけども、十分これから余地があるのではないかとということで、今、幾つか試みが出てきています。

先生の話の中で私も少し感じたことなのですが、例えば、インドも 20%とか、そういう意味で、先ほど目標が個人のお金であるとか、年金のお金を入れていきましょうという中で、そもそも不動産から上がってくる収益のハードルレートというか、収益率が、例えば、かつて 10%、2けた台の収益をねらっていくにはオポチュニスティックな投資という形がそもそもあったわけでありましてけれども、こういうものもお金を呼び込んでいこうとするならば、本来、不動産が持っている収益力から考えれば、もう少し低いハードルレートを設定しても十分入ってくるわけですね。そういうときに不動産にコア資金を呼び込んでくるならば、例えば、もしかしたら違う商品の設計、例えば、もう少しレバレッジを下げていくとか、収益率のリターンを下げてでも商品の不動産としての特性をきちっとやっていくというような商品設計の努力が重要ではないかというのが1つ目です。そういう意味でのインフラをどうつくっていくのかなという議論が少し欠けていたのかなという感想が1つあります。

もう1つは、やはり金融商品でありますけれども、やはりキャッシュフローを生み出す源泉というのは不動産であるということで、やはり不動産市場の整備が金融当局ではなく国土交通省さんのほうで責任を持ってやっていくという覚悟が見られたプレゼンだなというふうに感じさせていただいたんですけれども、その中で私自身とても感じたのが、今まで市場規模がこれからこれだけ拡大してくるというようなプレゼンをいただきまして、そうすると、今のシステムであるとか、今の市場の構造を前提とするのではなくて、むしろ拡大していく過程の中でどういう体制をつくることができるのかということが重要だというようなお話だったと思いますので、前回までお話をさせていただいていたこととは少し意識を変えなくてはいけないなということを実感いたしました。

その中で1つ、やはり改めてということで、情報の統一化ということについては、いろいろな意味でマーケットの効率性を高める最も根幹的なことだと思いますので、例えば、ソフトウェアに少し頼っていくとか、流動性の手続きを合理化するというようなところでもありますので、市場を拡大することがやはりこれから非常に重要だろうということのを再認識しましたということが1つです。

もう1つは、英文化とかという話があったんですが、かつては私もインデックスを研究所で作りまして公表しているときに、随分それを英文化してほしいという要請がありました。外から外資系の企業がお金を持ってくるときに、やはり英文でレポートができないので、その手間がかかる。そういうことで英語でレポートを書いてくれという要請が随分ありましたので、これは非常に重要なことだなということを感じたというのが1つあります。

あともう1つは、これから今、日本企業は非常に元気になってきてまして、国際的な事業の進出が進んできております。そういう中で海外の事業法人などを買収するケースなんかも出てきておりまして、その中で不動産も含めて証券化をしていくというような試みが今、積極的に金融機関なんかを中心に出てきていると思います。

そういう中で、やはり情報がないということで、エバリュエーションをしてくれることなんかをやってもらうことがあるわけですが、やはり向こうのエバリュエーションをとってもわからないですね。そして、仕方ないので商社なんかの方に聞くと、ついこの間のケースですと、われわれの感覚と現地の感覚が大きくずれていて、うまくエバリュエーションができないことがあるんです。そういう意味では情報格差があるので、それを逆に日本も獲得していくには努力も必要ですし、そういうことがほんとうに日本の鑑定士さんができるかどうかというのがちょっとクエスチョンがありますので、そういう何か支援をしてあげないときっとできないんじゃないかなという気がしています。

あと、地方の物件なんかでかつて検討したとき、さっきみたいな秋田県のケースもあるんですが、都市計画が日本の場合、非常に古いものですから、ああいうロードサイド型のショッピングモールなんかに投資をしようと思つくと、もし競合が1個出てきたら一気に収益が崩れてしまうので、怖くて投資ができなかったということがあるんですね。やっぱりその辺はさっきの森泉先生のお話に連動するかもしれませんが、人の流れとともに国全体の開発のあり方みたいなのと合わせていかないと、なかなか進まないんじゃないかという感想を持ちました。以上です。

【前川委員長】 どうもありがとうございました。

【赤井委員】 ちょっと先ほど、お話が後半ずれてきましたので、次の話題になる前に、まず先ほどの森泉先生のお話しですとか、それから福原さんのお話にもちょっと絡めてというところで。

最初の資料1というのがやはり全体のマップという意味で基本でありまして、個別の瑣末な議論に入ってきますと、だんだん全体が見えなくなってくるので、やはりここをベースにする必要があるのかなと思っております。やはり一番重要なことは、不動産投資市場をいかにして成長させていくのか。市場というのは場ですから、その場の中でプレーヤーがたくさんいる。それで、そのプレーヤーがたくさんいて1つの産業のようなものを成しているというのが本小委員会の考え方でもあると思います。いわゆる不動産インテリジェンスサービス業ないしは不動産投資業というものです。これが社会的な配当をもたらすような業であるがゆえに、それを育成していくことが必要であって、1つは、やはり年金問題に対する回答としての投資のオポチュニティーを与えるということと、その結果、流れてきた資金が、おっしゃるような介護施設であるとか、そういったものにも活用されていく。あるいは、国際的な分散した不動産のポートフォリオに対しても資金を流していくというふうなことではないかと思うんです。

そういうところで、実は国際的な観点ということで私が1つ申し上げたかったのは、やはり私ども、100%海外の不動産によって裏打ちをされたREITを売るということについてここで議論しているわけではなくて、要は、制約が中途半端な形で存在すると、市場は自律的には成長しづらいという部分があるということです。

これは私の分野の経験なんですけれども、デット型の証券化で、1994年に導入された当

初は、特債法の下でリースとかオートローンの証券化しかできませんでした。それ以外の証券化の対象となるべき例えば不動産のデットですとか、住宅ローンというのはできなかった。それゆえ市場が当時なかなか伸びなかったということがあります。これは証券化できる、これはできないというのがカテゴリーであったわけです。しかし、98年に債権譲渡特例法が導入された結果として、いろいろな資産が特段区別なく証券化できるようになった。その結果として、市場参加者が自発的に増えてきて市場が伸びたということがあるんです。

やっぱりそういった観点から見た場合に、不動産という特定の分野においても、これはできます、あれはできないというふうなことがある場合は、必ずこれを証券化できるようにしなければいけないということではないんですけれども、やはり市場が自律的に伸びていくというふうな成長力というのを実はそいでしまっている部分があって、その制約はできるだけ取り払っていく必要がある。すべてのREITが海外の不動産を求めて外に向かっていくということではないんですけれども、例えば、もし必要なときに比較的標準的な手法によってそれを含めることができるような制度の設計をしていく。

繰り返しになりますが、何でそんなことをしなければいけないかと言うと、これはやはり市場という場があって、そこに産業があって、それがこの国にとって非常に重要なことであるがゆえにそれを育成していかなければいけない。産業政策的な視点ですよ。それに当たって、やはりインフラの整備が必要だということです。情報もデータベースとしてどこかに蓄積しなければいけません。何かできるできないというふうなところで、あるいはそのできるできないが不明確であるというふうなことで、やはり伸びていかない。これは市場の活力を生かしながら、その場をできるだけ広げていく。それが国際的な視点ということから見た場合に、例えば香港とか、あるいはシンガポールだとか、大陸、中国に対して遜色がないと言いましょか、伍していけるような市場をつくっていく。

ですから、そういう意味では、私、ここの資料1の一番のところですよ。国際的な不動産インテリジェントサービスの育成というよりも、国際競争力を備えた不動産インテリジェントサービスの育成というふうな視点なのではないか。そうすると、そこには資金が集まってきますから、資金が集まってくれば、年金の投資対象もできますし、必要な地方にも資金が流れていくということになる。

あとは、地方に資金を流していくという場合に、J-REITにしても、不動産ファンドにしても、あるいは証券会社にしても、東京が拠点になっていますから、どうしても地方まで人手が回らないということが正直あると思うんです。地方銀行さんの担当者が東京支店に配属されている間は不動産の証券化商品を見るんですけれども、本店に戻ると忘れてしまうとするならば何にもならないと思うわけです。バブルが崩壊するまでは、地方で自立的に、不動産投資資金が地方銀行を仲介して各地方で循環していたと思うんです。それがバブル崩壊後どうやら東京に集中し、あろうことか、実は東京から海外にまで流れていく。そうした事態にはやはり何らかの一考あってしかるべきではないかなと思います。

【柳澤委員】 私も赤井さんと同じようなことを言わせていただきますと、やっぱりこの資料1のページと、資料2の3ページが重要なのではないかと思うんです。地方をどう活性化させるかということで入っていきますと違うインセンティブが要ると思うんですけれども、今やっぱり一番大切なのは、不動産のマーケットにお金をどうやって入ってくるようにして、それを使って最終的にはこういう都市再生とか、居住環境向上につながったらいいなということなんです。昔を考えてみますと、例えば私どものような会社がお金を銀行から借りてきて、それで街づくりをしていた訳ですが、それが景気が悪くなってくると、私どももそういう余裕がなくなる。それから銀行もお金を貸せなくなるということで、マーケットが崩れてきたわけなんです。そこにこのような、今、場とおっしゃいましたけれども、仕組みの中でいろいろなお金を引いてきて、そのお金を使って活性化させていこうということで、この四、五年、J-REIT市場を創設してきて、かなりそれがうまく回ってきたと。それを将来もっと発展させていくにはどうしたらいいかという流れで、これは非常によくできている表だなと思います。

それから、さっき森泉先生がおっしゃっていた個人という言葉が抜けている、それは私もちょっと感じまして、年金にだけあまりフォーカスしないで、表は個人・年金と書いてあるんですけども、確かにお金の額から行きますと、どっと年金が来るんですけども、総体的には個人が多いわけで、やっぱりそこのお金をどう引いてくるかというのは大切だなと。その中で今、さっきおっしゃった海外にも競争力があるのは個人のお金が出てきやすいですね。

例えば、海外のプロのインベスターなんか話を聞きますと、三菱地所、おまえ、あんまりインターナショナルでやらなくていいよ、丸の内だけやっていればと思って投資しているの、ニューヨークだったらニューヨークをやっている会社の株を買うんだから、自分でそれぞれの特色あるところを買うから要らないよというのですが、ただ、いろいろすそ野が広いほうが個人で買う場合は買いやすいですよ。三菱地所だけ買うのではなくて、インターナショナルなベーシックなところが買えばいい。

例えば、特にオフィスじゃなくて、ホテルとか商業施設なんかになりますと、やっぱりもっとすそ野が広ければ広いほどリスクがスタビライザーされていますから。

ということで、やっぱり海外の競争力を備えていくというのは1つ必要なんだろうなと思うんです。

ただ、枠組みが、今、赤井さんがおっしゃったように、いかにお金を持ってきて回して、その仕組みをつくって、それをこういう一番最後の大きい卵形、一番大きいところまで持っていくかというところの制度づくりというのは非常に画期的なことで、今、国交省でやられていることがそれなんだろうなと思うんです。

【前川委員長】 そうですね。

【赤井委員】 おそらくその点からすると、年金というのは1つの箱になっていますので購入対象になる。個人の資金を入れるとなると、個人が直接ノンリコースローンを出すと

か、あるいはC M B Sを買うとか、あるいはJ - R E I Tについても銘柄を選択するというのはなかなか難しい部分があると思いますから、やっぱり投資信託とか、投資顧問というものをどう位置づけて資金を流していくのかということにおそらくなってくるのではないかと。

【森泉委員】 そうですね。私ももうちょっと個人を教育するというか、そういう情報もやっぱり必要ではないかと。

【前川委員長】 そうですね。投資顧問。個人の場合はそうですね、投資顧問が必要ですよ。

【柳澤委員】 地方の問題は、ここにちょっと書いていただいていますけれども、やっぱりほかにもインセンティブが必要ですよね。

【前川委員長】 そうですね。

【柳澤委員】 だから、これだけで地方が活性化するというのはなかなか難しいんですけども、これも使いながらどういう施策を使うかということですね。

【前川委員長】 ええ、そうですね。ただ地方についてはやっぱり1点、現状だったらマーケットだけでというわけには行きませんよね。

【赤井委員】 やっぱり地方の方とお話ししていると、証券化というのはいまだに人ごとという感覚を持っている。東京支店に転勤してくると自分のことになるんですけども、本店に戻ると人ごとになるという、そういうところがありまして。ましてや今は、昔は不動産は何となくわからないものだった。それが不良債権の処理の中で不動産の証券化というのはいいものになったんですけども、ちょっと昨今の風潮の中でいかがわしいものみたいな感覚を持って、本店に帰って直接やらなくて済むポジションについたから極力触れないようにしていこう、こんなようなところもあって。

そういう意味で、一時的な風潮だと私は思いますが、やっぱりこういう中で資料3みたいなところで明確にマイスター、こういうものであるとかメッセージを、そういうおかしなものとか、後ろめたいものではなくて、きちっとこれは市場としてはそれなりに社会的な意味を持って整備されていくべきものであるというようなメッセージを話し続けるというふうなことが非常に重要なことではないかということだと思います。

【前川委員長】 清水先生がおっしゃったように、ファンド側から行けば、いわゆる市場のマーケット規模が小さいから非常にそういったリスクがあると。そのときはいいけれども、ほかに競合店が出てきたときに一気にキャッシュフローが減ってしまうとか。

【赤井委員】 そうですね。それは個別に1つ1つの物件を見たらそうなんですけど、各都道府県1件ずつ買って全国分散のポートフォリオにしたら、実はそういう部分は大分緩和されるということになりますね。そうすると、やはり都道府県によって濃淡があるとそれができないというふうなことになると思うんです。

ですから、そういう意味でこの資料4というのが私は非常に重要だと思っています。これは頭の体操というふうに事務局はおっしゃったんですけど、やはりいわゆるオーガニック

グロースという形で今のままで行ったらどの辺まで行きますかという発想ではいけないと思うんです。要するに、こういう産業政策的な視点に立つわけですから、何をしなければいけないのか、そのために具体的にどういうステップを踏んで何をしたらいいのかというふうに考えないと、全く木を見て森を見ずというところになると思います。

そういう中で、森泉先生、J-REITのお話をされたんですが、日本の不動産の状況を見ると、再生的な側面が非常にありますから、いわゆる私募のファンドというのも一定の役割を持っている。今何かというと、地方の方もそうなんですが、私募のファンドとJ-REITの区別がつかないと言っています。それは何かというと、やはりJ-REITの上場審査がちょっと私は甘いというふうに思っています。両者の区別を明確にすることによって、相互にすみ分け意識も出てきますし、入ってくる人たちも違ってくる。そうすると、いたずらに混乱している、あるいは混線している、過熱だというふうな議論もなくなってきて、そのJ-REITを上場するために私募のファンドがどういう手を打っていったらいいのか論点がしぼられてくる。私募ファンドの運用者の中には放っておいたら何もしないで1年後にJ-REITになるというようなイメージを持っている方もいらっしゃると思うんです。

そのあたりは、最近実は企業の上場についても、いわゆる新興企業市場というのはたくさんあって、1つ間違ると一番甘い審査の基準のところビジネスをとれるようなところがあって、マザーズとかあいつたところなんですけれども、その市場間の安易な基準競争みたいになっているところがあるといわれています。これをこんなにたくさん置いておいていいのか、一本化したほうがいいんじゃないかという議論もあるんですけれども、1つ間違るとやっぱりJ-REITの審査の基準というのも、そういう方向に、これはあんまり厳しくし過ぎてだれもお金が入ってこなくなるとただめなんですけれども、それはバランスを考えていかないと、単純にそこだけにお金がガッと集まってしまふ。そして、それらが暴走する、何でも買う、私募のファンドのようなビヘービアで上場REITという形になると、投資家のリスク認識という点でも後々またいろいろな問題が起こってくると思いますので、そこら辺のバランスを考えた資金の配分の仕方が必要になってきます。そうすると、やはり私募のファンドというものをまず手前で育成しなければいけないわけでありまして、そこにデッドの資金を個人年金も含めてどうやって入れていくのかという議論になって、全体が融合してくるのではないかなと思います。

【前川委員長】 ほかに。

【巻島委員】 出尽くしているとは思いますが、2つほど。

第一は、地方の問題に関連して。先ほど赤井さんがおっしゃったように、マイスターのような人材育成は、私も大変重要だと思います。おそらくこういうことを始めると、不動産の証券化だけでなく、企業再生とか、パイアウトファンドみたいなスキル、先ほどヘルスケア施設の話もありましたけれども、その地方固有の特徴ある産業を育てる能力、そういう総合的な専門家を育成する契機になるんじゃないか、またそれを期待したいと思いま

す。

第二は、J-REITが海外不動産を買えるようにしたらというお話についてです。私はこれが実現すると、ある意味で、この全体のトリガーになるというか、いろいろなところに波及して非常によい効果が期待できると思います。

私は、REITの社長さんたちがIR活動で海外に行く、説明して帰ってくると、よくお話を聞くことがあるんですね。彼らが一様に言うのは、IR活動に行くといろいろな質問を受ける。それがすごく勉強になると言うんですね。いろいろ説明したいことを準備して行くんだけど、あちらから聞いてくる視点が国内投資家と違って非常に勉強になる。

日本では不動産ファイナンスの体系的な知識を教えているところがありません。先ほどPPRの説明がありまして、資料2の36ページ、市場分析のFundamentals Servicesの説明がありました。そのサービスで、空室率とか、需給の状況とか、賃料の変遷とか、市場動向のデータが得られる。その物件がそのエリアの中で不動産サイクルのどんな局面にあるかということもわかります。それから、その下にある業界別の雇用人口とか、需給ギャップというか、市場分析の基本的なデータが得られる。こういう枠組みの中で海外の投資家からさまざまな質問を受ける、そして自分の頭の中が非常に整理されると言われます。そのようなやりとりの中で自信をつけて、日本のIRの質疑なんていうのはずっと簡単そうです。

それで、それはどういうことかということ、日本の不動産の運用業者が国際的に見てまだ能力が低いということだと思えます。香港がたった3つのREITを上場しただけで大変なインパクトを与えている。確かに、3つだけにしても規模的に大きいです。将来22兆円になるという試算もありましたけれども、しかし、インパクトをもたらしている原因は、香港REITは全部英語で発信しているからというわけですね。海外の投資家が香港のREITに関しては非常にわかりやすいと言っている。日本はわからないと。しかし、どうも、日本の英語はあれは英語になっていないようです。また、説明の枠組みも違うようです。

【前川委員長】 似て非なるものということですか。

【巻島委員】 はい。それで、J-REITも海外不動産を買えるようになれば、ほんとうにその国のトランスペアレンシーがどうなっているかということもわかるでしょうし、それから、振る舞い方というのもわかるでしょうし、強いてはそういう国際競争力のあるインテリジェンスサービスの会社も日本にできるような、何か非常にいいトリガーになるような気がしております。ぜひともこれは実現をお願いしたいと思います。

【赤井委員】 その英語に関してちょっと一言言いますと、私はアメリカ人の投資家とよく話す機会がありまして、正直言って、5年前は日本の市場が小さいけれどももうちょっとよく見えたというんです。最近、市場が大きくなったという話は聞くんだけど、自分たちに回ってくる情報は前より減ったという言い方をよくします。これはやはりなまじ

国内の市場が大きくて、国内の投資家がいるものですから、それがあつた程度大きくなつてくると、かつては日本人が外に一生懸命助けを求めたんですが、今は逆にもうそれがなくなつてしまつた。その結果外国人にたいして情報も出さなくなつた。

ただ、やっぱりそういう中で最近の不動産の情報を整備していこうとか、蓄積していこうという動きがやっぱり彼らの耳にも届いていて、それについては非常に大きな期待がありまして、IPDさんの話とか、いろいろな話もするんですけども、やっぱり不動産のインデックスみたいなもの、こういうものがほんとうの意味で確立している国はそんなに実はないわけでありまして、日本はトランスペアレンシーの順位が26位とか言われておりますけれども、しかし、そうは言つても、今かなり本格的な取り組みが行われている。そういう不動産のインデックスみたいなものできちつとしたものが実態を反映した形で出てくれば、実は私ども、このビジネスを東京で始めるときにまず不動産インデックスを探したんです。ところが、これというものが無いので、じゃあ、しょうがない、自分で個別に1つ1つ見ていくという話になつたんですが、例えば不動産のエクスポージャーをヘッジするためのツールとしてのデリバティブ的なものも、なかなかやっぱり今、海外でも役に立つもの、それはありませんから、日本で例えばそういうようなきちつとした情報が集まれば、それに基づいたさまざまな金融商品とか、デリバティブ、それだけやつてもいいということではないんですが出てくる。そういう中で、そういうこともやつているということは、外国人からすると、要は、100ページの英語の資料を送るよりもより強いメッセージとしての海外への情報発信というか、日本の不動産市場が近代化されてきていて、アメリカの不動産投資市場というのは、日本より10年、20年進んでいるというんですけども、逆に10年、20年前の頭でいまだにやつているという部分がありますから、新しいフレッシュスタートを日本で切るといふうなことが、逆に言うと私どもは新しいことが今までできなかったことができるという部分がありまして、そういう意味でも情報のデータベースをいかに活用しようとしているのかについて外に向かつて発信していくということは、生の情報を発信することプラスアルファそういうアクションを日本がとつているというようなことですね。これは非常に重要なことではないかなと思います。

【柳澤委員】 インデックスもそうですが、フォーマットもそうですね。日本人は英語が下手ですからフォーマットをすつきりしたほうがいいですね。

【前川委員長】 そうですよ。

それでは、石田委員。

【石田委員】 全体の絵自体は非常によくまとまつていると思うし、課題もここに整理されていると思います。我々の実務の投資行動としても、ここ数年、国内不動産で非常にリターンが高かつたがゆえに、利回りが下がることをよしとしない投資家は海外に出ていかざるを得ないということで、実際にはもう海外投資を始めています。今はもう国内のものが高ければ海外で買うというのは非常に素直な行動なんですけど、現実としてこういうことになつてしまつたし、先ほどから競争力のある不動産インテリジェンスサービスという話も

ありましたが、全くそのとおりでありまして、例えば中国のオフィスビルを考えるときに、提案に来るのは、おそらくイギリスの会社かアメリカの会社だろうと。どうして日本の不動産プレーヤーは提案してきてくれないのだろうと。今度我々が海外、それこそマンハッタンですとか、ロンドンを買うときに、じゃあ、我々のお金をばねにしてくれて、我々が投資ファンダーに対してフィーを払う相手はだれなのかということを見ると、おそらく現状では日本の業者さんではなくて、外資系の方たちになってしまうだろうというぐらい、せっかく国内の証券化でノウハウをおさめて投資家も持っているところが、ここから次の展開という意味では、投資家の要望にあまりこたえていないという面もあるのではないかなということで、地場産業を育てるという観点からは、このところを非常に強調されるのは意義のあることだと思います。

年金だから国内だけ買っておれという話も当然あるんですけども、一応リスク分散というのが1つの重要な義務としてありまして、国際分散投資、株や債権の世界ではもう当たり前で、不動産も当然国際分散投資をなさйтеということが分散義務の具体的な内容として当然のようになってくるとは思いますし、その点、日本の投資家は実は結構進んでいて、米国も欧州もほとんど自国の不動産を運用することで終わっておりまして、例外は一部の米国とオランダぐらいで、国際分散投資をすることで年金の運用をより安定させようということ自体は非常に新しい分野なんですけど、そちらのほうにはコンサルタントの推奨も当然つきますので、例えばグローバルREITとか、非常に早い段階で年金のほうにも実際入ってきております。

もう1つは、地方ということですが、地方の大会社の中でやっていますので、それに年金でどうかということと言われると、年金の不動産投資については、以前、会社の保養所とか、そういうものをいろいろ持ったこともありましたが、今後は、直接非常に細かいところまで指図をするというのは、もう二度とないだろうという感じなので、大阪の年金基金などで大阪の地方証券化市場のものに投資するのがほんとうにいいかどうかという議論になると、おそらくそれよりは全然違うドイツとか、そういうところへ行くのが年金としてあるべきではないですかということにはなってしまうかなと思います。

ただ、ここでおっしゃっていますように、1つテーマとしてトランスペアレンシーとか、人材とかということでおっしゃっていますけれども、大阪の場合、結構大都市なので、実際にそういう個人向けに学生アパートなんかを証券化されているような方のお話をお聞きすることもありまして、そこそこの大都市ですとそういう事業で、今まで大家さんという形で個人のセクターで不動産を資産として保有されている方は非常に多いんですね。ただ、大家業ではなくて、不動産証券化投資ということに、金融商品に変える事業をそのあたりでやられている、出資が金融なのか、いわゆる不動産関係の方なのかよくわかりませんが、そのあたりの業をされている方は、大阪ぐらいの経済圏だと結構いらっしゃいますし、ストックとして貸家をたくさん持たれている富裕層の方もいらっしゃいますので、このところは助成してゼロからつくり上げるというよりも、既存である不動産業の延長

としての賃貸業関連のところ、もうちょっと金の流れをより透明にして金融商品化していくという形で行けば、もっと伸びてくるのではないかなと。その個人の資産の中で埋もれてしまっている不動産というのが、より広いところに出てくるような契機になってくるのではないかなというふうに思います。

【前川委員長】 どうもありがとうございました。

それでは、野田委員。

【野田委員】 もうほとんどお話は尽きているのですけれども、補足的にお話しします。先ほどのリサーチの必要性、特に海外投資家に対するリサーチということは、これは最近特に痛感することです。

例えば、ヨーロッパ系の生命保険会社等が日本の不動産を運用するというときに、やはり半分ぐらいがリサーチに対するニーズ。半分ぐらいがいわゆる物件そのものの通常の図面を書いてあるようなものということです。これは背景にいるのが一般の投資家ですから、彼らも説明責任を負っているわけですね。そのときにこういったマクロデータが必要です。それと英語のお話がありましたけれども、これはかなり痛感していることで、直接に英文で用意されている、例えば地方のいろいろなデータから引っ張ってきても、これはそのままでは通用しない。どうしてもそこをマクロ部分から直接ネイティブに近いような、あるいは帰国子女のような人に最初から英文で書いてもらって発信をしないと、なかなか通用しないというのが実情でございます。

それからもう1つ、先ほど鑑定評価とエンジニアリングレポートとの絡みのお話がありましたけれども、それは次元のかなり低いお話になってしまうのでしょうけれども、現状はやはりかなり過熱したり、スピード感を求められて組成しなければいけないという状況がかなりありまして、我々はノンリコースをつけるときにAMから資料をいただくわけですが、その時点で鑑定評価書とエンレポートが実は同時にじゃなくて時間差を持ってしか来ないというケースが結構ありまして、それくらい時間が、本来だったらきちっとした業者さんであればかかっている、そういう中でコストの面とか、もっと早くということで、だんだん他の業者さんに、というようなことが現実に行われている。

したがって、これを今、鑑定業者さんはエンレポをチェックするという体制が現実の問題としてどこまでできるかというのは、かなり厳しい問題だろうと思いますけれども、やはりきちっとした、これはエンジニアリングレポートそのものを書くときの資格とか、あるいは、例えば経験年数がある程度ないとここに入れないとか、そういう規制も含めてやっていかないと、なかなかこれは鑑定業者さんだけにその部分をリスクを負わせるということについては、かなりこれは厳しいかなというのが正直な印象ではございますけれども、そういうことも含めて、エンレポの水準を高めるという工夫がかなり必要だと思えます。

【前川委員長】 今、鑑定評価について出たので、奥田委員、お願いいたします。

【奥田委員】 鑑定評価の位置づけというのは、この証券化市場、投資市場の持続的発展

の中で重大なのですけれども、これがなければということでは実はないのではないかと私は感じています。鑑定評価はその一端を担うというか、全体の中で非常に重要と言えば重要なごく一部の部分を占めるというような認識でおりまして、これがなければ持続的に発展しないのではないかとこのところはちょっと認識が違います。ただ、その中で鑑定評価は、やはりいろいろなところで改善していかなければいけないということがもちろんあって、本来、鑑定協会の側から提案して、こういうことをやらなければということを経営者から代弁していただいたと、伺っておりました。

その中で幾つかきょう挙げていただいたところは基本的にすべてやるべきだというふうに感じているのですが、例えば、海外不動産の評価ですが、皆さん、試行錯誤でやっているのですね。それぞれの機関が独自のやり方でやって、何らかの形を出しているということで、例えばこういう評価をする場合にこういう考え方でやるんだと、あるいは自分の力だけでできない場合には、積極的に他の専門家、現地の専門家、ほかの業界の方たちの意見も積極的に取り入れながらやっていかなければいけないというような形で、何か指針を出して、それに基づいてやっていくという方向性は必要だと思います。

これはエンジニアリングレポートとの関係もそうでした、鑑定士がERをきちっと見ていかなければいけないというのはもちろんのことで、基本的にはそれを使うということは鑑定士の責任で鑑定評価書を出したということになりますので、鑑定士に責任がかかります。

ですから、もしエンジニアリングレポートがなければ鑑定評価を受けないぐらいの、本来はそういった姿勢が必要なのでしょう。また、もし自分たちだけでエンジニアリングレポートを判断できなければ、さらに他の専門家の意見を聞きながらやらないといけないのではないかと感じています。

あと、地方についてですが、実際、地方の鑑定士さんというのは、そこで生まれて、そこでずっと何年も仕事をしている方が多いので、地元の方のことに非常に詳しいことが多いのですね。ですので、東京の鑑定士が行って評価をするよりも、地元の方に市場調査をしていただいたほうがいいものが出てくるということもあるのです。ただ、証券化ということになかなかきっかけがなくて入り込めない鑑定士さんは多数いらっしゃると思いますので、そういう方たちにこういった実験的な工房を与えて、何かからのきっかけを与えてあげる、そこから先どうするかはその鑑定士さんのそれはもう事業能力というか、経営能力のほうにかかってきますので、ただ、そういった機会を与えてあげるといことは、それなりの効果が、情報発信という面でも効果が出てくるのではないかなと思いました。

【前川委員長】 ありがとうございます。

田村委員はどのようにお考えですか。

【田村委員】 今、奥田先生の話聞いて、ああ、やっぱり鑑定士さんはそういうふうで考えるんだなとつくづく思ったんですけども、鑑定が大事ではないという、いわば謙遜だとは思いますが、鑑定こそ大事であって、我々の業務との関係で行くと、不動

産にかかわる紛争がありますと、その鑑定というのはそれ以外に何もありませんね、専門家の意見としては。いわば不動産にかかわるインテリジェンスがすべてそこに集約されるという意味では大変重要でございます、喫緊の例で行くと、賃料の増額、減額請求するのでも、全部いわば鑑定で決まるようなところもございます。それ以外の代替手段がないという意味では、極めて重要であるにもかかわらず、鑑定士の先生がそういう謙遜をされるというところが、やっぱり日本はちょっと変わっているなということがあるので、これは結局一言で言うと、まだまだ日本は不動産にかかわる専門家の専門性が、私どもを含めてなんですけれども、非常に低いと言わざるを得ないと。その専門性をこれから底上げするという意味では、きょうのお話は大変いいお話だったと思います。

【前川委員長】 どうもありがとうございました。

時間が少しオーバーしてしまっているんですけども、ほかにご意見、もしこれだけは言いたいというご意見がありましたら。

かなりよくまとめられておりまして、特にこの事務局の報告に対して強い反対ということとはなかったと思うんですけども、本日の皆さんの意見をもう一度検討していただいて、最終報告の議論に向けて皆さんの意見を反映させるように事務局に指示したいと思います。

これで一応、議事（１）については終わりたいと思います。

それでは引き続きまして、議事（２）の今後の進め方についてですけども、事務局より説明していただきたいと思います。

【赤松専門官】 それでは、事務局から説明させていただきます。

お手元の資料５をごらんいただきますと、今後の進め方について（予定）ということで、今回は６月２３日金曜日の１６時から１８時までということで、場所はまた別途ご案内させていただきますと思いますが、第６回の小委員会を開催させていただきたいと思います。

ここでの審議事項は、一応最終的な取りまとめに向けてということの審議事項とさせていただきます。

今後の予定につきましては、以上のように６月２３日の小委員会において最終報告案に向けたご審議をしていただく予定でございますけれども、この第６回をもちまして一応の区切りとさせていただきたいと考えております。

そこで、ここはちょっと議事次第になくて恐縮で、なおかつ僭越でございますけれども、事務局で本日の議論も含めまして、これまで小委員会でご議論いただいた内容を盛り込んだような最終報告に向けたスケルトン案を作成いたしまして、できる限り速やかに委員の皆様にあらかじめ送付させていただきたいと考えております。その上で、皆様からできましたらご意見を頂戴いたしまして、そういったご意見を反映させたスケルトン案を踏まえて、さらに最終報告の素案みたいなものを再度お送りするようなことをさせていただけないかと考えております。

非常にこのスケジュールにないことでお手間をおかけすることになりますけれども、何分最終取りまとめに向けて時間があまりないということをご了解いただきまして、どう

ぞご理解いただければと思います。どうぞよろしくお願いいたします。

【前川委員長】 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について、ご質問がありましたらお願いいたします。  
よろしいでしょうか。

ありがとうございました。

それでは、予定されている議事は以上でございますので、私の不手際で少し時間がオーバーしてしまいましたけれども、議事の進行を事務局にお返ししたいと思います。

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

- - 了 - -