

日本の不動産証券化の展望

— 不動産・金融双方からのアプローチ —

久保田 勇 夫

関理事長 それでは、お待たせいたしました。ご案内いたしましたように、きょうは都市基盤整備公団副総裁の久保田さんをお招きいたしまして、「日本の不動産証券化の展望」という題でご講演いただくことになりました。

久保田さん、お忙しいところ、大変ありがとうございますございました。

ご略歴をお配りしてありますが、久保田さんは大蔵省のご出身で、国際金融局長、関税局長等、国際畑のお仕事が多かったわけでありませうけれども、平成九年に国土庁の方にお移りになりまして、官房長、事務次官をお務めになり、昨年ご退官になり、現職につか

れていらっしゃいます。次官時代に、時の問題である不動産証券化について、いろいろ懇談会等おつくりになって、ご勉強もなさったと伺っております。

皆様、ご承知のように、不動産の流動化あるいは証券化と、法的な枠組みがだんだん整備されておりました、これをこれからどういうふうに使っていくかというのが現在の課題だろうと思っております。そういう意味で、きょうは大変いいタイミングで、いい講師に来ていただいたと思っております。

では久保田さん、どうぞよろしくお願いいたします。

一、はじめに

ただいまご紹介いただきました久保田でございます。きょうは、私が国土庁におりました最後の一年のときに、不動産の証券化の勉強をしまして、その研究会の成果をもとにお話をさせていただきたいと思えます。

— 実は大蔵省から国土庁に参りました。そこにはいろいろな仕事がありました。その中で一つ目についたのが土地政策です。国土庁は、ちょうど当時は新しい第五次の全国総合開発計画、いわゆる五全総の最終段階に入っております。それを担当する計画・調整局、それから地方の開発をする地方振興局、大都市の発展とか首都機能の移転など見ておりました大都市圏整備局、そういうのと並んで土地局というのがございました。土地

局の仕事は、大変率直なところ、おかれているなという気がいたしました。

それは無理もないのでありまして、局長さんが歴代、農水省と建設省から来て、交代で務められるわけでありまして、見ていますと、土地の利用をどうするかということが非常に大きな話で、あるいはせいぜい地価をどういふふうにつけていくかというのが多くて、マクロ経済についての影響はどうかという話は、観点が少ないのです。そういうことから、土地の話は少ししっかりやろうと思ったわけです。

私は、先ほどご紹介がございましたように、大蔵省では国際金融局が長かったのですが、そのほか主税局を四年くらいやりまして、そういうことも、今度お話をいたします不動産の証券化の税制とのかかわりもあるわけです。それから、理財局で財政投融資などをやっていました。そういう目

から見ますと、もう少し土地というものと金融というものと両方からの議論をすべきではないかと強く思いました。そういう意味で、不動産の証券化と、もう一つはPFI (Private Finance Initiative 民間資金等活用事業) について、しっかりとやらうと思ったわけです。ただ、PFIについては、途中で、余り要らぬことをするなという声も聞こえてきまして、途中でぼしかった感があります。いずれにしても、そういうことで、私は不動産の証券化というのはしっかりとやらなければいけないなと思ったわけでございます。

きょうは専門家の皆さんが非常に多くいらっしゃいますし、証券の仕組みがどうだとかという話は私の得意なところではございませんので、むしろそういうのは皆さんにお任せというまことに申しわけございませんが、証券化について、どういう背景で、なぜそうなって、どの辺に欠点があ

あって、どの辺に見込みがあるかという話を中心にお話をさせていただきたいと思えます。

私は国土庁のときにどうも変だなと思いましたのは、不良債権の処理に関連して、外資——きょうは外国の証券会社、金融機関系統の方もいらっしゃるかもしれませんが——が不動産を量的にはともかく、かなり買っておられる。そして、それをもとにして何らかの形で証券化商品をつくっておられる。それがある程度売れているのです。お話を聞いてみますと、利回り七、八%の仕上がりなら、不動産をベースにした金融商品が売れる、こいつという話でございます。

考えてみますと、だれが買っているかということ、アメリカの人が買っているのです。アメリカの人が買っているということは、もともと円建ての資産ですから、この人達にとってはこの商品は為替リスク込みということになります。為替リス

ク込みの商品について、七、八%である。かたがた、アメリカの当時の国債の利回りが、ものによりますけれども、五%前後だったと思います。いずれにしても金利水準が日本よりもかなり高い。

金利水準が日本よりもかなり高くて、なおかつ為替リスクのある商品が七、八%で売れるということであれば、仮に日本の貯蓄者が合理的であるとすれば、為替リスクのない円建ての商品について、なおかつ現在のように利回りが全体として非常に低いものでは、もっと利回りが低い商品をつくっても売れるはずである。なぜ売れないんだろうかということ、なぜそういう試みがされないのかというのが、そもそも私が個人的に不動産の証券化を少し勉強してみようと思った動機でありました。

国土庁の立場から申し上げますと、もし利回りが低くていいということであれば、その不動産を

買入れる価格というのは当然高くていいわけです。アメリカは七、八%で回すために土地を買うが、仮に三、四%の商品をつくるということであれば、価格はかなり高くなるはずだ。となれば、一般的な地価の低下はいろいろな意味で、マクロ経済にもミクロ経済にも影響を与えるわけですから、非常にマージナルではありますが、それに何らかのいい影響があるのではないか、それがそもそもの話でございました。

そこで、研究会をつくりましたが、人選には格別の注意を払いました。金融を不動産双方から真のエキスパートを出してもらおうという考え方で、とくに金融については、国際金融の専門家であり方で不動産証券化ビジネスを含めて、広く活発にやっておられる方をお願いしました。座長には、新門義昭さんをお願いしました。この方はかつて東洋土地建物の社長でありその前は東洋信託

の国際部門で米国資産の運用を含め巾広く活躍された方であります。金融界からはかつて日本銀行で活躍されていた、現在は東海銀行の常任顧問をしておられる青木修三さん、当時は大和S B証券副社長で長く住友銀行の国際部門で活躍された近藤章さん、不動産関連業界から東急不動産常務の大川陸治さん、この方は不動産シンジケート・ション協議会の役員をしておられました。三井不動産の不動産証券化推進室長の浅井裕史さん、不動産鑑定士でもあり色々新しいことをやっておられる都市経済研究所代表の久恒新さん、それに日本大学大学院グローバルビジネス科教授の亀谷祥治さんにメンバーをお願いしました。

そこで、いろいろおもしろいことがわかってきました。率直に申し上げて、最初のうちは余り議論にならなかった。ならなかったというのは、お互いのいっていることが余りにも食い違つん

で、意思疎通がうまくいかず、何をいつているのかわからないという状況でございました。いずれにしても、そういうことをして不動産の証券化の勉強をしたわけでございます。

一、不動産証券化の背景

そこで、それを踏まえてのお話ということですが、まず最初に、不動産証券化の背景についてお話をさせていただきたいと思えます。

これには、非常に大ざっぱに申し上げます、三つくらいあると思うのです。一つは不動産の流動化です。ところが、流動化といっても、早い話が、世にいわれている不動産の流動化というのは、何らかの形で土地が売れること、あるいは土地でお金が入ってくることだと不動産業界の人はおっしゃるのです。我々の考えからいうと、不動

産の流動化をただけでは意味がないのであって、そこにお金が入ってきて、そしてマクロ経済的な観点からいえば、前よりもより生産性の高いところだとか、適した人に適した目的で土地が使われるということが、本来不動産の証券化の目的ではないかと思うのですが、そういうのは余り不動産業界の方には関係ない。したがって、不動産売買の取引がふえるかどうか、不動産に対してお金が入ってくるかどうか、要するに不動産が売れるか、こういう話になってしまっていますが、これが第一番目の流動化です。これは後でもう一回話をします。

第二番目は、世界的な証券化の流れということであります。これは、証券に詳しい蛸山昌一先生などは口を酸っぱくして、あるいは関理事長などは昔からいろいろおっしゃっていたと思うのですが、証券化がいかに国際的な流れであって、それ

もただファッションだということではなくて、非常に理由がある流れだということが大変大事な話だろうと思うのです。だからこそ、不動産の証券化というのが特別の意味があるのではないかと考えるわけでございます。

ご承知のことかと思いますが、一般的には証券化の国際的な流れというのは、国際金融的に見ますと大変おもしろいところがあるのです。具体的にはどういふ現象となつてあらわれるかということ、一つは銀行の役割の低下であり、あるいはその裏腹としての貸金の低下と証券を通ずる資金の供給の増であるということ、さらに、その先に、預金の役割の低下なり預金の魅力の低下、そういうことがあるのだらうと思います。

もちろんそのほかいろいろの意味での規制の緩和でありますとか、各種の金融上のイノベーション、あるいは激しい利回り競争があつたというこ

ともあると思うのですが、非常に興味深いのは、各種のイノベーションが結局は銀行の競争力の低下につながっていたということです。

例えば、銀行は基本的には、まずよく教科書でいうのは、短期の資金を集めて長期で貸す、そういう意味で、二つのリスクをとっています。一つは、流動性のリスクで、これは短期で借りていて長期で返す。その間、つなぎで借りる負債サイドは短期ですとつながないといけませんから、簡単に言うと金目が続くかどうかということです。もう一つは金利リスクです。要するに短期で借りて長期の固定で貸す。

そういう二つのリスクがあるから、銀行は結局高い金利を取るし、したがって預金者はそれに対する資金を供給するという意味で、利回りを高く取る、こういうのが伝統的な教科書の教えだったと思うのですが、ご承知のように、一九八〇年代

前後からのイノベーションによって、この二つのリスクを銀行がとらなくなってきたんです。一つは変動金利の導入です。短期で借りたものを長期で貸すが、それを変動金利で貸す。そうすると、銀行は金利リスクを取らないことになりましてから、一見よさそうなことだと思つのですが、リスクを取らないということは、それに対する対価がない、すなわち、儲けは減るということではなかったかと思つわけでございます。

同様なことは、国内ではまだ起こっておりませんが、流動性リスクに対しても債権を売却するということで、その貸金を売却するという話になってくる。そうしますと、流動性リスクも負わなくなる。ただ、これはある意味では、メキシコの債務問題の時のように、途上国問題とあわせて出てきたわけです。

いずれにしてもそういうイノベーションの結果

として、銀行の機能が非常に低下をしたということとで、第三番目の背景にもなるわけですが、預金の魅力が落ちた。それに伴って、諸外国では預金のシェアがグーツと落ちてきたわけです。一方では、株式のシェアがふえたという言い方もありますけれども。

ただ、銀行が預金の利回りを落としたのは、それだけでなくて、もちろんもう一つ要因があります。銀行のレーティングが落ちたわけです。これは最初は途上国問題であり、次いで多くの主要国において国内におけるバブル、その結果として銀行の体力が落ちたことによるものです。レーティングが落ちれば、資金調達コストは高くなりますから、銀行自身の体力が弱ってくる。体力が弱ったところに、預金をすれば利回りが高くなるかというところ、それはならないわけでありまして。

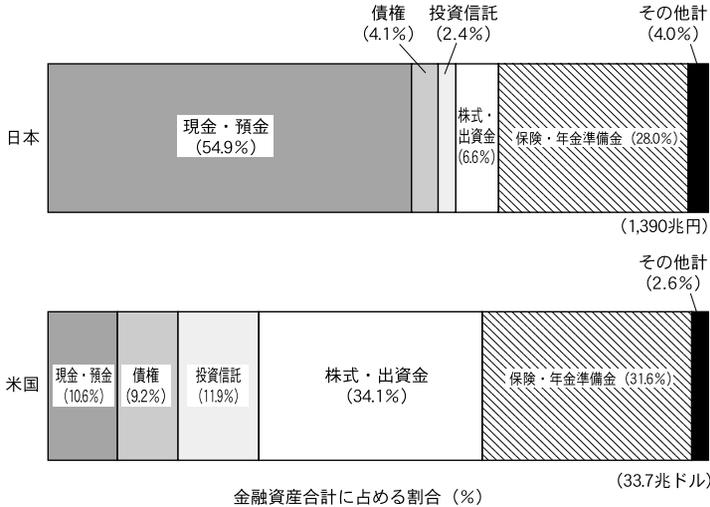
いずれにしても、そういう事柄を背景といたし

まして、いずれの国においても貯蓄手段の中に占める銀行預金のシェアが物すごく減ってきた。図表1を見ていただきますと、これはアメリカと日本の比較でございますが、日本の場合には現金・預金が五四・九%、その次にシェアが大きいのは保険・年金準備金で二八・〇%、合わせて通常安全資産といわれているようですが、これが八〇%以上あるわけです。去年の数字もそうですし、その前の年の数字も大体ずっとこういう数字であります。

これに対して、アメリカは、現金・預金は一〇・六%、保険・年金準備金が三一・六%、その間を埋める株式・出資金が三四・一%、債券が九・二%、こういうふうになっているわけでございます。各国の状況を見ますと、多少の変動はございますが、我々がチェックをいたしました、ドイツ、フランス、イギリス、アメリカ、いずれの国

日本の不動産証券化の展望

図表1 家計の資産構成 (2000年12月末)



(資料) 日本銀行

も似たような傾向が出てきているのです。そういう意味で、ひとり日本だけが預金なりいわゆる安全資産のシェアが変わらない。これはそれなりの理由があるのかもしれませんが、先ほど申し上げましたように、銀行の役割が落ちてきているという状況その他金融環境から見ても、どう見てもちよっとおかしいというか、ほかの国がそうになっているから日本もそうなるべきだという議論をするつもりは毛頭ありませんが、合理的に考えて、これは将来、証券のシェアが当然ふえてくるだろうし、またそうなることが、日本経済にとっても非常に大事なことでないかと思われるわけでございます。いずれにいたしましても、そういうことで、この三つの背景の中では、世界的な証券化の流れというのは極めて示唆に富むものであるということでありませう。

それとの絡みでもう一つ申し上げますと、我々

の議論の中で、なぜ不動産の証券化を進めるべきかというのは、ただ単に不動産に資金を集めるということではなくて、抽象的に申し上げますと、土地についても、金融資産についても、いわば資源の最適配分に資するというマクロ経済の観点から、これを進めるべきではないかという議論をかなりしたわけです。資源の最適配分というのは、貯蓄者の立場からいえば、一番利回りが高いと申しますが、ただ絶対的な利回りという意味ではなくてむしろ利回りの可能性といった方がいいかもしれません、とにかく自分のもとにどれだけ戻ってくるか、それを最大にするような投資形態をとるということでしょうし、不動産業者にとつては、先ほど申し上げましたように、その不動産に一番適した方法、あるいは今あるよりはより適した方法に使う、そこにこそ政策的に不動産の証券化を促進する意味があるのではないか、こうい

う話になるのではないかと思うわけでございます。

三、証券化を促進させている要因

——投資家と資産保有者から見て

抽象的な話はそれくらいにいたしまして、その次に、恐らく不動産の証券化を進める上で大変大事だと思えます話を幾つか申し上げておきたいと思えます。今までの話は不動産証券化の背景ということでもまとめさせていただきたいと思えますが、その次に、不動産の証券化を促進させている要因というのを、それぞれのプレーヤーごとに多少分けてお話をさせていただきます。

まず最初に、投資家から見た不動産証券化のニーズということについてお話をさせていただきますたいと思えます。図表1にもございましたように、家計の貯蓄というのは一三九〇兆円あるわけ

ですが、この利回りをどうやって上げるか、あるいは利回りのフロンティアをどうやって広げるかという観点から、不動産の証券化というのは非常に有望な話ではないかということでございます。

研究会での議論は、一応家計と機関投資家とでは、やはり少し見方が違うのではないかと思います。とです。一つは、家計にとって不動産の証券化商品がどの程度魅力的なものかという議論がございます。そこで問題になりましたのは、私どもの最初の考え方は、家計にとっては不動産の証券化商品というのはそれほど魅力がないのではないかという感じだったのですが、よくよく見ますと、不動産の特定事業など既に当時から売り出されている、例えば五〇〇万円とか二〇〇万円単位の証券が売れている。しかも、見ますと利回りが三、四％程度です。しかも流動性がほとんどない。要するに売った人が買ってあげるといふくらいのお話

んですが、しかしそういう意味でも、ある程度の需要はあるということでもあります。

きょうお話を申し上げる素材は、一つは、私どもが書きました『展望 日本の不動産証券化』という本と、二、三日前に国土交通省が出しました「不動産投資市場整備検討会最終報告」と、もう一つは日本銀行の「資金循環」、この三つですが、例えば国土交通省の報告、これはいってみれば建設省系統の報告書ですが、何といつているかというと、不動産の証券化というのはミドルリスク・ミドルリターンであるので意味がある、こういう言い方をしているわけです。それはある程度の真理だと思えます。いずれにしても、個人の投資家にとっても、不動産証券化の商品はある程度意味があるんじゃないかという議論でございます。

ただ、よく議論されますのは、家計の資産に占

める不動産の金額というのは結構大きいんです。

平成一一年に出た日本銀行の資料に、平成一〇年末の個人部門の資産構成というのがあります。総額二二九五兆のうち、土地が一〇三二兆、金融資産が一二六四兆、となっています。このことから、既に個人部門はかなり土地を持っているので、資産の運用として土地ないしそれに類似の不動産証券化商品に向かうことは少ないんじゃないかという議論があるわけですが、これはよくよく調べてみると、個人が持っている土地は、ほとんどは自宅の土地なんです。平成六年の統計では七〇%が居住用の土地でございますので、そういうことからいいますと、これは投資対象として持っているというのとはちょっと間違いではないか。そういう意味で、そういう議論は成り立たないのではないかというのが、我々の研究会の一つの結論でございます。

貯蓄者のもう一つは機関投資家です。機関投資家が恐らくいろいろな意味で不動産証券化商品の投資をする人たちの非常に大きなグループではないか。これは大体皆さん、それはそうだろうということでございます。ただ、その場合に、いろいろな議論をしたのですが、実際は機関投資家の不動産ないし不動産証券化商品に対する投資は非常に少ないのです。本当は機関投資家というものももう少し区別して議論しなければいけないので、そこで議論の一つとしてとりあげたのは、年金基金でございます。

これはご承知のように、長い間、五・三・三・二ルールというのがございまして、それをどうやって撤廃するか——撤廃するかではなくて、それがけしからんというのが、実は日米金融サービース協議の大きなテーマでございました。我々は、一九九四年の夏から九五にかけて、日米金融

サービズ協議というのをやりましたが、そのときの日本側の議長は私でございまして、アメリカ側の議長は、当時の次官補代理、この前まで次官をやっていましたガイドナーという人です。アメリカ側が盛んに言っていたのが、年金の五・三・三・二ルールの撤廃ということでした。不動産との関係では、五・三・三・二ルールの二つというのがまさにそれで、不動産に対する投資は全体で二割以下にしろということ、これを撤廃すれば、アメリカの関係者の活躍の余地がかなり出てくるということだったのですが、これはご承知のように、二段階を経て、九七年だったと思いますが、完全に撤廃をいたしました、実際にその結果としての不動産やその証券化商品の保有は少しも進んでない。

それは理由があるわけございまして、関係者にお話を伺いますと、土地が下がる、下がって

るといふ状況であれば、土地に対して投資をするはずがないという議論でございました。それはそうかもしれないです。そうかもしれないですが、理屈をいたしましては、これは仮定の話でございますが、本当に土地が下がるといふことなら、金融機関の人とよく接触して議論すれば、土地が下がるということを組み込んだ金融資産をつくることも可能であるはずであります。いずれにしても、ほとんど不動産関係の投資が進んでないわけでございます。我々の議論の中で、将来、機関投資家がどうやって不動産証券化商品に投資するようになるかということが非常に大きなポイントではないかということでありました。

そのときに、幾つかの議論をしたのですが、その一つは、制度的な話からいきますと、インデックスの未整備ということでございます。これは後でお話をいたしますけれども、インデックスは

いろいろな役割をしています。大体どの程度の利

回りであるかということを示す一般的なインデックスもありまずし、あるいは地域別、業種別、その他等に分けて、この投資の利回りはこの程度だということを示すインデックスもある。すなわち、一般的に土地関係に手を出そうかなという時に参考になるインデックスもあれば、個別に手を出すときに、これならいけそうだという特定のグループの資産に対するインデックスもある。いわば投資を決定するためのインデックスです。さらには、投資を決定して、実際に投資をした後で、そのパフォーマンスを、特定のベースになるインデックスと比べてどう評価するかというような使い方もある。いずれにしても、いろいろな意味でインデックスの整備が大事であるという議論になりました。これとの絡みで、後ほどお話をいたしますが、情報の開示というのが大きな課題になる

ということでございます。

いずれにしても、一つは情報の整備、インデックスの整備ができてない。もう一つは、年金にしろ、機関投資家にしろ、特に年金基金その他について、本当にマネージャーが一生懸命に最大利回りを追求しているのかということが大きな議論になりました。考えてみますと、例えば国土交通省の今度の報告などでは、利廻りがどうであるかということが、どの程度不動産関係証券に投資するかのポイントだというふうに書いているのですが、それは必ずしもそうではないはずなんです、ポートフォリオの議論に従えば、極論すればほかの資産と別の動き方をすることだけをもつてしても、一つの価値があるはずだということでございます。

ご承知のように、年金基金なり機関投資家というのは、いろいろな資産に対する投資を組み合わせ

せて、できるだけリスクを押さえ、なおかつ利回りが全体として大きくなるように、運用をしているのではないか。そういうことであれば、ある特定の性格を持って、普通の株式や債券や預金と違うような動きをすること自体が、資産の運用対象となる性格ではないかという議論をしたわけでございます。

ある意味で、そこまで機関投資家の意識がいつてない。さらにいえば、私どもの報告書の最後に書いてあるのですが、どうも少しやる気がないんじゃないか。一生懸命になって、どうやってマキシマムの利回りが出るような努力をすべきかということについての意識がいまひとつ少ないのではないかという議論をしたわけでございます。

特に投資家のサイドから話をしますと、本来運用すべき資金は非常に大きいわけですから、そこでの議論では、不動産に対する投資、不動産証券

化商品に対する投資が、それだけがシェアが大きくなるかとも思っていない、思っていないけれども、そういう特異の、独特の動きをする資産ということで投資をすれば、たとえシェアが少なくても、全体としてはある程度の投資がいくのではないかといいさせていただきます。

実際、いろいろな過程で、例えばアメリカの年金基金がどういふふうな投資をしているかというのを調べたわけですけれども、これは千差万別なんです。不動産に全く投資してないところもあるば、七%とか五%まで投資しているところもあるわけでございます。そういう意味で、それぞれの投資主体が自分の判断によってきちんと投資をするということになれば、ある程度不動産の証券化商品に対する投資が進むのではないかと考えられたわけでございます。いずれにいたしましても、そういうことが、投資家から見た、なぜ不動産の

証券化を進めるべきか、進むはずであるというこの議論でございませう。

その次に、資産を提供する人たちからの見方はどうかというのを議論いたしました。いろいろな議論をしたのですが、最大の問題は、抽象的に申し上げますと、不動産の証券化商品にかかわっている人たちあるいはその影響力がある人たちが、まだまだ不動産を持っている人あるいは不動産業界の人であつて、実際に金融資産をつくつたりすることの専門家ではないというところが一つの大きな問題ではないかという議論になつたわけでございます。

それでは、具体的にどういふふうに違ふかと申しますと、端的に申し上げますと、情報の開示ということについて議論をしたときの話ですが、不動産情報の開示と公開という考え方があることです。開示と公開というのは、私も初めて知つたの

ですが、意味が違ふのです。開示というのは関係者に示すのが開示だと、不動産業界の人はおっしゃるのです。公開というのは、だれでもわかるようにするのが公開だ。例えばSPCに関する情報の開示は十分進んでいる、なぜ進んでいるかというところ、でき上がったSPCの保有する資産については、取引価格が幾らで、賃料が幾らでと、投資家には十分説明してありますということです。投資家保護の観点から、我々は全力を尽くしますから、情報の開示はこれ以上要らないでしょうということです。しかし、ある意味で、投資をしている人、インベスターに対して情報を示すということと情報の公開をするということは同じではないんじゃないかということでもあります。

申し上げたいことは、情報がそういう不動産の商品をつくつていてる人達の中に留まつていて、今現在こういう不動産の証券化商品に進出してない

人は、情報がないために、みずから商品化ができないんです。私もでも議論しましたときに言われたのは、そういう情報を第三者に公開をしないことは、金融化商品をつくる事業への参入障壁じゃないかということなのであります。

したがって、本当はなぜ情報の公開が必要かということ、めぐりめぐって一番当該土地にふさわしい商品ができて、利回りなりパフォーマンスの最もいい商品ができて、それが消費者たる投資家に渡るといったことが一番大事な話であって、たまたまでき上がった商品の内容を詳しく示すことが情報公開の最大のポイントではないはずだということでもあります。いずれにしましても、事ほどさように、見方が、どうも不動産を供給する人と商品をつくる人とは非常に違うのです。

なぜそういう話をするかといいますと、関係者、いわゆる不動産業者とつくる人とのメリット

が、視点が違うということですし、本来そういう人たちは、それぞれがどういう自分なりの長所を持っていて、それをどう組み合わせるかということとを議論しないといけないんじゃないかということとでございます。

そういうことを踏まえまして、では、不動産の証券化は、まず不動産を持つている人たちにはどういうメリットがあるかということですが、これはいろいろいわれていることでもありますけれども、ざっとおさらい的な話をしますと、それによつて不動産を切り離すことができることです。それは、特に不動産価格が低落をしている、あるいは価格が安定をしないときに、これを切り離すこと自身、それだけでもメリットがあるという議論をすることも可能ですし、あわせてROEでありますとか、ROAを改善することができるというメリットもあるわけでございます。

さらにそれ以上のところがあるわけでありまして、それは、特定の不動産に着目して資金を調達することは、その不動産自身の質のよしあしによって資金を調達し得ることになるわけですから、自分の会社がたとえレーティングが悪くても、安く資金を調達することができるわけです。

そういう意味で、土地保有者にとって最大のメリットは、極論すれば、自分自身で資金を調達し得ないような企業であっても、立派な資産に着目して資金の調達ができる。もう少しいい企業であって資金をみずから調達できるところであっても、当該資産に着目して、本来なら調達できないような低い利回りの金を調達することができる。それが恐らく不動産を持っている人たちにとって、不動産の証券化の非常に大きな意味ではないかという気がするわけでございます。

ただ、これもまた議論としてはいろいろ分けて

いかなければいけません。今、何となく不動産の証券化という話がされていますが、不動産の証券化にも、例えば、土地を持っている人がそれに基づいて資金をつくるのもそうですし、より広い意味では、ご承知のように、銀行の住宅ローンをベースにしてアセット・バックト・セキュリティーズをつくるとか、あるいは商業施設をベースに、コマースナル・モーゲージ・バックト・セキリティーズ（これもアセット・バックト・セキリティーズの中に入るので）をつくるとか企業によって多少意味が違つかもかもしれません。

しかしながら、例えば二番目のグループの、特に住宅ローンをベースにアセット・バックト・セキリティーズをつくることになると、当該金融機関にとっては、全体の資産を減らしてBISレィシオを改善することができるというメリットがあるわけですから、そういう意味で、この不動産

の証券化のもたらすメリットというのは、それぞ
れの形態、何をもとにしているか、あるいはだれ
に着目しているかによってかなり違ってくるので
はないかと思えます。

それとの絡みで申し上げますと、先ほど申し上
げました日米金融サービズ協議の一番最初に、来
日したガイトナーがいったのは、日本でアセット
・バックト・セキユリティーズを発行すること
ができるということは何らかの形で発言しろとい
うこととして、「特定債権等に係る事業の規制に
関する法律」(特債法)の規則の改正によって、一
九九六年に国内ABS(資産担保証券)とABC
P(アセット・バックトCP)の発行が解禁され
ましたが、当時は、これが彼らの一つの大きな要
請であったというわけです。

いずれにしても、現在の時点では、このア
セット・バックト・セキユリティーズのいわゆる

住宅ローンその他についての取り組みはまだ余
りないようですね。実際、これは今からの話
としては相当やる価値のある、検討する価値の
あるものではないかと思っております。ちなみに、
住宅金融公庫が発行するいわゆる財投機関債は、
ある意味ではアセット・バックト・セキユリ
ティーズの一種であると理解をいたしております。
いずれにしても、そういうことが不動産を
持っている人等についての不動産の証券化とい
うことでございます。

それから、なぜ不動産の証券化を進めるかとい
うことについては、あといくつかのマクロ経済の
観点からのメリットがございます。

実は、不動産関係の人の話をしますと、やむを
得ないんですけれども、自分の業界がどうやって
うまくいくかということからの要望が多い。しか
し、政策当分の方から見ますと、それがマクロ経

済なり、わが国全体からいかに有効であるかという事でないと、その政策は推し進めることができない。

そういう意味で、マクロ経済の観点からのメリットというのは、私は非常に大事な話だと思えます。一つは、先ほど申し上げました貯蓄の有効活用です。これは、ある意味ではPFIともつながるわけですが、要するに、眠っている、あるいは放置すれば海外に流出するかもしれない貯蓄を活用する。それから、あえて申し上げますと、きょうは余り申し上げませんでした。年金の中に公的年金と私的年金があります、私的年金の金額に比べて、公的年金の方が非常に多い、その公的年金のかなりの部分が資金運用部資金に入っているのですが、これは、そういう意味では、どういふふうに使われているかというのは、少なくともいろいろ議論があるところだろ

う。

いずれにしても、不動産証券への投資、あるいは不動産の証券化の推進というのは、やはりわが国にある、いわゆる一四〇〇兆円という家計の貯蓄のさらなる有効利用になる。有効利用とはどういうことかという、やはり貯蓄者にとって高い利回りを確保する、いいパフォーマンスを確保することがその一つであるわけです。そういう有効利用に資するんだという話をしなければいけないし、さらにいえば、先ほど少し申し上げましたように、金融の面と不動産の面、双方からのわが国全体の資源の最適配分といいますか、よりよい効果的な配分にするという議論もしなければいけない。

さらには、恐らく大事な話だと思いますのは、実際に不動産の証券化をやっていきますと、先ほど申し上げましたインデックスの話でありますと

か、情報の開示でありますとか、あるいはプロパティ・マネジメントでありますとか、あるいはデュー・デリジエンスをやるとか、いろいろな関係者その他を含めて、新規事業がかなりふえるわけです。そういうことが、ある意味で不動産の証券化を進めることに伴うマクロ経済的なメリットだろうと思います。そういうふうな話をしないとなかなか、ただそのために税金をまけてくださいといわれても、ああ、そうですかと、税金が安くなればあなたにとつては結構でしょうねという話で終わるおそれがあるように思います。

四、わが国における最近の展開

次に、わが国における最近の展開について、簡単に申し上げておきたいと思えます。

一、二、三日前に国土交通省が出した検討会報告に

よりますと、まず市場規模について、一三年度末が約三兆円、一三年度末は、これに一兆数千億円加えて四兆数千億円程度、さらに、今後一〇年間で一〇兆円規模になるとというのが各種シンクタンクの試算であるとして紹介しております。

具体的にもうちよつと中身を見ますと、現在の三兆円というのは、どういうふうな構成になっているのかといえますと、不動産特定共同事業に四七二億円、SPC（国内）が約三四〇〇億円あり、これに海外SPCを加えますと、約三兆円弱になるといふことです。

さらに、一三年度中に一兆数千億円積み上がるということですが、その要因として、まず一つは、今度新しくできる不動産ファンド、これは不動産流通税等の大幅な減免ともあわせて大変効果があつて、幾らとはいっていないのですが、相当の規模になる。そして、不動産特定共同事業市場

は着実に拡大をする、それから、SPCについては大きく実績が拡大する、こういう抽象的な話ですが、一三年度中に全体として一兆数千億円のものできるのではないかとということをしているわけでございます。

さらに、今後一〇年間で一〇兆円規模になるというのは、どういうことをもとにしているかということ、これは国土交通省がどうこうということではなくて、いろいろな試算があると思います。

例えば、民間都市開発推進機構の試算では、一五ないし二〇兆円と予測しております。これは、アメリカの商業用不動産三・五兆ドルのうち四％がリートで、四・八％がCMBS（コマーシャル・モーゲージ・バツクト・セキユリティーズ）ですが、そういうことから、わが国商業用不動産が約二〇〇兆円あるとして、これに四％と四・八％

を足し合わせて八・八％を掛けると、一七・六兆円になりますということです。あるいはさくら総合研究所の九九年九月の試算では、一〇年間で八ないし九兆円と予測していますが、それは、米国における過去一〇年間のエクイティ・リートの時価総額対名目GDP比のトレンドがわが国にも適合すると仮定して予測したものです。さらに、興銀証券では、インフラが整えば、五ないし七年で三〜四兆円規模となり、一段の定着により米リート並みの一四兆円になると展望しています。

いずれにしても、新聞の見出しでは、今後一〇年間で一〇兆円規模と非常に大きく出ていますが、そういう意味でかなり伸びるでしょうということをいっているのではありません、アメリカの比率などをいきなり持ってきて、こうなるでしょうというのは、やや乱暴な議論ではないかと思えます。

いずれにしましても、そういうわが国の最近の展開については、最近の改正等をもとにしていつているわけですが、図表²に「日本における証券化の歴史」ということで簡単にまとめてあります。これは国土庁の資料で、実は去年の四月時点までのものしか入っておりませんので、若干十分なところがありますが、非常に大ざっぱな動向を見るには、これでいいのではないかという気がします。

図表の上から三つ目の欄にありますが、八七年に不動産小口化商品が登場し、一九九五年には「不動産特定共同事業法」が施行されておりまして、その結果、順次、最低出資単位が例えば、九九年には五〇〇万円まで引き下げられたりしております。これはさらに将来は撤廃したらいいんじゃないかという議論もあるわけですが、こういう不動産特定共同事業のグループが一つあり、も

う一つ一九九三年から可能となりましたABSの系統、先ほど申し上げましたアセット・バックト・セキュリティーズですが、その流れの展開がござります。

ちなみに、現在のところ、わが国では不動産の証券化というと、いわゆる不動産そのものをどうこうするか非常に重点がありますけれども、やはり長い目で見ますと、このアセット・バックト・セキュリティーズをどうするか、どう活用するかが大変大事な話だろうと思います。現に幾つかの債券があるわけですから、こちらの方があるいは早く、不動産業界の人にとっては余り魅力がないかもしれませんが、不動産の証券化をするという観点からは、アセット・バックト・セキュリティーズの系統の話が大変大事なことになるのではないかという気がいたしております。

図表2 日本における証券化の歴史

実施年		概 要
施行等	改正等	
1931		「抵当証券法」の施行。 →抵当証券会社が企業や個人に融資した貸付債券とそれを担保する不動産の抵当権を一体のものとして小口化して販売。
1988		「抵当証券業の規制等に関する法律」の施行。 →販売を大蔵大臣の登録を受けた法人に限定し、販売方法を規制。またディスクローチャーを強化。
1973	1988	住宅ローン債券信託取り扱いが開始（信託方式での流動化）。 委託者の拡大（住専のみ→銀行その他金融機関まで）及び投資者の拡大（信託銀行・年金勘定→機関投資家まで）。
	1993	住宅ローン信託受益権を有価証券に指定。
	1994	信託期間制限5年超の撤廃など。
1987		不動産小口化商品の登場。
1995		「不動産特定共同事業法」の施行。 →不動産共同投資事業における投資家保護を目的とする。
	1997	プロの投資家（特定投資家）に対しては、事業実施時期の制限などを解除。
	1999	投資家への最低出資単位500万円まで引き下げ、出資持分の第三者譲渡を解禁。
	2000	一定の条件下で資産の入れ替えを認める「投資ファンド型事業」を創設。 不動産投資顧問業の登録制度の実施、出資持分の売買情報を交換する共同売買市場の創設などを予定。
1993		「特定債券等に係る事業の規制に関する法律」（特債法）の施行。 →リース物品、リース債券、クレジット債券の証券化が可能となる。国内
	1996	ABS（資産担保証券）とABCP（アセット・バケットCP）の発行が解禁。 併せて、ABSとABCPを証券取引法上の有価証券に指定。
1998		「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」（SPC法）の施行。 →不動産をはじめとする資産の証券化の基盤整備が進展。
	2000	SPC法の改正（予定） →海外SPCの活用が目立つなど、当初の期待ほどに活用されていないため、使い勝手の向上等を図るために改正（併せて「特定目的信託」制度を創設）。
	2000	「証券投資信託法」の改正。 →会社型投信、私募投信の解禁。 「証券投資信託法」の改正（予定） →運用対象資産を拡大し、不動産投資信託を解禁するなどの改正（これと並行して、東京証券取引所による不動産投資信託市場の創設などが検討されている）。
1998		「債券譲渡特例法」の施行。 →指名金銭債権譲渡における第三者対抗要件具備手続を簡便化（譲渡の登記）し、債券の証券化に寄与。
1999		「債券管理回収業に関する特別措置法」（サービサー法）の施行。 →民間に債券回収の専門会社を弁護士法の例外として認めるもの。
		日本版MBS、CMBSの登場 →海外SPCを活用した住宅ローン債券の証券化（MBS）や収益不動産向けのノンリコース・ローンの証券化（CMBS）が登場。
2000		「借家法」の改正 →定期借家権による貸主と借主の契約自由の原則を認める（正当事由の排除等）。

(資料) 国土庁

さらに、三つ目のグループとしてSPC法の系
統でございまして、これは一九九八年に「特定目
的会社による特定資産の流動化に関する法律」
(SPC法)の施行がございました。これは、当
時の立法に携わった人が書いた本などを見ます
と、最初は不動産は余り入れないというか、不動
産を対象とするのは消極的であつたやに書いてあ
りました。

二〇〇〇年には、このSPC法の改正があり、
それは「資産の流動化に関する法律」と名前を変
えまして、ご承知のように対象資産が拡大される
し、さらには信託を用いた流動化スキームの創設
ということにもつながっているわけでございま
す。それから、不動産投資ファンドがことしの
「投資信託及び投資法人に関する法律」というこ
とで施行されているわけでございます。

五、今後の検討課題

こういふふうに現在いろいろと努力をされてい
るわけですし、いろいろなところで不動産の証券
化が議論されているわけですけども、今後につ
いての検討課題が三つか四つあるような感じが
いたしております。

その最初は、不動産情報の開示と公開というこ
とでございまして。図表³をごらん頂きますと、
「諸外国における公的機関等による取引価格の開
示・提供の状況」というのがございます。これ
は、国土庁でもいろいろ議論しましたが、内部で
も、諸外国ではやはり守秘義務、プライバシーが
あるから、不動産の取引価格というのは、とても
外には出ない、したがって、わが国でも外に出て
いない、みんなに知られていないのは当然なんで

図表3 諸外国における公的機関等による取引価格の開示・提供の状況

	アメリカ連邦政府	情報開示州の例		
		ハワイ州	カリフォルニア州	ニューヨーク州
開示主体	(開示せず)	州政府税務局等	郡不動産税評価官事務所等	郡不動産税評価官事務所等
開示情報の内容	—	不動産譲渡税の証明書に記載された取引価格	所有権変更に係る報告書に記載された取引価格	不動産の移転に係る報告書に記載された取引価格
開示対象	—	一般	一般	一般

	イギリス		フランス	ドイツ	オーストラリア
	イングランド・ウェールズ	スコットランド			
開示主体	(開示せず)	土地登記所	不動産登記所	地区鑑定委員会	土地権利事務所
開示情報の内容	—	登記文書に記載された取引価格	登記文書に記載された取引価格	譲渡契約書に基づき作成された表に記載された取引価格	登記申請書である譲渡を証明する書面に記載された取引価格
開示対象	—	一般	一般	法的利害関係人	一般

(資料) 「情報開示に関する調査結果」(1990年、米国不動産鑑定士協会)及び国土庁調査に基づき作成

すという議論がありましたので、いろいろ外国に行つて調べてもらったところ、アメリカの場合には連邦レベルでは開示されていませんが、州レベルでは、一般に本当に公開されているのですね。

それから、イギリスでも、登記所に行けば、登記文書に記載された取引価格がわかるし、フランス、オーストラリアもそういう感じですし、ドイツも法的利害関係人だけが開示されておりまして、いずれにしても、不動産の取引価格が先進国で一般に知らされていないというのは、時代おくれの認識でございました。

しかし、これは別に不動産に限らず、株式にしる、債券にしる、為替にしる、マーケットが立つということは、マーケットの基礎的な情報がだれでもわからないと、そ

れが市場として成り立たないわけです。どの銘柄なり何なりが幾らで取引されたということがわかることが、およそ市場ができるための最低条件だろうと思います。そういう意味で、不動産取引を活発にしたいとか、不動産市場をつくりたいということであれば、その基礎になる取引価格の情報を関係者が積極的に開示しなければならぬであろう。

しかし、不思議なことに、不動産関係の人は自分たちでやった情報は友達同士で交換をしている。となると、不動産業者の間だけは、どこか不動産が幾らで取引されてどうなっているかというのを知っていて、それを一般の人は知らないというふうな状況に近いのではないかと思っっているわけです。

そういう意味からしますと、不動産証券化商品をつくる技術のある人であれば、そういう情報が

あるともっと立派な商品をつくることができるわけですが、それができないことになりますし、さらに幅広くいえば、一般の人がどうしてそういうことが知ることができないのだろうかと疑問を持って、少しもおかしくないわけです。

国土庁がつくった公示価格は少しも役に立たないと、ある不動産会社の社長さんからいわれまして、どうしてかと聞きますと、その公示価格で取引をしようとしても、とてもそれでは買えない、もっと高い値段を出さなければいけない、ちゃんと正確なものをつくってくれとおっしゃるので。そこで、わかりました、確かにちゃんとしたマーケットをつくらなければいけませんので、は、あなた方の取引された価格を皆に公表してください、そうしたら、それをもとにした公示価格もより正確になるでしょうというと、それは嫌だといわれるのです。そういうことでは、話が少し

図表 4 諸外国における公的機関等による賃料の開示・提供の状況

	アメリカ連邦政府	情報開示州の例		
		ハワイ州	カリフォルニア州	ニューヨーク州
開示方法	住宅都市開発省 (HUD)	(開示せず)	(開示せず)	(開示せず)
開示情報の内容	低所得者用住宅の適正市場賃料算定のため、一定地域の平均継続賃料である適正市場賃料 (FMR) を公表 (個別の賃料ではない)	—	—	—
開示対象	一般	—	—	—

	イギリス		フランス	ドイツ	オーストラリア
	イングランド・ウェールズ	スコットランド			
開示主体	(開示せず)	土地登記所	賃料管理機構	(開示せず)	土地権利事務所
開示情報の内容	—	登記文書に新規賃料を掲載 (商業用不動産)	居住用不動産で個人契約のもの個別の継続賃料情報	—	登記申請書の添付書類であるリース契約書 (公開) に地代を記載
開示対象	—	一般	法的利害関係人等	—	一般

- (注) 1. ドイツでは一部の市町村において住宅の賃料水準を公表している。
 2. 民間による賃料情報の開示・提供に関しては、不動産ブローカー等が顧客、鑑定士等に商業用不動産の個別の賃料の情報を提供している例は多く見られるものの、個別の賃料が一般開示されているものは見あたらない。

(資料) 国土庁調査に基づき作成

も進みません。

また、図表 4 は、賃料の開示・提供の状況ですが、こちらは取引価格と比べて、個別の話をどこまで出せるかということについて、国によっても対応がはつきりしていないんじゃないかという気がしないでもないかもしれません。そうなる、これはインデックスの領域の話かもしれません。いずれにしても、不動産の取引価格なり、賃料が幾らかというのは極めて基礎的な情報であって、それはマーケットをつくるた

めの基礎的な情報でもあるし、さらには先ほど申し上げました不動産証券化商品に対して投資をするための基礎になるインデックスをつくるためにも大変大事な話でございますので、先ほど申し上げましたように、特別の関係者だけに見せるのが「開示」で、だれにでも見せるのが「公開」だということ認識のようですが、いずれにしましても、情報の公開は積極的に進めていかなければならない話ではないかという気がするわけでございます。

第二番目は、研究会で議論している中で、証券市場の整備というのは非常に大事だという議論になりました。これは、先ほど申し上げました研究会の中に、その道の専門家がいたからかもしれないけれども、大体わが国の場合に、証券市場が、国債についてはかなりあるでしょうけれども、極論しますと、マーケットが存在するといえるのかという議論をする向きまでもありました。

しかし、これはある意味では、マーケットの定義をどうするかにもよるわけですが、やはり常にオフアーとビットが本物のオフアーとビットとして出ていなければいけないわけです。不動産証券化の問題でございましたので、主として債券の話が中心になったわけですが、例えば、わが国において流通している債券について、どの程度現実にマーケットがあるといえる状態なのか。マーケットがあるといえるというのは、やはりかなりの確実性を持って、前もって幾らで売れるということがはつきりわかる、そして多少売っても価格が崩れない、いわゆるマーケットの厚みがあるということですね。さらに、マーケット一般ということであれば、一連の、例えばCPであれ、債券であれ、何であれ、やはりマーケットで扱われている商品の広がりがあるということ。広がりがあって、なお深みがある

市場があるかということについては、なお相当の努力を要するのではないかというのがその議論でございました。

研究会の報告書の後ろに、国債についてかなり資料をつけておりますが、国債ではここまでできていくというようなことを踏まえて、なおかつ、そういう意味で先ほど申し上げました不動産の世界的な証券化の流れは当然であって、わが国もそれを進めるべきだし、また進むべきだけでも、そのための基礎的なインフラがどの程度あるかということ、逆にいいますと、もう少しインフラを整備しなければいけないと指摘しております。もう少し具体的な提案としては、例えば国債、あるいは特定の債券について、マーケットメーカーがいるかという話になるわけで、これは、私のように為替をやった者からみますと、非常によくわかるんですが、為替の場合には、常に取引があつて、

少々取引があつても値段が崩れない、それから、オフアーとビットの差がものすごく少ない、NHKが報道しているものでもせいぜい五銭ぐらいですが、実際はもつと少ないですね。そして、マーケット・メーカーがいるんです。円取引が国際的に非常に手薄なときにも、東京銀行はマーケット・メーカーを買つて出ておりました。非常に危ないときでも、薄いレートでオフアーとビットを出して、なおかつ、取引に応じていた。そういう商品として一番進んだ為替と比べてみますと、ある意味で、証券市場、あるいは一般のマーケットについては、なおやはり相当整備する必要があるのではないか。

わが国の場合には特にそうなんです。例えば、国債を売りたいというときには、国債を売るための努力は非常にするんです。それはなぜかというところ、その国債を売らなければならない人がい

るからです。しかし、マーケットを全体として幅を広めるとか、深さをつくるということについては、ある意味で固有の担ぎ手がない。そういうことから、全体として、どうしてもわが国の政策決定の方式からいうと、おくれる傾向があるということとは、やはり関係者は気をつけなければならぬという気がするわけでございます。

第三番目は、不動産鑑定評価手法の充実ということでございます。これは、二つのことを意味しておりまして、一つは、不動産鑑定評価手法自身をやはりもう少し高度化しなければいけない。不動産鑑定士は八〇〇〇人を超えていると思いますが、どうもいろいろ公示価格その他のこともあってそれ相応の仕事があることもあるかもしれないが、相当改善の余地があるという気がいたします。

あわせて、国土庁としてももう少し取り組むべき

であるというのは、不動産鑑定士の質の向上を相当図らなければいけないことです。実力差がかなりありまして、人によって非常に詳しくよくできる人、あるいは努力をしている人とそうでない人と混在いたしておりまして、税理士とか公認会計士の方もそうだと思いますが、業界のレベルを常に上げていくという努力をしなければいけないのではないかとこのことであります。

問題は、四番目の税制でございます。税制につきましては、実は、報告書では余り議論をしませませんでした。というよりは、やり出して、これはなかなか容易な話ではないということがわかったからです。なぜかと申しますと、要望を書くのは簡単なんです。例えば、流通税を下げるとか、登録免許税をどうこうしろとか、しかし、それがなぜマクロ全体からみて正しいといえるのかということまで行き着かなかつたものですから、一部の

参加者にとってはやや不十分な書きぶりになっております。

しかしながら、不動産の証券化には、税制は非常に難しい問題です。なぜ問題かという点、土地自身が税制上いろいろな特別な取り扱いをされているのです。特別の取り扱いをされている土地をもとにして、普通の取り扱いをする金融商品をつくる。それでは、どこまで特別の取り扱いの税制を取り込むか、あるいはそれを削るかという話になるのです。

実は、この話は、例えば、今度の国土交通省の報告では、いろいろ税をまけろと書いてあるので、問題は、もう少し先にあるような気がするわけでございます。これは、ちょうど私が官房長の頃、国務大臣の柳沢さんが盛んに言われていたのは、要するに、土地をどの程度特別のものとするかについての議論が要るのではないかというこ

とでした。どういふことかといいますと、これまでは、土地を買うことができる人はお金持ちであつて特別の人だ、したがつて、その人たちには相当税金をかけていいはずだという思想で、土地に対する税制全体ができています。土地については、自動車とともに、取得のときに税金がかかる、保有に税金がかかる、それから、登録に税金がかかる。しかし、今やもうかなりある程度の土地を持つことも可能であるし、土地を借りることも可能である。では、借りるのと買うのとどちらでもいいじゃないかという時代になってきたときに、土地を買うことができることは、そんなに特別なことと議論すべきなのかという話です。

もう一つは、地価がずっと下がってきました。今年で一〇年連続低下なんです。今までは地価は上がるものだという前提できましたから、少々不合理であつても、みんなしょうがないかというこ

とでやっていたのではないか。そうしますと、土地は何か別なものなのかどうかという話に加えて、もう一つ、土地が上がっていることを前提にして、やや不合理と思われるような税金でも負担をしていた人たちが、どうも普通の商品と同じように、値段も上がったたり下がったりする、あるいは下がるばかりだということになると、もう少し合理的な税制にしてくれという議論があってもいいのではないかということでもあります。

要するに、今までの話は、どちらかというと、土地に対する税制の存在を前提として、それをどの程度不動産の証券化のために修正をするかという議論がメインですけれども、私も主税局において自動車重量税を二倍にしたりガソリン税を二割引上げたり、租税特別措置の大巾整理をしたりしたのですが、そもそも、現在、不動産に対してこれだけ異なった種類の税金がかかっていることが、

果たして現在の状況で適正なのかという議論を本当はしても良いのではないかという気がするわけでございます。その結果として、土地もほかの商品と同じだ、あるいはそれに近いものだという話になると、税金の面での特別の取り扱いは減るでしょう、そうすると、その結果として、不動産の証券化にかかる税制についても、そのゆがみというのはなくなるのではないか、少なくともなくなるのではないか、こういうふうに考えるわけでございます。

それから、不動産の証券化の議論全体を通じて感じましたのは、どうももう少しやる気があるというのではないかということでございます。例えば、投資家がどうやったらマキシマムな利回りを取れるようになるのか、その努力をもう少しすべきじゃないか、さらには、不動産を持つている人は、現在もかなり努力はしておりますが、金融界

なり、証券界も含めてかもしれませんが、やはりこれがある意味でマクロ経済的に見ても望ましいし、全体の流れからいってもそうなる、不動産の証券化の推進者であるということであれば、相当エネルギーを割いて、もう少ししっかりやったらいいのではないかという議論がございました。これは、最後の話として、報告書に書いておきました。

いろいろお話をしましたけれども、技術的な話だとか、今どうなっているかという話は、これはもう皆さんの方がご専門だと思いますので、あえて飛ばさせていただきます。

六、PFI（民間資金等活用事業）について

最後に、一言だけPFIについてお話をしようと思います。

PFIは、立法の過程を申し上げますと、最初、政府の方はなかなか熱心ではありませんでした。これを国会議員の二、三人の方が一生懸命に動かれ、結局、議員提案という格好でできました。PFIというのは、本来的に民間の資金を活用して、どうやって公共事業なり、類似のことをやるかということなのですが、法律ができ上がった後で今度はガイドラインをつくるときに、政府の出資を入れるとか、税金をまけるような規定を書け、というような話がありました。

本件はまだなかなか話が進んでいないという気がするわけです。実は私は、昨年七月国土庁をやめてすぐイギリスに行きまして、PFIの実施機関であるパートナーシップUKという公社のナンバーツールの人といろいろ話をしてみました。イギリスの場合には、PFIがなぜ始まったかという、彼がいうには、税収が足りないが公共事業を

やりたい、そうすると、民間の金を使おうということがそもそも発想だったということですよ。

ところが、当然の話ですが、民間の金の方が高くつく。それは利子を払わなければならない分、税金に比べると高くつくのですが、そうでなくても、政府が国債を発行する場合と、民間の人が借りてやる場合と、どっちが高くつくかということ、それは当然民間の人の方が高くつくのです。そういう意味で、資金源を公的な資金から民間に移すという思想は誤りだった。

しかし、PFIは成功した。どうして成功したかということ、こういうものをつくりなさいというのを政府の側から示されると、民間の方が実施コストが安い。調達コストではなく、つくるコストを安くすることができますので、そちらの方が有益だということですよ。そういう意味で、PFIはうまくいっている。

そこで私が先方にお尋ねしたのは、わかりました、それは確かに立派な説明だけれども、でも、これが日本だったら何が起るかということ、例えば、橋をつくるというときに、こういうスペックの橋をつくってくれ、何トンの重さに耐え得るとか、強さがどれだけだとか、そういうのはだれが決めるんだ、それは発注者である政府が決める、では政府はそれを責任を持って決め得るのかといいましたら、先方は、それは政府が全てを決め切れないから、諮問会議をつくってそこで決めるということになる、ということでした。

そうなると、もし日本でイギリス的なPFIを進めようとしたときに非常に難しいのは、政府の側でこのスペックは何トンまでにしてくれということをどの程度、世間から批判を受けないで政府が自信を持ってやれるのかということがなかなか容易でないという気がいたしました。

もう一つPFIについては、我々はどちらかかというところ、プロジェクト・ファイナンスをまず頭に浮かべますし、割に一般的に大きなものがそれに適しているという議論が何となく印象にあります。しかし、民間資金の活用という点からみると、地方公共団体がみずから行っているような小さな幾つかの事業について、それを民間に委託するのがかなり手っ取り早い話ではないかなという気がいたしております。

PFIにつきましては、私が国土庁にいましたときに、ある役所の高官が、プロジェクト・ファイナンスが進まないのは、日本の銀行がそういうことができないからですという国会答弁をしたことがありますがこれは間違いであります。日本の銀行でも、ご承知のように、海外ではプロジェクト・ファイナンスをやっているわけですし、いわゆるBOTなどに積極的に参加しているわけで

す。やらないというのは、むしろ公共事業の側に大部分の問題があると私は考えております。

話がちょっと長くなりましたが、雑駁でございましたが、一応、これでお話を終わりにさせていただきます。時間も許す限り、お答えをさせていただきます。

関理事長 それでは、ご質問のある方はちょっと合図をしてください。

—— それでは、久保田さん、一つだけ、私からお聞きしますけれども、いろいろの制度とか、それからこういう目的とかを現実にするためには、やはり難しい、細かいところまで整備しなければならぬことがいろいろなところにあると思うのですが、不動産の証券化の問題については、いろいろな枠組みというのが出てくる、それから、外国にも

いろいろなお手本もある、日本で、それが現実のものになるためには、まだやはり相当時間がかかる、こういうふうな状況なんでしょうか。これから非常に状況が急変して、かなりのスピードで、この不動産証券化市場というんでしょうか、あるいは不動産の流動化のマーケットというんでしょうか、必ずしも証券化だけではないかもしれないですが、そういったものが進むようになるというふうにご判断になっているかどうか、そのあたりをちょっと……。

久保田 大変難しい話ですが、時間がかかるかどうかということとは、非常にはつきり申し上げれば、要するに、不動産の証券化にどの程度金融関係など、その商品化についてもノウハウをお持ちの方がかわられるかということに相当かかっているのではないかという気がします。

いまだ本件を議論しておられる方の大宗は、ど

うやって土地に金が入るかということが頭にありまして、どうやったらこれが消費者である貯蓄者の目にとまるかと、売れるかという発想は、どうもまだ不十分なようです。私は、不動産の証券化について、不動産と金融双方のアプローチと申し上げましたが、金融からのアプローチがどれだけあるか、それは金融界の方だけではなくて、更には、先ほど申し上げました年金基金の資金運用者などにも関係があるのです。とにかくこの商品を買う人があれば活発化するわけで、それをやるためには、こういう議論の中でも金融サイドの聲がもうちょっと大きくなるのが大事ではないかなとちょっと直観的に思います。間違っているかもしれません。

関理事長 どなたかいらっしゃいますでしょうか。

それでは、ご質問がないようでございますの

で、きょうはこれで終わりにしたいと思います。
どうも大変ありがとうございました。
久保田 ご清聴ありがとうございました。(拍手)

(くぼた いさお・都市基盤整備公団副総裁)

(本稿は、平成十三年五月十五日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

久保田 勇氏

略 歴

- 1966年 東京大学法学部卒業、大蔵省入省
- 1969年 英国オックスフォード大学経済学修士
副財務官、国際金融局為替資金課長、官房調査企画課長、官房審議官等を経て
- 1994年 国際金融局次長
- 1995年 関税局長
- 1997年 国土庁官房長
- 1999年 国土庁事務次官
- 2000年 都市基盤整備公団副総裁

著 書

- 『展望 日本の不動産証券化』(編著、大成出版社、2000)
- 『Q&A わかりやすいODA』(編著、ぎょうせい、1998)
- 『国際交渉のABC』(著書、大蔵財務協会、1997)
- 『世界を動かす日本—国際金融の新展開—』(著書、財経詳報社、1988)
- 『現代の国際金融』(著書、財経詳報社、1983)