

社会資本整備審議会 産業分科会

第1回不動産部会

議 事 録

国土交通省総合政策局不動産課

平成17年 10月24日

中央合同庁舎3号館 4階特別会議室

○松脇課長 それでは、ただいまから第1回不動産部会を開催いたします。

事務局より、不動産部会に属する委員等につきまして御報告いたします。社会資本整備審議会令第7条の規定によりますと、分科会に置かれる部会に属すべき委員等は分科会長が指名することとされております。本日の会議開催前に金本分科会長より、金本委員御自身が参画されるほか、井出委員、岩沙委員、平井委員、そして、全臨時委員が部会に属するよう指名することについてお話を承っておりますので、御報告させていただきます。

御指名をお受けになられた委員・臨時委員の皆様、よろしくお願ひ申し上げます。

先ほどお受けになりました諮問につきましては、今後は不動産部会の開催を重ねていくことにより調査審議が進められていくものと存じます。したがいまして、ここで不動産部会長を部会委員の皆様による互選でお決めいただくことをお願ひ申し上げたいと存じますが、いかがでございましょうか。

○岩沙委員 私から部会長の御推薦をさせていただきたいと思いますが、不動産契約法に関する研究に東京大学教授時代から一貫して携わられ、我が国の不動産研究の第一人者であられる平井委員が適任と考えます。

以上です。

○松脇課長 ほかの委員の方、いかがでございましょうか。

(「異議なし」と声あり)

○松脇課長 それでは、平井先生、よろしくお願ひいたします。

○平井部会長 またまた非力ではございますが、皆様の御意思ということで部会長を引き受けさせていただきます。どうぞ審議に御協力・御支援のほどをよろしくお願ひ申し上げます。

それでは、部会における主な検討課題のうちで、当面の課題である投資家が安心して参加できる不動産市場の在り方に関しまして、事務局より資料の説明をお願ひしたいと思ひます。

○松脇課長 それでは、不動産部会の資料－2「不動産投資市場に関する政策課題」というもの、横長の資料1枚紙と、資料－3のカラーによる資料、両方を用いまして御説明申し上げたいと思ひます。今から15～20分程度で簡潔に御説明したいと思ひます。

まず、政策課題の資料でございます。1枚紙の方の資料でございますけれども、ここにありますように、まず左側が現状認識ということで、不動産の投資市場の現状についての資料をこれから御説明したいと思ひます。それから、下に政策的意義ということで、投資市場の意義につきまして、後ほど触れたいと思ひます。右側が、具体的な今後の主要政策テ

一マということですが、4つの四角がございまして、1番上の四角が投資家保護の枠組みについてでございます。この1番上の四角の部分在今年じゅうにおまとめいただきます中間整理の対象としてお考えいただけたらと思っております。それから、その下に「中長期的には」となっておりますけれども、これが更に今後、不動産投資市場への参画するプレーヤーの多様化等が見られる、そのときにどのような問題点があるのかといったような論点でございます。

それから、互い違いになっておりますが、3番目にあります魅力的な都市・地域を形成する良質な資産を生み出す不動産市場について、ここが先ほどの諮問趣旨の(2)のところでございます。年が明けまして来年の夏までの部会の報告として御検討いただけたらと考えているところでございます。この問題は更に「中長期的には」ということで、これらの証券化手法・信託手法を活用した社会資本整備の可能性ということにつながっていく政策課題ではないかと考えております。

それでは、資料-3「投資家が安心して参加できる不動産市場について」というカラーの資料、18枚の資料でございますが、これで御説明を申し上げます。

表紙をお開きいただきまして1ページ目が、不動産市場の現状認識についてでございます。まず、これは不動産投資市場が急速に拡大してきたということで、左上にありますような棒グラフで一目瞭然、急速な拡大がわかるわけでございますが、ここで色分けしておりますが、これは不動産の証券化のスキーム別になっております。一番下の紫がJリートであります。その上に不動産特定共同事業、SPCとありまして、その他のスキーム、薄水色のところが大変大きくて、しかも伸びてきているということがごらんいただけると思います。

右側の累計の方でございまして、約20兆1,900億円の中で約60%強をその他スキーム、具体的にはYKTKスキームと呼ばれる有限会社匿名組合を使ったスキームでございすけれども、これが大きな割合を占めているということでございます。

このように、特に平成13年度以降、不動産投資市場が急速な拡大を続けましたが、この背景としてどのような要因があったのかということで、参考1は、御案内のとおり金融危機を受けましたゼロ金利政策の点でございます。

それから、参考2はマネーサプライの拡大の点でございます。

2ページにまいりまして参考3、これは不良債権処理のために上場企業等が不動産の売却を行った、不動産が市場にいっぱい出てきたということでございます。

参考4が、下側の青い線が10年国債の利回りでありまして、赤い線がJリートの予想

配当利回りということで、要はJリークの利回りが国債の利回りを上回っていて、それが投資家から見て有利に判断される大きな要因であったのではないかとのことです。

更に、このグラフでわかりますのは、2002年ぐらいのところでは下の灰色で塗ってあるところは両者のイールドスプレッドでありますけれども、4%、400ベースを超えるようなスプレッドでありましたけれども、最近はこれが下がってまいりまして約2%ということでイールドスプレッドが低下してきたということが、このグラフからわかるところでございます。

次に3ページにまいりまして、このような不動産市場の拡大の背景としまして、1つは、制度インフラの整備があらうかと思ひます。ここではまず、平成12年の投資信託法の改正によって、運用資産が有価証券から不動産等に拡大した。それから、旧SPC法の改正がなれたということに触れております。

その後、平成13年以降、東京証券取引所を初めとしまして、Jリーク市場が開設されてきて、右側の肌色のところではございますが、上場市場の整備によって流動性の高い不動産投資商品の登場が見られたところではあります。

次に、その下の段ですが、平成14年12月には全銀協の経理基準の通達が出されてきて、これによりまして、それまではJリークによる売却損益が特別損益としてカウントされていたところではありますけれども、銀行本来の本業の利益である業務純益に計上することが可能になったということで、これを受けて地銀マネーの流入が促進されたということではあります。

以下、税制ということで平成15年には上場Jリークの譲渡税、配当課税について株式並みに20%から10%に引き下げられた。

それから、平成15年7月には投信協会のルール変更により、リークのファンドオブファンズが解禁になって、更に、小額投資・分散投資が可能になったという点を掲げさせていただきます。

4ページにまいります。このような不動産の証券化市場の拡大ということではありますが、1ページでござんいただきましたように、Jリークあるいは不動産特定共同事業あるいはSPCといった法律に基づく制度の証券化も拡大しましたが、それ以上に、その他スキームと言われるYKTKスキームが大きく拡大してきております。これらを活用しますプライベートファンドは、今までのところ機関投資家、プロの人を相手に取引してきておりますので、これまでのところ一般投資家、アマチュアの方とのトラブルは少なかったということが言えると思ひます。

しかし、茶色の背景のところにあります、これは不動産証券化協会のホームページにあります苦情相談でありますけれども、ここにありますとおり、投資信託法に定めるJリートではないにもかかわらず、商品名にリートをつけた商品が販売されて、匿名組合出資として資金を集めたけれども配当ができない、あるいは出資金の返却が困難になったというような商品があるということで、これについては不動産証券化協会では会員の自主行動基準を定めております。こういうような商品について苦情あるいは相談事がありましたら、苦情相談室へお寄せくださいという内容でございます。

これは、リートではないにもかかわらずリートの商品名をつけたということでありますが、更に今後のことを考えますと、私募市場の拡大という中で、個人等の一般投資家が参加してくる可能性も否定できないのではないかとということで、その場合に、不動産特定共同事業法に見られるような投資家保護の枠組みとのバランスを今後どう考えていくのかといった課題が、ここから浮かび上がってくるのではないかと考えております。

2番目といたしましては、信託受益権による取引が拡大しているということで、これは形式的には信託受益券とはなっても目的財産が不動産である場合に、実質的には実物の不動産が取引されているのと同じような性格を持つこともあるのではないかとということで、左の棒グラフ、それから、真ん中の棒グラフと信託受益権による取引の増加が書いてありますが、右側にありますように、投資家保護のルールを見ますと、例えば宅建主任者の設置であるとか、対面説明義務でありますとか、契約書の作成義務というようなことで、信託受益権による取引にはそのような定めがない、ルールがないといった状況についてどう考えるのかということでございます。

5ページにまいりまして、今後の市場の見通しということでありますが、①はまず、現在の不動産市場についてどう見るかということでありますが、現況についてのキーワードは二極化・個別化ということかと思えます。上の囲いにありますのは日本経済新聞の記事でありますけれども、東京都区部では15年ぶりに上昇に転じておりますが、バブル時とは違って地価が一斉に上昇する兆しはないと。二極化・個別化と言われる現象。

それから、下のみずほリサーチにおきまして、地価の個別化というキーワードでござります。

6ページにまいりまして、そのような中、一部ではございますけれども、過熱感の指摘というものがござります。銀座などの一部の一等地では、取引価格が収益価格を上回っているような例も見られる。この点は、ミニバブルの状況が発生していると解釈することもできるというような分析記事でござります。

7ページにまいりまして、景気回復による金利上昇の見通しということで、ここでは10月13日の日経新聞で、10月13日に新発10年物国債利回りが1.57%に上昇し、今年最高になったと。先週末は1.505%ということで、やや買戻しが入った状況かと思いますが、日銀が来春にも量的金融緩和策の解除に踏み切るという観測から、金利上昇ということの見通しが言われているわけであります。

下は、日銀レポートでありますけれども、Jリート価格につきましては金利上昇局面にあっては、賃貸収入の増加を受けて上昇する可能性もある。ただ一方、負債コストの上昇によって収益が圧迫されて下落する可能性もある。賃貸収入増加がタイムラグといいますか、遅れるケースや、あるいは投資家が他の資産への選好を強めるケースもあるので、短期的には金利上昇時にはJリート価格は下落する可能性の方が高いというような日銀のレポートの分析でございます。

ここでもう一回、先ほどの1枚紙の政策課題の表をごらんいただきますと、ここまでの現状認識のところ、不動産投資市場さまざまな背景の中で急速な拡大を示してきましたけれども、一部に過熱感の指摘があると。そういった中で、私募市場の隆盛あるいは信託受益権による取引の増大ということで、言わば市場の実態と制度のアンバランスが生じている。これを今後のことを考えますと、市場の健全な発展のための基盤整備が必要ではないかというような課題が浮かび上がってくるのではないかと考えております。

その下の不動産投資の政策的意義というところでございますが、これはカラー資料の8ページをごらんいただきますと、この不動産投資市場によりまして資本市場からの資金調達が図られまして、それが不動産のバリューアップにつながって、それがリターンとして返っていく。こういう資金の循環が円滑にあるいは安定的に行われることによって、それが不動産のバリューアップ、不動産の運営管理というオペレーションの質の向上と相まって、良質な不動産ストックの形成につながる。それが都市・地域経営の基盤の確立につながるということで、この不動産投資の政策的意義を意義付けることができるのではないかと思います。

そういう意義付けに基づきまして、今後この不動産部会において御検討いただきたい主要な政策テーマについて御説明申し上げてまいります。

まず、9ページでございますけれども、不動産の特性ということで、ここではいろいろな特性があるかと思いますが、大きく2点、特性1と特性2ということで、特性1の方は、言わば物件そのものに不動産には隠れたリスクが存在する可能性があるということで、一見してなかなかわかりにくいということで、例えば、権利関係の要因、これはテナント

等の契約関係とか抵当権などの問題。それから、耐震性等の構造要因。それから、環境要因ということでアスベストの問題とか土壌汚染の問題。適法性要因ということで容積率等が適法でありませんと、改築等に対する制約になるといったようなリスクが、他の金融商品と比べますと不動産の固有のリスクとして言えるのではなかろうかということでありませぬ。

それから、2点目は、賃貸管理によって賃貸収入が不動産の価値の源泉でありますので、言わば不動産は生ものということで、日々の管理、day - to - day operation の質によってこの不動産の利回りが変わってくる、それも不動産特有の特性ではないかということで、2つの特性を挙げさせていただいております。

10 ページにまいりまして、このような特性を踏まえたときに、投資家が投資判断する際の情報開示や説明の在り方、それから、投資不動産の運営管理の在り方について、その両面から不動産市場の在り方を検討していただきたいということが論点1と掲げております。

それから、論点の2番目は、このような観点から、すなわち投資家保護の観点から見た場合には、投資対象が実物の不動産であるか、信託受益権であるかによって制度に差異を設けるべきではないのではないか。言わば、統一的な市場ルールを議論する必要があるのではないかということが、問題提起として論点2として掲げられております。

その趣旨としましては、信託受益権の内容は、受益権化された信託財産を管理・運営する結果として生じる運用収益にほかならないということでございます。

11 ページにまいりまして、その不動産投資の固有のリスクとしてはどのようなものがあるかということで、これまでの不動産取引のルールにおけますさまざまなリスク項目をここに掲げております。投資判断時、それから、管理運営時。投資判断につきましては物的性状によるリスク、それから、期待収益の見込みについてのリスクということで分けてありますが、このような不動産取引のルールがありますけれども、不動産投資、固有のリスクとしてはどのようなものが考えられるかといった論点であります。

次に 12 ページにまいりまして、これは参考の表でございますが、不動産取引についてのルールということで、宅地建物取引業法と不動産特定共同事業法におきます重要事項説明項目のうち、不動産固有の性格に関連する項目としてどのようなものがあるかといったものを参考資料としてこの表に掲げております。

13 ページにまいりまして、この不動産の投資リスクにつきまして、特に投資判断時には具体的にどのような情報の開示・説明が必要かといった点であります。

左側に投資家の観点から見ますと、まず、そもそも投資判断に必要な情報が入手し得る

かといった点があって、もし、これが入手できない場合には、投資判断ができないということになるかと思えます。仮にこの情報があった場合に、先ほどの不動産の特性に対応しました2点重要な論点があるか。1点は、物件としてそもそも投資対象として適当かということで、投資対象物件に隠れたリスクと申しますか、瑕疵がないことを確認することがまず出発点ではないか。それを確認するためのデューデリジェンスの実施及びその調査結果の開示というのは、基本ではないかということでもあります。

それから、もう一つは、不動産投資が収益という生ものを相手にしているということで、テナント関係の情報によって投資に見合った収益が期待し得るかどうかといった点が、もう一つの大きな柱かと思えます。

これにつきましては、トラックレコードでありますとか、テナントのレントロール等によりまして、投資家がリターンがあるかどうかを判断するための基礎となる情報が必要ではないかということでもあります。

それから、補論と掲げておりますが、上の点は今既に稼働している不動産についても言える点かと思えますが、更に開発型案件の場合には、それに加えてどういう情報の開示が必要かということで、まず考えられますのは、不動産のテナント等につきましてはこれからのこととなりますので、より綿密な市場動向調査による収益予測が必要ではないかということと、それから、特にプライベートファンド等の場合には3～5年というタームで動いていることが多いということがございますので、出口の物件売却戦略については投資家にとって重要な項目ではないかということで、ここに掲げさせていただいております。以上が、論点4であります。

14 ページがその参考でありますけれども、不動産投資におけますデューデリジェンスの項目につきまして、これは出典は右下にありますように不動産証券化協会のハンドブックから引用しておりますが、通常デューデリジェンスとしてはこのような調査項目についての調査が行われているということで、ここに参考として掲げさせていただいております。

15 ページにまいりまして、また別の新たな論点で、5番目の論点であります。このような情報について説明を行うべき主体、その説明の責任を担うべき主体は誰がふさわしいかということがございます。一つ考えられますのは、その内容であります不動産に固有の特性、そういう情報を扱うということで主体を考えるべきではないかということで、ここでは参考としまして宅地建物取引主任者の業務を掲げております。

それから、もう一つの論点といたしましては、仮に投資の対象不動産の開発運営に携わっている者がいた場合に、この者をどのように取り扱うべきかといった論点であります。



こういう開発を行ったものと投資商品の販売を行った者が、例えば、証券取引の世界では原則であります製販分離といったものを厳密にそこでは適用しているわけでございますけれども、不動産の場合どうなのだろうかといった論点であります。

参考に掲げておりますのは、今あります不動産特定共同事業法の業務管理者の業務であります。ここにありますのは前の3つが契約締結時とか契約成立前における業務管理者の業務であります。同じ業務管理者が契約を締結した後、運用段階になりましても財産管理の報告を業務として担っていることを御紹介しております。

16 ページにまいりまして、論点6でございますが、不動産の適正管理についてどのように担保するかということでございます。下の表にありますように、これは理念的にこの不動産の管理・運用がどのようになっているかということでございますけれども、所有している投資家からアセットマネージャーがいて、不動産の管理部門に入ると統括するプロパティマネジメントの会社がある。それから、更に、施設管理であるとか営業・仲介管理とか工事の管理等のマネジメントの改正があって、更にそれを受けて、メンテナンス等あるいは仲介等の専門業務があるということでもあります。

そこで、この統括的なプロパティマネジメントの会社につきましては、投資家に対しての責任を負っているということではありますが、上の留意点のところの一つ金融商品における運用の概念、これは通常ポートフォリオの管理というような意味かと思いますが、不動産投資における運用というのは、不動産の売買・賃貸あるいは適切な管理ということで、概念が異なることを留意する必要があるのではないかとということでもあります。

17 ページにまいりますが、この論点6をもう一回まとめてみますと、統括している会社というのは、管理状況についてのレポートとかコンプライアンス等高い専門性あるいは判断の適正性が必要とされるのではないかとことがまず第1点。

これに対しまして、専門会社が行う日常的な管理業務については、どのようにとらえるべきか。

それから、6-3としまして投資家あるいは利害を代表するアセットマネジメントの会社に対する不動産の管理責任を全うする体制は、どのような体制が効果的かという論点であります。

最後に 18 ページであります。最後の論点7であります。これはプロ・アマの投資家特性に応じた枠組みについてということでもあります。プロに対しては、プロ・プロ間の取引によって自由な商品開発がなされて、これが良質な不動産ストックの形成にもつながり得るということが考えられようかと思ひまして、そのような場合には投資家保護ルールに

つきまして、プロとアマチュアとの合理的な差異に着目した差異を設けることも考えるべきではないかといった論点であります。

それから、更にプロ・プロ間におきましても運用段階になった場合には、資金提供後の運用状況のモニタリングをどのように担保すべきかといった論点を掲げさせていただいております。

最後に、もう一回政策課題の表にお戻りいただきまして、今御説明いたしましたのが右側の主要な政策テーマの一番上の四角であります。その下で「中長期的には」ということで、ここで考えておりますのは市場が成熟してくると、更に年金等のプレーヤーの拡大が予想されるのではないか。そのときに必要となってくるような関連サービスの在り方あるいは情報インフラ等の整備の在り方について、中長期的に検討していただければと。

それから、もう一つは、制度変更リスクということで、これは例えば、開発プロジェクト等で長期的にプロジェクトを検討してまいった場合に、これに新たな土地利用の規制とか規制がかかわってくるようなことが予想されるわけなんですけれども、それは実際にそのプロジェクトから見ると、別の意味のリスクになります。このようなリスクについて、どのような緩和の手法が考えられるかといった点についても、政策課題の視野に入れていただきまして、今後、中長期的に御検討いただければと思っております。

資料の説明は以上でございます。

○平井部会長 ありがとうございます。

なかなか難しい問題が出ておりますが、ただいまの説明に対する御質問・御意見等がございましたら、それから、論点として7つ挙げられておりますが、これ以外に重要な論点が抜けていないかどうか等につきましても御意見をいただければと思います。いかがでございますでしょうか。

○濱口委員 私は、一応このメンバーの中では年金の意見を述べるということで言いますと、先ほど御説明いただいた中で何となく近いところ、年金の不動産投資ということで直面している問題に近いところはあるんですが、少し我々の年金の立場から見て、まさにここが問題である、この辺が論点であるということが必ずしも入っていないような気がするので、その辺を論点に含めていただきたいと思います。具体的には今の市場の動き、Jリートとかもしくは私募のファンドですか、非常に盛り上がってきておるんですが、残念ながら、そこにはいわゆる年金基金のお金というのはかなり限定的にしか入っていない。御存じのように、いわゆる企業年金で今全体で50兆円とか60兆円ですか、公的年金も合わせると100兆円以上の運用資産があるんですが、もともと規制があるときには5332と

いって不動産はコアの資産になっていたわけですがけれども、バブル崩壊でかなり傷んで、最近の不動産投資の活性化の流れにいま一つ立ち遅れている。欧米の一般の年金ですと、少なくとも5%ぐらい、平均的に10%、多いところで20%程度不動産に投資しているのがごく当たり前の状況でして、そういう意味では日本の年金の規模ですと、少なくとも5兆円、10兆円場合によっては20兆円ぐらいの投資の可能性があるわけですが、今現在は年金自身のお金というのはほとんど、リートにしてもファンドにしてもかなり限定的にしか入っていない。

年金財政の非常に苦しい状況はあったので、非常に保守的になっているのかということ、そんなことは全然なくて、御存じのように、日本の年金でも一般にはリスクが多いと言われていてヘッジファンドなどに大変活発に投資をしている。安定的な利回りを追求できる不動産に必ずしも積極的に取り組めていない理由が、私を見る限り幾つもあります。年金というのは説明責任を負った、受託者責任を負った資金なわけですが、その観点からすると、今の金融資産としての不動産投資市場の仕組みに幾つか問題点があると思っております、できればこの場でどの辺に問題があるのか、もしくはそこをどう解きほぐしていけば、より年金が積極的に参入できるのかという辺りを議論いただければと思います。

例えば、今の市場の証券化商品は、いずれもかなりの部分が借入れに基づくレバレッジを掛けた商品が多いんですが、年金の立場にすればそういうレバレッジというのは必ずしも必要ないわけで、本来不動産に年金が求めるべき商品というのは少し違うところにあると思います。ところが、それとは違うレバレッジがきいたところで、個人とかもしくは地銀のお金などがどんどん入っているというのは、必ずしも不動産の投資市場としては、あえて言いますと、健全な形ではないのではないかという気もしますので、年金の投資によって本来の不動産投資の在り方、そういうものが回復するように一部参入障壁とか、規制の問題もあると思うんですが、その辺が早急に解決されればなと思っております。

○平井部会長 ありがとうございます。

年金資金がなぜ流入しにくいだろうかという原因について、いずれまたここで御意見を述べていただければと思います。

ほかに何か。

○石澤委員 今の論点の整理をお伺いいたしますと、不動産の投資は恐らく不動産市場と金融市場と両方にまたがる場所があると思うんですが、今日のお話ですと恐らく不動産マーケットそのものに掛かるお話が中心で、金融商品としての側面というのは、なかなか検討の対象となりにくいところがあるのかもしれませんが、私がふだん接しており

ます仕事の範囲内から申し上げますと、今、足元に関して言うならば、実物不動産マーケットに関する懸念は実はそれほど大きくはないと。例えば、先ほどのイールドスプレッドの問題でありますとか、あるいはリートの名前を語ったいろいろな商品の問題でありますとか、どちらかといいますと金融商品としての側面の方にかなり大きな問題があるのではないかと考えております。したがって、もし可能であるならばですが、そういう金融の分野に対する問題提起といいますか、そういう提言といったものができれば、よりよいのではないかと考えます。

それから、2つ目であります。これはうまく議論がかみ合わないかもしれないんですけども、今、不動産投資といいますと非常に限定的なマーケットだけを指しているような気がいたしますけれども、例えば、これは個人が持ち家を買ったと、これも不動産投資であることには変わりがないわけです。ですから、例えば将来的には持ち家を担保にして融資を受ける、例えばリバースモーゲージのような制度、そういったものにいろいろな不動産投資が発展すれば、例えば、そういう高齢化社会を投資商品市場で支えるといった形に発展することも可能なのではないかと考えます。そういう、今、不動産投資と認識されていないところに対する不動産投資の応用の可能性、そういうものもし可能であれば検討課題に含まればより豊かな内容になるのではないかと、このように考えます。

以上でございます。

○平井部会長 ありがとうございます。

金融商品一般との関連で、この問題提起の背後にあるのは、金融商品一般に不動産投資は解消されないのではないかと、不動産の特性はどこまでも残っているのだから、それをどう救い出すのかという、そこにあるような気が私はちょっとしてしまっていて、金融商品一般の中で位置付けられていいのかわからないという問題意識があるように思うんですね。ですから、あるいは今、石澤さんのおっしゃった金融商品一般に対する問題提起というのはまさに整合的だと思いますが、むしろ金融商品が主であってというような発想と少し違うような気がいたしますけれども、その点はまたいろいろ御意見をいただければと思います。ありがとうございました。

ほかにどうぞ。

○土田委員 4ページにあります私募市場の盛隆による一般投資家への影響ということで、ここで1つ被害が出たという事例が出ております。これは、多分個人の投資家がかなりのお金をつぎ込んだのではないかと思いますので、この辺の被害の内容とかどのくらいの被害額であったか、具体的にどういう販売方法をとったのか、その辺がもうちょっと詳細に

わかれば、多分この辺はフィードバックできればいろいろなところにかかわってくるかと思しますので、できればその辺の情報も是非いただきたいと思います。

以上です。

○平井部会長 ありがとうございます。

何か資料は調査して、可能ですか。

○松脇課長 昨年あった事例と聞いておりますけれども、またちょっと調査いたしまして御報告申し上げたいと思います。

○平井部会長 よろしく願いいたします。

ほかには何かございましょうか。

○渋谷委員 私の方からは、これは投資資料ということで不動産の投資資料というと、需要化と供給と両方ということがあるんですが、私が見るところこのリート市場とか私募ファンドも、ある意味では当初心配していたよりも比較的順調に、今まではいろいろな要因がありますけれども、成長してきているなという実感を持っているんですが、逆にここへ来て若干胸突き八丁の状態にあるという中で、むしろ供給側の投資をする投資家サイドはいろいろニーズがあるんですが、むしろ案件を提供するサイド、物件をつくって開発していくサイドがもう少し積極的にそういうものをつくって、マーケットに出していくというインセンティブとか、そういうところももう少し議論していかないと、こういう市場の中では順調にきちんとした形で成長していくというのはなかなか難しいのではないかという実感を持っておりまして、ちょっと投資家サイドということではありますけれども、むしろそういう部分も議論をしていただけたらいかかと思っております。

○平井部会長 ありがとうございます。

今の御指摘は、この論点がやや投資者保護に傾いているので、むしろ供給する側の方で、供給しやすいようなことをもう少し考えてほしいという御指摘ですね。ありがとうございました。

ほかにはいかがですか。

○田村委員 先ほども投資家の被害ということが出ましたけれども、投資家と言った場合にどういう属性の投資家かというのが大変重要だと思っております、ここ5～6年の不動産市場が資本市場と結びついた、端的にはリートなどの市場では確かに個人の投資家さんもたくさんいるわけですが、それ以外は例えば、私募ファンドの場合はほとんどプロだと認識しております。ただ、そういった過程を経て、これからはプロの投資家だけではなくて、むしろ個人の投資家もリートだけではない形態で参入するということが想定される

と思うんですね。そのときに、投資家保護を根拠付ける法制というのが、意外に複雑でございまして、リートであれば証券取引法、不動産特定共同事業法、現物の場合と、それから、先ほど信託受益権の取引が拡大しているという話がありましたが、これは今度は信託業法による開示、更には金融商品販売法、消費者保護法といういろいろな分野にわたっております。最終的には運用財産というのは不動産ということで共通のくくりがあるわけですが、商品の形態によっていろいろな分野にわたっております。更には投資サービス法というものが入ってきますと、非常にわかりにくいと。どれを根拠に守られているのが意外にちょっと複雑になってきたというのが正直なところです。

○平井部会長 ありがとうございます。

そういう意味でも難しいですね。これはあるいは具体的に法制化する際の問題点なのかもしれないけれども、現在の解釈分としても十分に考えておかなければならない問題で、大変重要な御指摘かと思えます。ありがとうございます。

○岩沙委員 私は、不動産協会と証券化協会の理事長の立場でコメントしたいと思うんですが、今日御説明がありましたように、非常に不動産がパラダイム転換いたしまして、金融資本市場と融合した新しい投資市場が今、形成されているわけでありますが、供給サイド、それから、利用者サイド、それから、投資家サイドとこの3方向がそれぞれ十分円滑に市場で議論していかなければいけない、満足をしていかなければいけないという構造にあるのではないかと思います。

そういう中で、不動産業というのは不動産に関する付加価値を基本的には創出して、魅力的な都市づくりや良好な住宅ストックの形成ということを通じて、国民経済の発展に大きな役割を果たしていかなければいけないということで、今日の説明にもその辺は触れられておりました。ですから、国民経済的にこの市場を発展させるということは、日本経済の景気回復、経済発展を確固としたものにするためにも非常に重要ではないかと思います。

そういう意味では、投資家に本当にそういうことを通じて優良な投資機会を提供しているということから、この部会はこれから活動していくわけですが、投資家の種類については、先ほどの田村委員からもいろいろ御指摘がありましたので、それぞれの投資家によってプロの投資家と個人の投資家というのは、やはりいろいろな意味でとらえ方が違って来るのだらうと思いますので、その辺は投資家の属性に応じた議論というか、論点整理、問題点整理、課題整理も必要かと思えます。

一方では、今日の説明は、我々委員側の言わば基礎知識が非常にレベルが高いという前提で、投資サービス法というのはどういうもので、それが今日示されました不動産の特性

との絡みの中で何が問題かということを一応レビューされておりますけれども、もう少し不動産投資サービス法と我々が本当にそこでどういう投資家、特に個人投資家という視点を第一に挙げるべきではないかと私は思うんです。個人投資家に安心して投資していただけるようになれば、機関投資家は当然満足するレベルになると私は思うんですけれども、そういう観点で次回でも結構ですが、現在そういったいわゆる個人の金融商品に対する投資というものを包括的にいろいろな規制、または保護していこうという投資サービス法との絡みの中で、我々としてはどうとらえたらいいかという辺りを御説明いただけるといいのかなと思います。それを踏まえて今日示された解説等も踏まえて、我々としては意味のある議論を今後していきたいと思います。

以上です。

○平井部会長 ありがとうございます。

今のはよろしゅうございますか。次回までに何か御質問に対応できるような。

○松脇課長 投資サービス法の方も御案内のとおり金融審議会の方で並行して今、審議を進めておまして、事務的にはいろいろと金融庁の方とも話をしております。どこまでのものが向こうで出てくるのかというのはまだわからないところもありますけれども、今の御指摘の趣旨を踏まえまして、やはり大事なのは先ほどの田村委員のお話にもさまざまな投資家保護の枠組みの中で今後、これから投資サービス法の枠組みがどうなってくるのかということがこの検討には大事な点でございますので、できる範囲で御説明申し上げていきたいと思います。

○平井部会長 岩沙委員、どうもありがとうございます。

ほかにございますか。

○井出委員 ありがとうございます。事務局の方で用意していただいた不動産投資固有のリスクという部分ですけれども、拝見しておりますとやはり伝統的な直接の不動産投資という側面がすごく強いと感じます。そもそも不動産投資というふうになってまいりますと、まさに仕組みの部分でさまざまなリスクの違いからいろいろな形態が違ってくると思います。昨今起きておりますいろいろなトラブルも、そういう仕組みの部分で発生しているということもありますので、実はその仕組みの部分も非常に重要だということをも整理していただきたいです。それから、情報開示が非常にキーポイントになるということもわかるのですが、今後はさまざまなタイプの金融商品に近いようなものができてくると思います。そして、流通市場なども整備されてくるような段階になりますと、宅建業法で言っているようなまさに個人の投資家を買うときにその場で説明するというやり方は、ちょっと困難

で、やっていけないような時代が必ず来ると考えております。そういったときに、情報開示の項目もそうですけれども、どの段階でどういった方にするのかということと、最終的に誰が情報開示を行っていくのかという部分で、不動産特定事業法のように、宅建業者のような特定の方だけに責任を加重に負わせてしまうというのは明らかに無理があるかなと思ひまして、最終的に誰が説明責任などを負うのかという開示のおおもとの部分をきっちり整理していただきたい。そこから派生していろいろな各段階の取引の区分に応じて、そこから一般の投資家の方がフォローアップも含めまして情報を適切に収集することができるという仕組みができていくと思ひますので、最終的にどこが情報開示の責任を負うのかというところをきっちりとらえていただきたいと考えております。

○平井部会長 ありがとうございます。

後半の御意見は大変よくわかったんですが、ちょっと私の能力不足で、仕組みの部分というのがよくわからなかったんですが、具体的には例えばこの説明ではどのようなことが欠けているということですか。

○井出委員 前半の部分ですか。さまざまなスキームがありまして、従来の私的にまさに投資の物件が予めわかっている、それをいろいろテナントその他情報を提供して小口のような形で投資するという場合もありますし、SPCのように別の仕組みをつくって、またそこにいろいろな方たちが入って、そこで別の商品ができ上がっていくなどいろいろなパターンがあります。そうすると、やはり間にいろいろな方が入ってくることで、責任の所在ですとか情報提供のやり方がかなり違ってくると考えておひまして、その部分もある意味では不動産投資と言ひながら、実は先ほどお話が出ておりました金融商品としての特性みたいなものも出てきます。そういったところもとらえていかないと、従来のフェース・トゥ・フェースに近いタイプしか考えていないと、今後多分そういった複雑なスキームの中で誰が責任を取るのかというところが不明確になってきてしまう。取引の契約の成立すら非常に認定がしがたいような、そういった部分になってきますと、やはり従来の伝統的な考え方では立ち行かないのかなと思ひております。

○平井部会長 どうもありがとうございます。こちらの方でかえってお尋ねをして申し訳ありませんでした。

ほかにございますか。

○伊藤委員 いろいろな不動産の証券化の制度が整備されて今日に至っているわけなんです、現在、今後議論していこうということと言うと、制度間のバランスであるとか、金融制度をある程度共通概念にしつつも、横串を入れたような制度整備をしていかなければ



いけないでしょうという議論が、当然この中にも盛り込まれているような気がするんですが、一方で、5～7年ぐらい前に、まだ市場がなかったころ、不動産の投資市場をつくろうよと言っていたころから今現在を比較して、実はできていないものもまだあるんじゃないのという部分も忘れてはいけないのかなと思うんです。つまり、不動産そのものを証券化しなくても、不動産に付随するものを証券化することで、結果として不動産市場にお金流れ込むという仕組みがつくれるならば、それでも目的は達することができるはずだろうと。そうやって広く考えてみると、もっと証券化しなくてはいけないのにできていないものがあるんじゃないだろうかという視点も、今後は忘れてはいけないんじゃないかと個人的には思っております。

具体的なものというのはなかなか浮かばないんですけども、昔あった議論でまだ実現していないもので言うと、例えば賃料、将来賃料債権の譲渡、一括譲渡というのは、破産法の絡みもあってなかなか証券化できないよねという議論は昔からありました。でも、本当にこれを賃料債権の譲渡を証券化のスタイルでやることができると、実はキャッシュフローそのものだけの証券化というものも実現することができるじゃないかというようなことになって、不動産そのものができなくても意味があるのかもしれないという意味で、それは一つの事例として今お話しさせていただきましたが、それ以外にも、まだまだ5年前、7年前にいろいろやろうよ、市場をつくろうよと言っていたころの気持ちを忘れないで、抜け落としてきたものはないかなというような観点、これは持っていたいなという気がするんですけども。

○平井部会長 ありがとうございます。重要な御指摘だと思います。

杉本委員、どうぞ。

○杉本委員 不動産の証券化ということに関しまして、私どもでは日々実務上いろいろなヴィークルの管理をさせていただいております。そういうところから見ると、資料の1ページにSPCその他と書いてありますが、このSPCというのは資産流動化法のSPCという意味だと思うんですね。その他というのはそれ以外のヴィークルということなんでしょう。これで見ますと、その他のヴィークルの方が資産流動化法の4倍と書いてあるんですが、実際にはもっともっと多くのパターンのもので流動化法以外でできているように感じております。

私が思うには、ほかの商品に比べてJリートの不動産に関する開示というのはかなりすぐれているんじゃないかと思えます。例えば、有価証券を扱う投資信託などに比べますと、Jリートの開示の方がはるかに詳細ですし、個々の銘柄といいますか不動産の売買とか利

回りまで全部開示されている。そういうことが恐らく評価されて、今の資金流入という現象が生じていると思います。

ところが、Jリートはその意味では不動産を持っていて、その開示が相当されているんですが、その他のヴィークルの中には、そういう法律の規制がほとんど掛かっていない部分というものもあります。これはちょっと不動産じゃないかもしれませんが、つい最近話題になった平成電電が民事再生の申請申立てをしたんですが、その関連のものが証券化している事例というのは、どの規制法も掛かっていないんですね。そういう意味で、相当濃淡があるなという感じがしております。

もう一つリートを扱っていて感じるのは、不動産の証券化したものについてはリスクがあるとよく言われるんですが、不動産を保有しているものについては、不動産そのもののリスクが反映するのは当然なんですけれども、特に投資法人のような比較的単純なものについては、仕組み上のリスクは意外と少ないんじゃないかなと思います。逆に、仕組み上のリスクが相当あるような不動産のようなハードアセットではないものを組み込んだものが、なぜか非開示になっており、ねじれ現象が起きております。複雑なものほどなぜか開示されていない。不動産そのものではなくて、金融資産やデリバティブ化している資産を組み込むようなものもあるんですが、そういうものは専門家から見ても非常に難しいんです。そういうものに限ってなぜか開示されていないという実態があるような気がしております。そういう意味では、不動産の証券化一般としては仕組み上のリスクは少ないものの不動産自体には特に証券化対象資産として非常に際立った特性があるものですから、これについて包括的、横断的なディスクロージャーのルールというのがどうしても必要ではないかと常々感じております。

以上です。

○平井部会長 ありがとうございます。

大体御出席の委員すべてから御意見を賜りましたが、活発に議論していただきまして、ありがとうございます。何か追加的・補足的に御発言がございましたらお伺いいたしますが、よろしゅうございましょうか。

特に御意見がなければ、今日の御意見を少し整理いたしまして、その際、個人的にもう一遍事務局の方からになると思いますが、お伺いすることもあるかと思いますが、論点整理をして次回の議題としたいと思います。次回はそういう整理した論点につきまして、掘り下げた議論をお願いしたいと思います。

特に御発言がなければ、事務局の方に次回以降の予定を発表してもらいますが、よろし

ゆうございましょうか。それでは、お願いいたします。

○松脇課長 それでは、ただいまいただきました御意見を参考にいたしまして、また次回以降の資料等を作成してまいりたいと思いますけれども、また個別に御発言いただいた先生方にむしろいろいろお聞きしたいこともありますので、またその節はよろしくお願いいたします。

今後の開催予定に関しましては、先ほど部会設置の資料で御説明いたしましたとおり、年内はあと2回の開催をお願い申し上げているところであります。そこで、事務局から事前に皆様方の御予定を確認させていただきましたところ、第2回の11月につきましては18日金曜日の午後が、御都合の悪い方もいらっしゃるんですけども、比較的多くの方々か御参加いただけるようでしたので、本日のところ第2回目は11月18日金曜日の午後に第2回の開催をお願い申し上げたいと思っております。御都合の悪かった委員の方には大変申し訳ないと思うんですけども、比較的そこが多かったということでございます。

12月につきましては、現在12月7日水曜日から9日金曜日までの間で、皆様の御都合を確認させていただいているところでございますので、これにつきましても後日開催日が決定いたしましたら、各委員に御連絡させていただければと存じておりますけれども、部会長初め皆様の御了解いただければと存じますが、いかがでございましょうか。

○平井部会長 いかがでしょうか。差し当たり第2回ですが、11月18日の午後というのはいかがでございましょうか。これは時間はまだ決められないですね。

○松脇課長 はい。時間はこれからなんですが。

○平井部会長 午後で決定させていただいてよろしゅうございましょうか。

(「異議なし」と声あり)

○平井部会長 ありがとうございます。それでは、次回は11月18日金曜日の午後、時間はまだ流動的だということで御了解をいただければと思います。

それでは、本日の不動産部会は以上で閉会といたします。ありがとうございます。