

社会資本整備審議会産業分科会 第13回不動産部会

平成19年3月23日(金)

【松脇課長】 おはようございます。それでは、定刻となりましたので、まだお見えでない先生もいらっしゃいますけれども、ただいまから、社会資本整備審議会産業分科会第13回不動産部会を開催いたします。

本日の会議は、前回までと同様マスコミの取材がありますので、よろしくお願いたします。

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して、まことにありがとうございます。事務局として進行を務めさせていただきます、不動産課長の松脇達朗です。よろしくお願いたします。

本日は、岩沙委員、伊藤臨時委員、岩原臨時委員、渋谷臨時委員、福士臨時委員が所用のため欠席となりました。まだ櫻川委員がご到着ではありませんけれども、ご出席のご返事をいただいておりますので、社会資本整備審議会令第9条の規定により、3分の1以上の委員及び臨時委員のご出席がありますので、本部会が定足数に達しておりますことをまずもってご報告させていただきます。

前回の2月23日には、投資家支援サービスのあり方、それから、プロパティマネジメントのあり方につきましてご審議いただきました。本日は、前回の部会に引き続きまして、両テーマを中心にご審議いただきまして、その上で、次回、4月には、第1次答申以降の審議を踏まえて第2次答申としてお取りまとめいただきたいと考えておりますので、よろしくお願申し上げます。

続きまして、本日の資料の確認をさせていただきます。まず、事務局から論点メモ、それから、参考資料をご用意させていただいております。また、本日も欠席の福士委員からプロパティマネジメントに関する意見書が提出されております。資料の欠落がございましたらお願いたします。よろしいでしょうか。

それでは、議事に入らせていただきますので、議事進行につきましては、平井部会長にお願申し上げます。平井部会長、よろしくお願申し上げます。

【平井部会長】 部会長の平井でございます。どうぞよろしくお願いたします。

本日は、お忙しいところ、ご出席をいただきまして、まことにありがとうございました。

今、事務局から説明がありましたけれども、本日は、前回のテーマでもあります投資家支援サービスのあり方及びプロパティマネジメントのあり方を中心にご審議をいただきたいと思います。本日は、やや詳しい論点メモ、現状と方向性とに分けたやや詳しい論点メモが出ておりますが、それをまずご説明いただいて、その後にご意見をちょうだいと思います。もちろん論点メモに即したご意見でも結構でございますし、必ずしもこれにとらわれる必要はないかと思います。本日も、基本的には、前回と同じくフリーディスカッションの形式で進めたいと思います。それでは、事務局から、ご説明をお願いいたします。どうぞよろしくお願いいたします。

【松脇課長】 それでは、座ったままでご説明をさせていただきます。

今、部長がおっしゃいましたように、この論点メモのほうがその答申の原案になる形ですので、これを時間をとってご説明したいと思いますが、まずは、参考資料のほうでご説明させていただきたいと思います。

参考資料をお開きいただきまして、1ページからですけれども、前回、いろいろ各委員からご指摘とかご教示をいただきまして、それをもとに我々が勉強してまとめたものがございます。もしまた理解が違っておりましたらご指摘いただきたいと思うのですが、まず、1ページからのものは、情報開示項目につきましてばらつきがあるのではないかというようなご指摘、石澤委員あるいは杉本委員からもご教示いただきました。それをもとに我々は勉強したのですけれども、まず1ページは、私ども、国土交通省の中の土地・水資源局が、現在既に不動産鑑定につきましての評価基準の見直しの検討をしております、この上のところに書いてありますけれども、その定義について詳しく中身を定めようというようなことの検討をしております。

個別のものは、ちょっとここで説明は省略させていただきますが、2ページは、それに続きまして、その鑑定評価基準の実務指針ということで今検討を進めているところであります、これを踏まえて、2ページの下のところですが、今後、リートの開示書類の収益費用項目の定義についても統一化に向かっていくのではないかと考えております。

それから、3ページに参りまして、ここからは、キャップレートに関しましても、直接還元法とか、DCF法、それぞれその指標についてばらつきがあるのではないかというようなご指摘をいただきました。この3ページは、野村不動産レジデンシャルの目論見書の表でありますけれども、こんな形で開示されているわけなんです、4ページに参ります

と、ここで、先ほどと同じ不動産鑑定評価基準の、今、改正の見直しの中で、その還元利回り、あるいは割引率についての説明をすると、それに加えて、それを求める過程とかその理由、経済事情の変動の可能性、具体的に検証した事例、論理的な整合性を明確にしつつ鑑定評価報告書に記載しなければならないというような方向で、今、検討がなされております。

ということで、結論的には、4ページの下のところにありますように、リートの開示書類においても、還元利回り、割引率の算出過程を記載していくことになると考えられるということ等を書いております。

次に、5ページに参りまして、これも石澤委員から前回ご指摘がありましたけれども、最近、PMLという予想最大損失率という、大きな地震が起きたときの損失の率について更新されている例が続いているというお話がありまして、私どもが見ましたら、確かに昨年の11月ぐらいからこのPML値の変更を発表した投資法人が幾つかございました。6ページはその1つの例でございますけれども、こういうような変更のプレスリリースがなされております。

その要因としては、7ページなんですけれども、これも同じプレスリリースの中からはなんですが、そのPML値をそのエンジニアリング・レポートしております会社イー・アール・エス、それから応用アール・エム・エス、両社において、地震リスク分析の評価手法を変更したと。1つは、地震危険度の評価を最新の予測・知見に基づくように変更したと。それから、建物の損傷評価を建物と地盤の特性をより考慮できる分析手法に変更したというようなことがここでプレスリリースされております。

8ページは、その中で、これは阪急リート投資法人の例ですけれども、ここでは、一番最後の行にありますように、ポートフォリオ全体では予想最大損失が減少した結果になっているんですけれども、その要因を分析しておりまして、真ん中の段にありますように、地震危険度評価の更新よりは、建物の脆弱性評価の更新での影響が出てきたということと、それで、その最後の3行のところにありますけれども、西日本地区の危険度増加というマイナス要因があったけれども、ポートフォリオに占める再調達価格比率の大きい物件のPMLが減少した影響により減少しましたというようなことの解説がございます。これは阪急リートの1つの例でありますけれども、そういうPMLの変化の要因についての説明が開示されているということをごここに掲げさせていただきました。

9ページに参りまして、今度はアスベストの関係でありますけれども、アスベストにつ

きましては、BELCA（ベルカ）という協会がガイドラインをつくっておられて、これは、前回は触れたかもしれませんが、ガイドラインの中で、事前に、事前情報の入手ということで、図面等を入手して、その中からポイントをマークして、現地調査、敷地環境調査ということですが、9ページの下段にありますように、アスベストとかアスベストを含む石綿が1980年ごろまでは吹きつけ材として使用されていた可能性が高いということで、同年代より前に施工された建築物については、安全側に判断することというようなガイドラインが定められているということでもあります。

10ページは、具体的にそのガイドラインに沿った形で調査を行った例を、イーアセット投資法人の例として掲げております。

11ページもこのプレスリリースにおいて、このガイドラインに沿った概況調査、サンプリング分析調査、大気汚染測定調査を行った例を掲げております。

12ページに参りまして、この情報開示につきましてのアメリカの例ということで、これは杉本委員にご教示いただきましたけれども、アメリカのNAREITが雑誌の『Real Estate Portfolio』という雑誌の中で、Best Practices(ベストプラクティス)という欄があって、ここでその情報開示についての解説、ガバナンスや情報開示のあるべき姿を一般投資家にわかるように簡略化して説明しているということで、右のほうに概要が書いてありますけれども、NAV (Net Asset Value・ネット・アセット・バリュー) の算出に当たって、必要な要素はこういうものがありますよと、それぞれの計算の方法はこういう形ですよというのを簡単に記載しております。さらに、その構成要素とか算出過程について開示している代表的な会社を幾つか会社名を公開しているということで、本文でいいますと、左の下のところの、「Some of the companies that have disclosed their NAV components and/or calculations include (サム・オブ・ザ・カンパニーズ・ザッツ・ハブ・ディスクローズド・ゼア・NAV・コンポーネンツ・アンド/オア・カリキュレーションズ・インクルード)」ということで、リンクを張る形で、こういう会社がNAVの構成要素とか算出過程について開示をしていますということで、ベストプラクティス的な形で紹介している例があるということでもあります。

それから、13ページに参りまして、今度は、ちょっと論点としては次の論点に入っていますけれども、ファンドの関係の問題で、1つは、公募型ファンドです。公募型ファンドの中でも、特にその二層構造を用いた例になりますと、ここでいうと上のRRレジデンシャルワン有限会社というのが親ファンドになって、下のRRレジデンシャルアルファ有

限会社というのが子ファンドなんですけれども、親ファンドに投資している投資家、その親ファンドの投資している先は子ファンドということになりますので、法律上の要件としては、これは14ページにもありますけれども、その子ファンドについて開示することで法律上は十分であるということになります。

ということなんですけれども、実際は、その子ファンドがどのような資産に投資しているかということを開示しませんが、開示というか、販売のときには説明しませんが売れないという事情もあるかと思うんですけれども、自発的に、これは有価証券報告書の中でありまして、下にありますような江戸川区の船堀にある物件について、こういう物件に子ファンドから投資がされていますという開示がなされているという例であります。法律上の求められたものを超えて、実際、売するためには自発的にこういうものを開示されている例がありますという例であります。

それから、15ページは、同じような情報開示の例ということですが、今度はその売買履歴についての開示ということです。これは、上の黄色の地のところに書いてあります、2行目にありますように、昨年の10月に東証の上場規程の特例の一部改正が行われました。この改正は、主として運用体制等に対する報告書ということを求めるものなんですけれども、その報告書は、主として利益相反取引への取り組み等を記載するというところで、その中で、投資対象物件の売買履歴も開示事項となったということになります。

下は、それを受けた実際のジャパンリアルエステイト投資法人の例ですが、上の山王グランドビルについて見ますと、その左側から2番目の欄のところで、その売買の経緯が書いてありまして、それから、2番目のところで前所有者ということで、前所有者が三菱地所株式会社であると。この会社は、資産運用会社の主要株主であるということ、その利害関係にあるということを示しているということになります。ただ、一応右側の留意事項ということで、1年を超えて所有している物件の場合にはその旨を明示して、前所有者とか、その取得価格の記載を省略することができるというのがこの東証の上場規程の規定になっておりますけれども、いずれにしても、原則としてこういう形で前所有者、利害関係があるかないかということを開示するように東証の規程として昨年から変わってきているということになります。

続いて、16ページに参りまして、ここがバーゼルⅡということで、前回の櫻川委員からご指摘いただきました新BIS規制のところをちょっと我々なりに勉強をさせていただきました。もし理解が間違っていたらまたご指摘いただきたいと思いますというんですけれども、バ

一ゼルⅡについては、この自己資本比率規制、基準のそのものは、例えば、国際統一基準適用行の8%、それは変わらないんですけども、そのリスクの見方をより精緻にするということで、3つの柱があるということで、最初については、最低所要自己資本比率を見る場合のそのリスクの計測を現行よりも精緻化すると。2番目が、今回の話に特に関係があると思うんですけども、金融機関の自己管理型のリスク管理ということで、その金融機関がみずから持っているデータをもとにそのリスクウェートをかけていくということについて、当局の承認を得た場合には、そういう自己管理型のリスク管理ができると。それについては、その監督機関の、その監督上の検証がなされると。それから、③は、市場規律ということで、これは、透明性ということと裏腹かと思えますけれども、そういう3つの柱、ピラーズがあるということがこのバーゼルⅡの柱かと思えます。

17のページに参りまして、その第2の柱であります自己管理型リスク管理に関連しまして、信用リスクの計算方法が一部変化したということで、左が現行規制ですけども、こういう類型に応じた一律のリスクウェートが課せられていますが、右側になりまして、今回、このリスク管理水準に応じて、金融機関のリスク管理基準に応じて3つの選択肢があると。1つは、スタンダードाइズド・アプローチ、標準的手法ということで、これは現行規制を一部修正したけれども、基本的には現行規制と同じものだと。真ん中と下が、これが内部格付を用いるということで、これについては、各銀行が有している行内格付を利用して借手手のリスクをより精密に反映していくということで、金融庁長官の承認を得た場合に、それぞれどこまでその内容のデータを用いるかによって、基礎的な手法と先進的手法は分かれますけれども、こういうことになっていると。

18ページに参りまして、そのうち、標準的手法、今の17ページの一番右の上の欄に当たります、今までと同じ標準的手法におけるファンドの取り扱いはどうなっているかということでありますが、ファンド内の資産構成を見通せる、ルックスルーできる場合には、不動産の取得または運用を目的とした事業に対する法人向け債権は100%ということでもありますけれども、下の欄になって、ルックスルーが難しい、けれども大枠が把握可能な場合には、下にありますように、要は、貸し付けているその資産の格付に応じまして、格付が下になるとリスクウェートが高まっていくということになっております。その一番下の証券化商品のうち無格付のものについては、自己資本控除ということになっておりまして、これは、国際統一基準適用行の場合、自己資本比率基準は8%から変わらないわけですけども、そうすると、0.08の逆数が12.5ということで、前回、櫻川委員がお

話しになった1, 250%ということがここになってくるわけです。

例1、例2がありますのは、そのファンドの中で、例えばその証券化商品が含まれていないということが明らかである場合には、その下の2つではないということが明らかになりますので、下から3つ目の、90日以上延滞債権の150%、これがすべてこれに当たるとして、150%のリスクウェートを不明部分に適用すると。さらに、その不良債権も含まれていないとなると、下から4つ目の100%というリスクウェートが不明部分に適用されるという考え方、これは標準的手法におけるファンドの取り扱いであります。

19ページは、その前の前のページの下2つの内部格付手法、インターナル・レイティング・ベイズド・アプローチ、IRBによる取り扱いの場合ということで、これは、そのルックスルーかどうかというところから始まりまして、そのファンドの中のものについて、どの程度そのリスクについて把握できるかによって、その把握の度合いが少なくなるにつれてだんだん下になって参りまして、最後にそのファンドに高リスク商品は含まれないということについて、いいえとなりますと、1,250%という、さっきの自己資本から控除されるということで、このリスクウェートが適用されるということでもあります。

全体として、このバーゼルⅡにおいては、バーゼルⅠと特にその自己資本比率が厳しくなっているとかそういうじゃないんですけれども、そのリスクウェートの見方が精緻になって、そのリスクについて、より感応度が高まってくるということなので、逆にいうと、その透明性についての意識は高まってくるということで、前回、櫻川委員がご指摘になったことについて、事務局もそこを確認させていただいたというところでございます。

次に、20ページに参りまして、もう一つの大きな話の、利害関係人との取引でございます。これにつきましても、実際に投資法人の中には、プレスリリースの中で自主的にその利害関係取引の情報開示をしている例があるということでもあります。

具体的に見てまいりますと、21ページの例は、これはジャパンリアルエステイトが交換先、交換を行いましたけれども、交換先が利害関係人であることを開示していると、そういう例であります。

それから、22ページにつきましては、その物件の交換に当たって、鑑定価格についてセカンドオピニオンを取得したということで、赤で書かれているところですがけれども、大和不動産鑑定株式会社による鑑定評価を得ておりましたけれども、中央不動産鑑定所よりセカンドオピニオンを取得しているということをプレスリリースの中で明らかにしている例であります。

23 ページは、これも交換先について、利害関係人であることを開示している例であります。

それから、24 ページは、交換先が利害関係人であるために、内規に従った意思決定プロセスを経たということで、そこにありますように、「なお本件交換取引については内規に従い、資産運用会社から事前に投資法人役員会にて報告を受けております」ということで、そのプロセスを開示しているという例であります。

それから、25 ページは、先ほどの例と同じように、セカンドオピニオンを取得したという例を掲げております。

26 ページは、譲渡先について、利害関係人になることを開示ということなんですが、これは、その利害関係人がその自主ルール上の利害関係者に該当するというものについて、それを開示しているという、そういう例であります。

それから、27 ページは、今度は、売買の売主のほうが利害関係人であるということを開示した例であります。

28 ページが、その売り主が利害関係人であるために、規程にのっとり意思決定プロセスを経て取得を決定しましたということで、その例であります。資産運用会社のコンプライアンス委員会等における審議・承認を得ておりますということの開示がなされている、その例であります。

ということで、ここまでの例で、その利害関係人の取引につきましては、こういうことで、幾つかの事例の中で、その利害関係者だということを明らかにしたり、その意思決定過程について明らかにしたり、セカンドオピニオンを取っているということをやっているというような例があるという例のご紹介であります。

29 ページは、また今度別の話題になってきますが、インデックスについてであります。インデックスについては、これは必要だということで総論的にはあると思うんですけども、アメリカの例で、前回ご紹介しませんでしたけれども、MIT にセンター・フォー・リアルエステートという不動産センターがございまして、ここが前回ご紹介したNCREIF からデータを入手して、それをさらに実際の取引価格に基づいたインデックス、トランザクション・ベイズド・インデックス、TBI (Transaction Based Index:TBI) というのを作成しております。

これはどういう意味があるかといいますと、下のグラフですけれども、このグラフの青い実線がこれは取引に基づいたインデックス、このMIT のセンターが出しているTBI

のもので、NCREIFのインデックスが破線なんですけれども、下降局面とか上昇局面をご覧になるとわかるとおりに、実際の取引をベースとしたインデックスのほうが先行する傾向がある。それは、鑑定のほうが後を追うという、逆に言うとそこだと思いますけれども。それからもう一つは、取引インデックスの方が、ボラティリティが大きいといったことがわかります。

それで、30ページになりますけれども、これは新聞報道が先だっただけでも、早稲田大学におきまして、国際不動産研究所というのが開設されるということで、私ども事務局で川口有一郎先生のところにもインタビューに行っていましたけれども、この国際不動産研究所においては、このインデックスも含めてインフラ整備について研究予定であるというようなことがございました。先ほどのMITとか、清華大学とか、シンガポール国立大学との提携も予定しているというようなことがありましたので、ご紹介させていただいております。

31ページに参りまして、インデックス作成機関への情報提供についてということで、前回以来、そのインデックスの必要性は認めても、なかなかその情報が出てこないというような話がありましたけれども、このグラフは、土地・水資源局が行った、前回も触れたアンケートなんですけれども、左側の濃い青と濃い赤といいますか、ここのところは、下にありますように、信頼できる機関であれば情報提供をしたいと答えたところ。それから、利害関係のない公的・中立的な機関であれば提供をしたいというアンケートの答えが4割ぐらいになっております。それから、その個別物件が特定されないのであれば情報提供しても構わないというものが2割強あるということでもあります。逆に、守秘義務等の問題から、いかなる場合でも情報提供をするのは難しいと答えたところも2割弱あるということがこのアンケートで出ております。

次に、32ページからまた別の話題になりますが、これは、金本先生から不動産コンサルティングの登録者等の基本的なデータについてご指摘がありました。前回、口頭だけでお答えいたしましたけれども、一応数字的にはこういうことで、まず、不動産コンサルティングの登録者については、現在2万7,021の業者が登録されております。それから、33ページに参りまして、ビル経営管理士のほうは2,706業者であります。

こういう業者が一体何をやっているのかということ、これが大事かと思うんですけれども、34ページで、これがその近代化センターがその申告を得たものなんですけど、まずちょっと数字が、これは正直いまして2,488ということで、さっきの2万7,000に

比べると1割弱からしか申告がないわけなんですけれども、その中で、どのような業務をやっているかを見ますと、これは、見やすいのが、その次の次のページの36ページが見やすいと思いますのでそちらをごらんいただきますと、棒グラフにしておりまして、高いのが左から3分の1ぐらいにあります、1,608となっております貸宅地とか貸家の整理といったところ。それから、右2つにあります相続の事前対策ということで、一般個人の方で、確かにこういったところというのは、専門家の意見を聞きたくなるのかなというふうに思いますけれども、こういったところを受けているのが多いと。それから、次に高い山になっておりますのが、左から3番目の定期借地権といったところでありまして。こういったことについて、2万7,000という母数から見るとちょっと少ないんですけれども、こういったところについてやって、それなりに消費者のニーズにこたえているコンサルティング登録者がいるんじゃないかなという、こういう印象を持っております。

37ページに参りまして、今度はビル経営管理士の登録者が活躍する分野ということなんですけれども、これも回答が174件ということでかなり低い回答率であります。これについては、ここにあるような不動産マーケットの調査等から保有不動産の運用評価・分析等が多くなっております。

39ページのところに参りまして、これがそのビル経営センター、このビル経営管理士の資格を実際運営しているセンターがこのビル経営管理士に求めている果たすべき役割ということなんです。要は、ビルオーナー、それからテナント両者にとって、サービス、両方がニーズとしているところについてこたえたサービスを提供していくというのがこのビル経営管理士の役割であるということを書いております。

40ページに参りまして、これも同じく、先ほどと同じアンケートなんですけれども、過去1年間どんな業務を行いましたかということで、ちょっとこれは、40ページで見ますと、その広義のPMと狭義のPMとありまして、狭義のPMは、ここにありますように、管理・運営業務そのものを行っているものなんです。広義のほうは、今の狭義のPMに加えてリーシング・マネジメント、それから、コンストラクション・マネジメントを行っているということなんです。次の41ページがそれをグラフにしてありますが、そういった意味では、その狭義のPMを行っているところが一番多くて、広義のPMを行っているというこのビル経営管理士が、次に多いということがあらわれております。これも全体の母数の中では回答者の割合がかなり少ないんですけれども、その中では、こういう結果が出ているということでもあります。

それから、42ページ以降は、サーティファイド・プロパティ・マネージャーというCPMの仕組みにつきまして、これは前回もご説明させていただきました。

最後に、45ページになりますけれども、地方における不動産証券化市場活性化事業ということで、これは、現在、国会でご審議いただいております19年度の予算案におきまして、国交省の予算の中に組み込まれておりまして、私どもの局と、それから土地・水資源局で共同でやっているんですが、趣旨は、地方都市において不動産の証券化というのは、地方経済の活性化とかこの効果が期待されるのだけれども、なかなか地方においては実績が乏しくしてノウハウが蓄積されていないということで、ここをどうしたらいいかということで、この事業をやりたいということでありまして。

1つは、その地方において、この証券化に取り組もうとする中小の不動産業者とか不動産鑑定士に対する講習を行う。その講習を行う者に対しまして、講師謝金等の補助を行うということが1つであります。

それから、実際に地方都市において、不動産の証券化を行いたいという手を挙げていただきまして、その課題を整理する。そこで専門家のアドバイス等を行うと。実際に、その中でファンドを組成してということになった場合には、社会実験として扱います。ファンドそのものについては、そのリスクはもちろんファンドの主体に負ってもらうわけなんですけれども、その専門家のアドバイス等を行って、さらにその結果を、モデル組成の過程を報告書としてまとめてもらう。その報告書の作成費については補助を行うということで、どのような問題点があったか。例えば、その契約書とかERとか鑑定評価についてこういう問題点があったというようなことについて、その検証結果を報告してもらって、それを公開していくというような仕組みを来年度の予算事業として考えております。これがご紹介であります。

以上が参考資料のご紹介でありまして、続いて、論点メモのほうをご説明させていただきます。

論点メモ、まず1番目の大きな柱が、情報提供のあり方ということでありまして、まず(1)のJリートにつきましては、その現状と課題の認識は、まず1つは、各投資法人がIR戦略上、有用な情報提供は既に行っている。さらに、不動産証券化協会等においては、データベース化して情報提供を行っているという、そのような動きもある。

ただ、課題としましては、今後は、その共通の尺度で比較できるようなことが重要であるということで、現在、NOIとかキャップレート、PML等の幾つかの重要な指標につ

いて計算方法にばらつきがあるという、そういう課題がある。

これに対する方向性としましては、基本的な認識としては、市場の拡大とともにこういったものについては、徐々に標準的なものに収れんされていくと予想されるというふうに考えております。

その上で、市場のニーズとか国際化に応じて迅速に見直しができるように、こういうルールについては、市場関係者によって、市場関係者みずからによって統一を図っていくことが基本ではないかということでもあります。したがって、NOI等については、Jリートの運用会社間においてその基準を策定すべきと考えられるがどうかということで、こういう提起になっております。当面、その中でもNOIとかキャップレート等については、定義や計算根拠を投資家にわかりやすく説明することが求められているのではないかと。

なお、そのARE S、不動産証券化協会のプロパティデータベースはわかりやすい形で情報提供されているので、今後、その提供内容の充実を図っていくべきと考えられるがどうかと。

それから、また、ということ、ベストプラクティス、先ほどのアメリカのNAREITの例がありましたけれども、それぞれの例も参考として、情報提供のベストプラクティスを示すような取り組みが効果的ではないかということ、これを方向性としてまとめてはどうかということでもあります。

2番目、3番目はファンドですけれども、2番目は、そのうちの公募型ファンドということで、現状と課題については、二層構造ファンドについては、親ファンドによる投資家への情報提供には、個々の物件情報の提供は法的には担保されていない。しかし、運用会社等の判断によって、有価証券報告書とか販売用資料の中で、投資対象不動産についての情報が提供されているものもある、そういう現状である。

方向性につきましては、現行の、もちろんこれは証取法とか金商法の法的担保があってその上でということですが、その上でさらにその子ファンドについての情報開示のような法的な義務づけということは、コストの上昇につながるのではないかと。ということですが、したがって、情報提供の充実を図るような業界の自主的な取り組みを促進する方が考えられるが、どうかと。

例えば、業界団体において、公募型商品に関するガイドラインを策定することを検討してはどうかということでもあります。

(3)に参りまして、私募型ファンドのことです。私募ファンドにつきましては、

この部会、前回もご議論があったところですが、基本的には投資のプロ向けの商品ということで、基本は市場の自律性にゆだねられるべきではないかと。ただ、プロ投資家にもさまざまなレベルがあるということがあります。

それから、3番目のぼつで、さらに新B I S規制との関係からも、情報開示を積極的に行っていくことが必要だと、そういうご指摘もいただいたところであります。

方向性としてしましては、私募ファンドの投資家には、これは前回ご指摘があったように、実際にはJリークの投資家と重なるものも多いということで、Jリークにおける開示内容というのが基本となるもので、Jリークの開示内容をわかりやすくするということが好影響を与えるのではないかと。

2番目のぼつとしてしまして、ファンドの運用社間において、自主的な情報開示に関するルールを定めるということも有効ではないかということをご掲げております。

(4)に参りまして、利害関係者との取引、これも大きな柱であります。現状の認識ですが、不動産投資市場が拡大する中で、不動産ファンドの性格も多様となっている。その中で、多様なファンド間の取引、例えば、スポンサー企業の開発型ファンドからアセットマネジメント会社のコア型ファンドへの取引など、そういったような取引も広がっておりまして、これらの取引については、利益相反の問題も内在し得るといった課題の認識であります。

方向性としてしましては、この利害関係者の利益相反取引について、一律に禁止するということは、これはできない。ここは1つ押さえた上で、その上で社内体制をどうするのか、情報開示やアカウンタビリティをどう果たすかという観点から対応すべきではないか。このため、運用会社や業界団体において、利害関係人との取引に関するガイドラインをつくるということが意義があるのではないかと。

また、先ほど資料の中にありましたけれども、取引価格の妥当性を説明する中で、不動産鑑定セカンドオピニオンを取得するような事例が既に見受けられますけれども、このような取り組みは積極的に評価できるのではないかと。先ほどのベストプラクティスということと同じ位置づけになるかと思っておりますけれども、そういうものを積極的に評価していくということはあるのではないかと。

それから、その不動産の売買履歴を開示するということにつきましても、東証基準により始まったところでありましてけれども、このような取り組みは評価できるものであって、さらに進めていくことが望ましいのではないかと。

さらに、現保有者がいかなるバリューアップを行ったか、わかりやすく投資開示しますという取り組みも有効ではないかということでもあります。

(5) としまして、エンジニアリング・レポート、ERとの関係でありますけれども、ERの重要性は、これは不動産の物的性状や価値を評価する上でこれは基本だということで、これは異論のないところかと思えます。ただ、一方で、ERの作成手法には現在ばらつきがあったり、それから参考の仕方、見方についても共通の理解がなかったりするということで、そこを課題として認識しております。

方向性としてしましては、BELCAという建築設備維持保全推進協会によって策定されたガイドラインがありますので、その活用、周知を図っていくということが1つあるであろうと。

それから、もう一つは、AM会社が投資家に対しての責任を果たす中でERの作成者を適正に評価するということが、これが基本の仕組みになるだろうということで、そのような前提に立った場合、AM業界とER作成者との間の情報交換の場の設定などが効果的ではないかと。ただ、こういう異なる業界の情報交換の場の設定については、例えば行政が一定の役割を果たすということも考えられるのではないかとことを掲げております。

それから、2番目になりまして、不動産投資インデックスの整備ということでもありますけれども、この投資インデックスが必要だということについても総論としては異論がないところかと思えます。生の情報に基づく高度な分析・研究が望まれる、特にインデックスの確立が必要だということでもあります。ただ、課題としてしましては、J-REIT市場以外では、なかなか情報が公表されないという課題がある。

方向性としてしましては、方向性の1番目は、今後の問題意識を書いておりますけれども、コア投資として位置づけられていくためには、市場において平均の率からどういうふうに分れているのかという把握が必要なので、インデックスは必要であろうと。

先ほどのアンケートのところを引いておりますけれども、現在、その2割強の機関投資家が個別物件が特定されなければ提供することに理解を示しているけれども、さらに、インデックス作成機関が公的・中立的な機関、信頼できる機関であれば提供するという機関投資家等も4割以上存在していることを考えると、中立的な機関が情報を集約し、インデックスを提供していくということが考えられるのではないかと。現在、一部の研究機関においては、国際的な連携も行いながらインデックスの作成に対して取り組んでいるということを見ると、こういう大学などの公的・中立的機関との連携も考えられるのではないかと。

このようなアカデミズムにおける国際的な不動産市場の研究に対して、業界団体、行政も協力するということが今後の市場の発展に対して寄与するのではないかという論点として掲げさせていただいております。

3番目に、不動産投資助言業であります。現状の認識としては、こういうサービスとしては、不動産投資の助言のサービスとしては、なかなか独立したものとしては成立しているとは言いがたくて、一方、個人投資家はそういうニーズを持っていても、なかなか誰にアクセスすればいいのかといったことがわからないといったことが指摘されているのではないかとあります。

方向性としまして、今後、やっぱり価値あるサービスには相応の対価を払うという考え方が浸透しつつある。行政として、最低限の投資家保護というのは、法令等で、これはもちろん現在も将来も担保するべきであると思っておりますけれども、例えば、その投資を行うに際して、きめ細かい専門家のアドバイスを対価を支払って受けると、そういう選択肢も用意することも、政策論としては必要性があるのではないかという認識を論点として掲げさせていただいております。

その中で、不動産投資助言業につきましては、不動流通近代化センター等によって一定の情報開示はなされておりますけれども、それをさらにわかりやすくしていくと。関連する民間資格制度も含めまして、さらにその業務実績、どのようなところに強い不動産コンサルティング技能登録者なのか、あるいは投資顧問業者なのかといったわかりやすい情報開示として検討を行ったり、それから、一方、そのネガティブ情報、勧告を受けたことがあるとか、そういったことの開示も今後環境整備として必要なのではないかとあります。

それから、その資格制度については進めているんですけども、資格を付与する当初だけではなくて、その後の継続的な研修ということで、職業倫理も含めた能力の維持・向上を図るための取り組みが必要なのではないかと。それが、さらにどのような研修を受けているということの開示も必要なのではないかとあります。

それから、総合的なサービスの展開ということで、金融商品全般への投資顧問とか、ローンアドバイザーのような業務との融合というのも考えられるのではないかと。

こういうことについて、認知や信頼を高めるために、関係する業界団体において、相談会の開催などに取り組むことは意義あるのではないかと掲げております。

4番目は、プロパティマネジメントのあり方ということで、このPMの業務が重要だと

ということについても、これは総論においては、全く異論がないところかと思えます。

方向性としましては、PM業者がみずから積極的にAM業者に対して企画提案できるような質の高い業務を提供していくことが求められる。そのためには、PM業者の業務実績とかが適正に評価されることが必要なので、市場によって業者実績とかネガティブ情報の開示を進めることが必要ではないか。

あわせて、PMに関連する民間資格団体においては、名簿の開示、実績の開示、研修歴などを開示するということが必要なのではないか。職業倫理も含めた能力水準の維持が必要ではないかということでもあります。

PM業の質を高める方策しまして、業の登録や関連する民間資格のあり方を含め、さらに検討ということで、業の登録につきましては、いろいろなご議論がありますので、さらに検討という形にしておきます。

ここで、福士委員から、きょう意見書が提出されておりますので、ちょっと私から触れたいと思うんですけども、福士委員は、以前、1回、意見陳述をこの場でもされましたけれども、ご主張といたしましては、このPMの業務が非常に大事であると。その中で、例えば、AM業者のみがPMの質を評価するということでは、公正性に欠ける可能性があるのではないかということをご指摘された上で、その公正性を保つために、その基準というのを、広く理解の得られる基準をつくる必要があるということでもあります。

その中で、人的要件が必要なだけでなく、この部会の資料にありますビル経営管理士もあるんですけども、それだけじゃなくて、これは事業用のものが中心だけでも、例えば、居住用資産についても不動産証券化のスキームが広がっておって、その中では、この全宅連の関係団体であります賃貸不動産管理業協会で行っております賃貸不動産管理士資格認定制度ということで、5,000人強の資格取得者もあります。さらに、現在、全宅連、全日、日管協というような関係団体が統一的な資格制度を検討しておりまして、そうすると、1万3,000人を超えるような統一資格者が認定されるということを掲げております。こういうような民間の団体の動きも踏まえた上で、公正かつ広く認知された基準が創設、明確化されることを望みますと、こういう意見書をいただいております。

この方向性につきましても、こういう民間団体、広く、ビル経営管理士だけということではもちろんございませんで、広くその民間団体の資格も踏まえた上で、その業の登録とか、関係する民間資格のあり方についてさらに検討をしていく必要があるのではないかと、いうことを案として掲げさせていただいております。

最後に、終わりのページになりますが、8ページになりますけれども、全体に関する事項ということで、けさ新聞で地価公示の発表がございましたけれども、16年ぶりの地価公示の上昇ということで、現在、大都市圏の不動産投資が牽引役となって日本の不動産投資市場というのは発展を遂げてきている。これがバブル崩壊後の我が国経済の停滞からの脱却に貢献してきたところでありましてけれども、今後も我が国の都市整備において良質な不動産を供給し、あわせて国際競争力を確保するためには、不動産投資の健全な発展が望まれるのではないかと。

その中の1つの課題は、その不動産投資が地方にも波及することが望まれるところなんですけれども、地方における民間の自立的な取り組みが必要ですが、ノウハウ等の蓄積が十分ないということで、今後、大都市・地方を通じて魅力ある不動産投資市場が日本において確立していくことが必要ではないかと。

方向性としては、そのためには、何よりも透明性、それから投資家にわかりやすいルールということが国際化時代における発展には不可欠である。それから、全体として、市場の規律にゆだねるということを基本としつつ、できるだけルールの共通化を図るという方向性を持つべきではないかと。その中で、具体的に情報開示とか、AMとPMとの関係とか、ERとの関係については、市場にゆだねることを基本とすべきであり、業界の自立的な取り組みの中でその横断的なルールについて取り組まなければならない訳ですが、その業界同士の情報交換、意思疎通の場について、行政が一定の役割を果たすことも考えられるのではないかと。

なお、ということで、先ほどの最後の参考資料の中でご説明しましたような、国土交通省における事業の実施についても、地方の自立的な取り組みを支援する事業として、今後の促進が期待されるかどうかというようなことを論点として掲げさせていただいております。

事務局からの説明は以上であります。

【平井部会長】 ありがとうございます。

それでは、自由にご意見等をいただくこととなりますが、ご質問もご意見も両方で結構でございますので、それから、対象も、論点メモと資料、双方についていただければと思います。

それから、後から事務局のほうでご説明があるかと思いますが、今回は、第2次答申案のまとめをすることになっておりまして、そのための原案が提出される予定になっており

ます。したがって、ご意見をいただく、自由な形でご意見をいただくのは、今回が一応最後ということになりますので、それを念頭に置きながら述べていただければと思います。

なお、論点メモに即してご意見を述べていただく際には、その箇所についてご指摘をいただければと思いますが、もちろんそれは論点メモに拘束するという、そういう意味ではございません。それでは、どうぞ、ご自由に。どうぞ、井出委員。

【井出委員】 済みません、ちょっと所用で先に退席させていただきます関係で、先に、一番最初に言わせていただきます。

論点メモの4ページの、セカンドオピニオンの、鑑定価格についてのセカンドオピニオンというところについて意見を述べさせていただきたいと思っています。

私、常々セカンドオピニオンを実施してほしいということを申し上げているのですが、今、資料を拝見させていただきまして、複数の幾つかの事例でセカンドオピニオンを実施して、妥当な価格であるというふうなことをいただいているというご紹介がありました。セカンドオピニオンを本当に機能させるための方法というのも実は重要で、ただ、形式的に違う人からオピニオンをもらったというだけではうまく機能しないというふうに考えています。

鑑定価格というのは、皆さん、ここにいる方はご存じだと思いますけれども、その鑑定評価書を見ましても非常に幅がありますよね。幾つかの方法で、いわゆる事例を用いて、大体幾らから幾らぐらい計算というのが価格の幅にあると考えられるので、中庸な価格として幾らだということを最終的に鑑定士の方が評価されるわけですが、そうすると、やはり幅が出てくるということが1つあると思います。そうしたときに、ですから、絶対的に幾らが正しいということをだれも言うことはできないと思うんですね。だから、鑑定士の方としては、このぐらいか、上限がこのぐらいで下限がこのぐらいだよというのが、やはり良心的な姿勢だというふうに私は考えております。

実態といたしまして、その幅の中でどこをとるのか。平均をとる方って多いんですけども、ただ、平均をとらなくてはいけないということはないわけで、鑑定士の同じ価格幅の中でも、最終的に幾らにするのかというのは、実は、そのプラスアルファの評価書にない部分というのが出てくるわけですね。ですから、そういうところがノウハウというべきか、経験というべきか、いろいろ批判も受けやすいところだというふうに考えております。

その、今の、私が資料で拝見したやりかたをしますと、例えば、どなたかが何か月前か

に鑑定を出されて、それを後で見て、それはいいですよという、そういう追認的なやり方というのは、あんまりセカンドオピニオンとしてこういう場合に機能しないというふうに考えておまして、やはり1つには、価格に幅があるので、その幅のどこに入っているのかというのが実はよくわかっていないということと、それと、評価する時期がどうしてもセカンドなのでずれますよね。そうすると、取引事例法にしても何にしても、新しいケースが追加してくるということもあって、やはりずれてくるのは当然だと思うんですね。そうしたときに、ずれが多少あっても構わないと思うのは、追認になってしまうと、どうしても多少ずれがあるのは当然だから、まあ妥当な範囲だというふうに判断になってしまうわけですよ。それと、またどうしても評価に手間がかかるその他もありまして、どうしても簡易評価になったり、評価が甘くなる可能性っていうのは、それはもう排除できないというふうに考えております。

そうしますと、やはり、じゃあどうすればいいかといいますと、全く新たに独立に鑑定を出していただくというのがよくて、それぞれの2つの鑑定評価書を見て、じゃあ本当に価格の帯はどのぐらい重なりがあるのか、本当に妥当になっているのかどうかということ、やはりそれは、その鑑定評価書を受け取った方もそうですし、評価されて、これだけずれがあるのはどうしてかということ、セカンドとファーストと両方の人に意見を求めて、納得すればそこで自分でオーケーを出すというような、やっぱりそういう仕組みというのにも必要だと思うんですね。ですから、ただ、セカンドオピニオンのことが出て、追認されていけばオーケーというのは、やはり段々機能しなくなっていくおそれもありますので、そこについてもうちょっと、かなめだというふうに私は考えておりますので、きっちり仕組みをつくっていただきたいなというふうに考えております。

以上です。

【平井部会長】 ありがとうございました。どうぞ、田村委員。

【田村委員】 今の、井出先生のお話の中で、2つの鑑定をとったらどうかという案というのは、1つの解決案として大変重要なご提言だとは思いますが、実際の現場で、ちょっとそのあるリートのコンプライアンス委員をやっておまして、そのときに、このセカンドオピニオンというのは一体何なのかということが少し議論になったんですね。

それは、投信法上の規定では、価格意見ということが規定されておまして、これはどうということかということ、一般の取引全般についてはないはずなんです、利害関係人等との取り引きについては、鑑定価格だけではなく、その価格についての意見書を取得しな

さいという規定がございまして、その意見書を出せるのは、鑑定士とか、弁護士とか、公認会計士とか、一定の資格を持っている人に限られているわけなんです。そのところが、意見書を見ると、やはり先ほどご紹介があったように、既に取得した鑑定価格は相当であるとか書いてないんですね。一体その「相当である」という意味は一体何なのかということが議論になって、その価格意見を出した人が別に改めて鑑定をしているわけではありませんで、まず、その鑑定士、ある鑑定士さんがやった鑑定書の内容を見て、鑑定士の水準として、単に間違っていないということぐらいの意見なのかなということと、本来その投信法が求めている趣旨がいまいちちょっと条文からよくわからないのですが、価格が相当であるというのは、鑑定価格が相当であるということではなくて、それに基づいてその投資法人が買った価格が相当であるということが本来的な姿ではないかという議論になったんですが、しかし、そうすると、鑑定士さんの鑑定価格だけではなくて、そこから例えば10%高い価格で例えば買ったというような事例においては、なぜそれが合理性があるのかということまで考えないといけないと。到底それは一般の専門家ができる範囲ではないということになって、結局、限界があるのではないかという話になりました。実際には機能してないんじゃないかと、そういうこととございますけれども。

じゃあ、機能するために、今、井出先生がおっしゃったように2つとるというのも1つの方法かなと思う次第なんですけど、一方で、時間の関係がございまして、コストの関係もございまして。結局、2つとっても価格が違うということだけわかって、それに何が意味があるのかという話もございまして、他方で、リスク開示の中には、おもしろいことに鑑定価格はもともと鑑定士の意見なので、それが正しいとは限りませんというようなことが延々と書いてあったりなんかして、投資家としては、一体なんのこっちゃという、そういうことがあって、結論づけるのも大変難しい問題だなというふうに思っております。

【平井部会長】 ありがとうございます。

さっきの井出委員のご意見は、利害関係人との取引に限定したお話ですか、それとも、おおよそ不動産鑑定、このメモは、一応、利害関係人との関係でどうかということになります、それはまたいずれ報告書の中で。

どうぞ、石澤委員。

【石澤委員】 5点ほど申し上げます。まず、参考資料のほうの4ページと、それから論点メモの3ページ目にかかわることだと思いますが、参考資料の4ページ目のほうで、鑑定評価報告書の記載と、それからリートの開示書類との関係という事項があります。で

きる限り開示されたほうが好ましいとは思いますが、先ほどのお話にありましたとおり、今の位置づけでは、鑑定評価はあくまで参考価格ということですので、開示については、基本的に義務がないことになると思います。ただ、これについては、おそらく投資家の側、あるいは私どものような立場からいろいろと要望することによって改善される例もあると思います。実際に、リートでも個別物件の収支を全く開示してくれない例があったのですが、投資家の側からいろいろと要望した結果、開示してくれるようになった例もありますので、制度できちっと定めるというよりは、要望を投資家のほうで出すことができる仕組みが必要になってくるのではないかと思います。

紛争解決機関というわけではないのですが、そのような適正な開示を促す、あるいは、開示の内容をチェックする機関のようなものが必要になると思います。NAREITの例がありましたけれども、公的機関というよりは業界の団体といたしましょうか、日本でならやはりARESのようなところがそれを担っていく形になるのだらうと思いますけれども、投資家の立場に立って、本来は開示義務がないようなものであっても開示したほうが好ましいという方向性をつくっていく機関が必要なのではないかという気がいたします。これが第1点目でございます。

それから、第2点目でございますが、資料の15ページ目でございますけれども、利害関係人等について、26ページでは、自主開示をされている例もあるというお話ですが、ここでの利害関係人というのは、あくまでも資本関係が中心になっているものと思います。おそらく何か問題が出てまいりますのは、形式的な資本関係より、いわゆる実質的な支配権の問題だらうと思います。

これは、どのような基準で判断するか非常に難しいと思います。私どものほうでも、これについて説明を求めれば、この29ページ目にあるように答えてくれる例もあるんですが、この部分はどうしても答えられないという例もあるようです。こういった実質的な支配権に関する何らかの判定ができるような基準が必要になってくると思います。これは、リートあるいは不動産投資だけではなくいろいろな分野に言えることなのだと思いますが、利益相反等の問題を考える際には、単純に資本関係だけでは切り取れないところがございまして、それに対する何らかの判断方法が欲しいということが第2点目でございます。

それから、第3点目は、資料の29ページ目と、それから論点の5番に関するところですが、インデックスの作成は非常に重要と思いますが、NCREIFに準ずるものとして、

日本でも幾つかの調査機関が実物不動産の利回りのインデックスをつくっています。ニッセイ基礎研とか、生駒データサービスといった例があるのですが、やはり不動産の取引価格の把握ということでは、随分と苦勞はしているようです。先日、公示地価が公表されておりますけれども、公示地価はリアルタイムのデータベースではございません。たしか国土交通省のほうで、そういう不動産取引あるいは不動産投資に活用できる、よりリアルタイム性を高めた不動産取引の指標をつくることをご検討されていたと伺っておりますけれども、その検討動向等も踏まえて、できる限り取引状況をリアルタイムで把握できるようなデータベースの作成が必要と考えます。

これが3番目でございます。

それから、31ページ目に、取引データ等を提供するというお話がございますけれども、IPDジャパンの方などにお話を伺いまして、情報提供者のほとんどがリート関係というのが実態のようです。リートの場合、開示しなければいけない義務を本来負っておりますから、義務を負っている者が情報を提供するの、当たり前でございます。この31ページの資料も、リート関連など提供の義務を負っているものを除いたらばどれぐらいの方が情報を提供してくれるのかというデータが欲しい気がいたします。

先ほどの論点に関連するところということでお話を申し上げたいと思います。

それから、37ページ目と、それから、論点メモの7ページにかかわるところだろうと思いますが、ビル経営管理士等いろいろな資格制度につきましてございますけれども、どうしても金融と不動産の接点ということになりますと、まだ弱いという気がいたします。もちろんARE Sの新しい資格制度があるわけですが、どちらかといいますと、不動産業のほうから金融へのアプローチという姿勢が強い気がいたします。これも私の事実誤認だったらお許しをいただきたいのですが、金融と不動産が等分の比率の専門家が必要になってくるという気がいたします。

それから、資料の40ページ目ですが、PMの役割につきましていろいろな項目が記載されていますが、実際には、テナントとの交渉やリーシング等は、大体PM会社が負っている場合が多いようです。そうなりますと、ここにあるもののほかに、例えば対テナントサービスでありますとか、ファシリティーマネジメントのような執務環境の整備も入ってくると思います。これは、基本的にはテナントが自分のコストでやることと思いますが、AM、PMの範囲にまたがることもあるだろうと思いますので、テナントサービスに対する取り組みの中でPMをどのように位置づけるかという考え方も必要になってくると思

ます。

それから、論点が少しずれるかもしれませんが、不動産投資の対象となります不動産の種類が随分多様化しております、例えば老人ホームを運用対象に入れておりますリートがございますし、これから先、ゴルフ場リートもできるという話を聞いておりますが、こうなりますと、それぞれの施設の専門のオペレーターの役割が重要になってまいります。PMという観点からは外れてしまうと思いますが、そのような特殊な施設のオペレーターもファンド運営ではどのような役割があるのか検討する必要があると思います。おそらくリートの場合にも、投資家とそういう専門オペレーターとは、ほとんど通常は接点がないと思いますが、やはり収入の大もとになるところがしっかりしているかどうかは、投資家にとっては気になる部分ですから、オペレーターに対する評価のようなものも項目に加える必要があるという気がしております。

以上でございます。

【平井部会長】 ありがとうございます。

【金本部会長代理】 最初の話は一般的な話ですが、情報開示については、基本的に開示すれば高く売れるというところがインセンティブの根幹だと思います。だから、開示しなければ高く売れないという状況であれば、自然と開示されるというところで、それを押さえておくというところが1つあると思います。

実際にそうならないケースがあるというところが問題で、1つは、開示しても信用してもらえないというところがあり得るということですね。それをどう助けていくかというところが、取り組みの根幹なのかなというふうに思います。ですから、開示された情報が正しいかどうかということのチェックの仕組みが、買う人にとってクレディブルになるような仕組みをどうするかと。

もう一つは、いろいろな情報を出すときに、ある種の操作をして、その集計された格好でいろいろな指標を出していくという、何とかレートとかってみんなそうですが、そのつくり方、その指標が意味するものは何かということについて、投資家がわかりやすい。それがいいやり方でやっていれば投資家が認識して高い値段で売れると、こういったメカニズムをどうつくるかというところがあると思います。

これもどうするのがいいのかというのはなかなか難しいところで、役所が推奨するものをそのまま信じてもらえるかどうかということもありますし、業界団体が推奨しているものを本当に信じてもらえるかということもあるというので、この辺のバラエティーはいろ

いろいろあると思うんですが、工夫の余地があることだというふうに思います。

それから、そういう視点から、何が、どういう仕組みが有効かということのを少し整理し直していただくというのが1つあるかなと思います。

もう一つは、全く違う話ですが、利益相反の話ですけれども、本質的になかなか難しい問題で、クリアカットな結論はないんだと思いますが、1つご質問なんです、アメリカあたりの研究を見てよくあるのは、利益相反を避ける一番明確な方法は、そういう人たちにリートに投資させると。そうすると自分もリートのリターンを得るわけですから、そのリターンを削ってまでその内部取引のところでリートを収奪する、インセンティブが減ると、こんな話があるんですが、そういったことを、さまざまな対応ができるかどうかというところは、今、どうなっているのでしょうか。

【平井部会長】 どうですか。

【松脇課長】 済みません、今のお話は、リートに、当事者に投資をさせて……、済みません、ちょっと。

【金本部会長代理】 一番極端な例は、アップリートですが、持ち込んだ人がその持ち分を持っているということになると、高く売ってもうけるというのは基本的にはないんですね。あと、バリエーションはいろいろあると思うんですが、何%持つかといったのがありますけれども、それは、オフバランスにしたいというインセンティブと、そういうクレディブルでありたいというインセンティブと、2つの絡みで決まってくるというふうなことだと思うんですが、アメリカの研究を見ると、そういうところに投資率が高いところが高く売れているとか、そういった議論があるようです。

【松脇課長】 そういう利益相反の問題は、むしろその、当事者のところに集中させて自分で判断させることによって、ということですか。

【金本部会長代理】 というか、それを開示することによってですね。

【松脇課長】 開示することによってこのプレイヤーのやっていることはクレディブルだという、こう。

【金本部会長代理】 ええ。

【松脇課長】 先生がおっしゃった趣旨はわかったんですけども、日本の、実際そういうのがあるかどうかというのは、済みません、ちょっと今の段階では存じておりません。

【田村委員】 セームポートという発想と同じですかね。一応その、1つ、金融商品取引法のもとで、投資助言業者、これは、リートの運用業者と違うので、単なる助言業者な

んですが、助言業者の行為規範の中に、顧客とその証券取引をしてはいけないというのがございまして、これはどういう意味かということ、顧客というのは、例えば、SPCを考えた場合、SPCのアセットマネージャーになっているということが助言業者なんです、その助言業者は、そのSPCに対していろんな物件の取得等について助言をします。投資家としては、匿名組合がいますといったときに、助言業者そのものもセームボートに乗って、そのSPCに匿名組合出資をすることによって、例えば、助言業者の利害関係人等がそのSPCに物を売るときに一種の裁定が働いて、利害関係人にとって一方的に優位な価格で、安いものを高値でつかまないとはいえないかというような発想かと思うんですが、金商法のもとでこれができるかどうかについて、実はちょっと若干疑義がございまして、どういう規定かということ、顧客との間で証券取引行為をしてはいけないという規定がございまして、証券取引行為というのは、つまりそのSPCが発効する有価証券を取得することも含まれるんじゃないか、どうかという議論がずっとありました。これも金商法のもとでどうなるのかということが、今、もうちょっと明確ではないので、なぜかそれができにくい、推奨されてない、少なくとも、という体制にあります。これがまず1点。

それから、リターンから見ても、それがどうも機能しないんじゃないかという感想を持っているんですが、大きな例えばスポンサーがいて、利害関係人であったという場合に、そのスポンサーから不動産を投資法人が買うということが多々あるわけですが、その場合、当然そのスポンサーは利害関係人等として、これは投資法人の当然確保する投資口も普通はたくさん持っているようです、何%か持っているので、相当大口の投資家なので。その意味ではセームボートに乗っているんですが、その価格がそこできちっと公平になるというほど、単にセームボートに乗っているからといって機能しないと。つまり、あまりにも取引が頻繁に行われている結果、ある1つの取引がその投資法人の投資口の価格にどう反映されるのかは、結果がそんなに見えてこないんですね。ですから、そこでどうもジャッジできないというのがちょっと素直な感想です。

【平井部会長】 今の金本委員のお話、アメリカの例ですけれども、それはあれですか、開示を義務化するということですか。それとも一部分を利害関係人が投資することを法律で強制しているという、そういう意味ですか。

【金本部会長代理】 いや、別に、勝手に開示をしているだけだと思います。

【平井部会長】 ああ、そういうことですか。それを通じてということですね。

【金本部会長代理】 そういうセームボートに乗っている人は開示したい、インセンテ

イブがありますから。おれたちは高く売る、このインセンティブはほかよりは少ないんだということを宣伝しているということだと思っんですね。

【田村委員】 先生のおっしゃるとおり、一般的には、どうも助言業者の人の話を聞くと、セムボートに乗りたいと、乗ってくれというふうに投資家からはよく言われるというふうに聞いています。

【金本部会長代理】 これは、会社の経営陣に自社株を買わせるみたいなのと同じ発想ではあるんですね。

ただ、全部買っているわけではない、100%持っているわけではないですから、完全に機能するわけではないんですが。

【平井部会長】 どうぞ、もちろんほかの点についても結構ですが。

【土田委員】 一般投資家から見ますと、そのJリートの場合、多くの数値を並べたいろいろな指標が出てくることがありますが、一般投資家にとっては、それを判断することが非常に難しいのが現実です。その場合、Jリートの場合も、業界統一の指標を何とか設定、その上で業界統一の算出方法で、継続的にその指標を発表する方法は考えられていいのではないかと考えております。

それと、もう1点は、13ページにありますような公募型不動産ファンドということなんですが、これについても、一般投資家が参加するのは非常に可能性が高いと見ていただいて、商品の組成が非常に複雑ですが、これも普通の一般投資家から見ますとわかり難く、もっとシンプルな形であってほしいと考えております。それと、一般投資家から公募する場合は、むしろ商品の一定要件というのは必要ではないかというようなことも考えております。

もう1点は、不動産関係者との取引の利害関係ということですが、確かに不動産投資ファンドは、いろいろな機関が広く分業で携わっているということがあり関係する会社の間に資本関係や人的関係が多く認められるということがあります。一般投資家は、この辺に利益相反があるのではないかと疑っていることは、現実、多くの人から話を聞きます。Jリートにおいても、情報の開示ということは非常に賛成ですが、不動産の売買の履歴ということも開示されていますが、売買の投資の履歴に加えて、その取引業者の資本関係といえますか、親会社とその子会社というような資本関係とか、人的な関係も情報開示のところに組み入れていただきたいと思います。

もう1点は、不動産助言業と、プロパティマネジメントですが、これにつきましては、

事務局のほうからきょうご説明がありましたので非常によくわかりました。まだ人数が非常に少なく、もっとこの辺の有資格者の有用な活用方法があるのではないかと思います。特に、一般の消費者、一般の個人投資家にもわかるような助言業者や、プロパティマネジメント関係者の情報開示も必要だと思っております。名簿の開示や実績の開示、研修履歴の開示とか、必要な情報をホームページにアクセスできるようにしていただきたいと思っております。

以上です。

【平井部会長】 ありがとうございました。

【松脇課長】 今回の資料は、ちょっと前回資料とダブるものは説明しませんでしたけれども、前回の12回の資料で出したうちで、今の土田委員がおっしゃいましたその業界団体でリートについてのいろいろな指標というのは、ARE Sのプロパティデータベースということで一定の努力がされていて、リートから開示された情報をもとに比較できるような形になっておりますので、私どもとしては、そういうことがあるのは評価できて、それをさらにわかりやすいことはできないかというようなことで書かせていただいております。そういうことで、業界団体は、既にそういうような取り組みがされているということをちょっとつけ加えさせていただきたいと思えます。

それから、もう一つ、先ほど石澤委員がおっしゃった、きょうの資料のアンケートの結果の、31ページのところで、済みません、もし私が取り間違えていたらあれなんですけれども、Jリート等で情報開示が義務づけられているものは当然なのだというお話だったと思うのですが、これも、前回もご紹介した、これは土地・水資源局でやりましたアンケートなんですけれども、もちろんその私募ファンド等でその義務づけられてないんだけど、情報提供をすることをどう思うかということで問うたものであります。そのうちで守秘義務というところも2割程度ありますけれども、信頼できるところとか、特定されないのであればということで、そういう意味では、かなりのところが、そういう条件が整えば情報提供してもいいということを言われているという趣旨でこのアンケートを紹介させていただきました。

【平井部会長】 どうもありがとうございました。ほかに。

【石澤委員】 論点メモの最後のところですが、全体に関する事項で、地方への不動産投資について言及されておられまして、これは非常に重要なことで、これから先、大変に必要なことだろうと思うのですが、なかなか現状では地方への投資が進んでおらない。リ

ートの場合ですと、運用対象の75%が東京圏で、大都市圏を除いた運用対象は全体の8%しかないというのが私どもの算出ですけれども、当初は、住宅などは地方でも展開できるから、住宅投資、住宅系ファンドは地方への投資が進むだろうと思ったのですが、実際は、地方には、あまりよい物件がないこともあり実際は進んでおりません。最近、いろいろなところからお問い合わせがある中で、例えば老人ホームだとか、ゴルフ場だとか、そういったものは地方でのニーズが非常に強いというお話があるのですけれども、今、老人ホームを運用対象に入れておりますファンドは、一部地方で私募でやっているところもあります。リートの場合ですと首都圏中心というものが多くようです。管理である程度ボリュームがないと実際は投資できないという話ですけれども、地方での需要がこれから先随分ふえてくると思いますし、地方での投資については、大変に期待できる対象だろうと思います。

それから、今回の公示地価でも、例えば軽井沢での別荘需要などの増加が見られましたが、これから先、団塊の世代が大量退職する際には、こういった別荘需要も非常に重要な取り組みの対象になってくるのではないかと思います。ただ、民間では採算性やリスクなどの面で少し腰が引けてくるようなところもありますので、これに対する何らかの後押しをするような制度は必要という気がいたします。

本来、不動産投資というのは、民間の自主性に任せるものとは思いますが、リスクが算定できない状況ではなかなか難しいところもありますから、地方での老人ホームであるとか、別荘とか、そういったものについて、何らかモデル事業か、あるいは助成措置か、そういった仕組みを考えてみるのも1つの方向性という気がいたします。

以上です。

【杉本委員】 先ほど、指標の統一ということがあったんですけれども、今、会計士協会等々で、財務数値といいますか、会計情報については、勘定科目の統合作業というのがどんどん進んでおりまして、将来的には、各勘定科目に対して1つの英文訳をつける。それをエディネット等のデータベースとして開示していくというようなことをにらんで統合が進んでいます。おそらくこの統合スピードというのは非常に早くて、おそらくその視野の中には、取引上の統合ということも多分入っているんだと思うんですけれども、ということは、会計数値につきましては、日本語での財務諸表ができますと、瞬時にして英文の決算書に組み変わると。会計書類までについてはそこまでは行ってないと思うんですけれども、そういうデータベースの創作といいますか、基礎的な条件の統一が今進んでいると

ころだと思えます。

先ほど来出ている指標につきましては、これらの指標のうちの一部については、監査を受けているといたしますか、何らかのベリフィケーションを得ている数字が使われておりまして、そうじゃない部分と並んで渾然として開示されているという状況だと思うんですよ。そこがちょっと誤解を生みやすいところなのかなというふうに感じております。

過去のこのピークルですとかSPCとかを用いた商品の事故の例というのをこの間格付機関の方と話したことがあるんですが、比較的多い事故の例といたしましては、やはりファンドからファンドへの売買、SPC対SPCの売買、こういうふうなところで事故が時々起きている例があるということがそのときも話題になったんですけども、そういう意味では、その取引経歴の開示というのは、非常に有効なのではないかなというふうに感じます。

しかしながら、現状では、公募型の不動産ファンドだけが取引履歴の開示ということが要求されておまして、実際に問題が生じるといたしますと、公募から私募、私募から私募、私募からまた公募というような、そういうようなステップを踏むようなことが予見できるんじゃないかなというふうにも思われますので、ここにつきましては、なるべく範囲を広くとらえて、この私募型のスキームをとっている公募型のファンドといたしますか、そういうものについてもこういう開示が行われるようになっていったほうが、特に一般の投資家の方には望ましいんじゃないかなというふうに考えております。

純粋な私募と、それから私募型の公募との区分なんですけれども、これにつきましては、従来もちょっとディスカッションになったと思うんですけども、私自身、まだいまいち頭の中が整理ができておりません。というのは、純粋な私募というふうには考えられていても、デッド部分については、つまりローンですとか社債については、その後に証券化されるといたしますか、初めのステップでは純粋な私募なんですけど、ノンリコースローンを束ねて別にローンとして証券化するというふうなことも非常に多く行われておりますので、そういう意味では、純粋な私募と、それから私募型の公募といたしますか、この区分というのは、今後議論が必要な部分なのではないかなというふうに感じております。

以上でございます。

【平井部会長】 個人の投資家を対象とする限りは、幾ら情報開示があっても難しいんじゃないでしょうかね、理解してもらうのは。

【杉本委員】 ああ、そうですね。

【平井部会長】 助言業務の拡大といいますか、そちらのほうで対応するというのが、結局その筋になるんじゃないでしょうかね。宅建業法の重要事項説明ですら難しいと、今はよくわからないという声も大分あるんですよ。ですから、その情報開示では、どうしてもできないその個人投資家の部分というのはあって、それは、助言業務を積極的に拡大する、ここにも出ていますが、という方法で対応するということになるんじゃないでしょうかね、よく私もわかりませんが。

どうも失礼しました。濱口委員。

【濱口委員】 論点メモの方向性（案）というところで、いずれもいわゆる業界団体なりその投資法人なり、業者ですね、その自主的なそのディスクロージャーなりガイドラインの作成にゆだねるべきではないかというところがリートについても書かれていますし、公募ファンドでも業界団体において情報ガイドラインをつくったらどうかとか、情報開示ガイドラインをつくったらどうかとか、私募ファンドもファンド運用者が自主的にそういうルールを定めていくべきではないかということが書いてありまして、これは、今までの議論でも、最終的にはこちらのほうにゆだねていって、市場の発展段階にあわせて適時法律で固めるのではなくて任せていくという方向性（案）はそれでいいと思うんですけども、ここでおられる方は、皆さん、もうおわかりもわからないんですが、私のまだ投資経験が少ないこともあるのかもわからないんですが、その業界団体と呼ばれるものが、この業界の中で一体どういうものがあって、どこにあるのかというのがあまりよくわからないんですね。具体的にいいますと、ARE Sさんだというお話があったり、鑑定士協会さんだというお話があったり、会計士協会さんも絡んでおられるし、その自主ルールをつくっていくのが、今後は、だれがどういう役目でどの辺まで責任を持ってやっていかれそうなのか、それに対して国土交通省のほうがどういうリードをされていくのかというのがちょっと見えないんですね。

それで、これは前もお話ししたかもわからないんですけども、いわゆる株式市場とかですと、過去、ご存じのように、いろいろな事故なり事件があって、利益補てんだとか、機関投資家ですと特金ファンドだとかございましたですね、それでいろんな問題があって、そういう中から、今、私の理解では、それなりに東証の果たす役割、金融庁の果たす役割、それから、会計ディスクロージャー面での会計士協会、投資信託協会、投資顧問協会と、そういうところがどういう役目を担っているかというのが大分わかってきて、その中で、例えば利益相反問題なんかも、例えば我々の機関投資家はその投資顧問協会に所属してい

る投資顧問業者と結ぶときの投資一任契約に基づいて、利益相反はどのようなディスクロージャーがされるべきだというふうなことが、もうかなりサービスされてきて、それに基づいて日々の契約が行われているんですけれども、この不動産のところは、どちらかというと今はファンド主導ですけれども、Jリートができて、これはまさに投資信託ですよ。それで、私募ファンドがかなり発達してきて、今度、可能性としては、その辺の不動産投資顧問業ですか、が登録されて、それで機関投資家と投資一任契約が結べる形が期待されているわけなんですけれども、そういう意味では、相手とする投資家なり投資のピークルは、一応今までの株式市場と同じような形で、目にはそう提起されているんですよ。そういう中で、それぞれの箇所についてだれがどういう役目を果たすのかというのを、ご存じかも知れないですけれども、私はよくわからないので、ここをまとめていただくと非常にありがたいんですけれどもね。

何となくARE Sさんだという名前が時々出てくるんですが、それがそのARE Sさんでいいのか、鑑定士協会さんなのか、もしくは、例えば不動産投資顧問業ということは、あれは、いわゆる証券投資一任業者と同じ立場ですから、じゃあその大きな意味での投資顧問業界、投資顧問協会ですか、その中の不動産部会みたいなのが何かそういう役目を果たすのかとかというので、その辺のその方向づけといたしますか。

【松脇課長】 私も責任を持ってお答えできるかどうかわからないんですけれども、おっしゃるとおり、この中では、かなり部分によっては、ARE Sを意識して業界団体と書いてあるところはあります。それから、最初の鑑定のところは、それは鑑定士協会というか、今、私どもの土地・水資源局がこうやっている検討と合わせたその鑑定の世界でこれは進んでいくだろうなというのがあります。

ご指摘いただいたように、私どもとしては、例えば、その不動産投資顧問業みたいなものが、今後、その告示の改定があって、金融庁でも同じような制度の改定があって、うまくいけばそこで何か出てくるかなというのがあるんですけれども、正直言って、やっぱりそのPMとかERというと、今、何か共通の業界団体があるわけではなくて、そういう意味では、その業界団体という言葉も使い切れなくて、「ER作成者が」とか「PM業者が」と書いたところは、そこは悩みながら書いておまして、投資の団体が今あるわけじゃないんですけれども、ただ、いずれにしても、今のお話で、行政がやるべきときには行政がやりますけれども、いきなり行政か出ていくにしては、ちょっとこれは重たいなというときには、何かその業界団体的なものがあるということももしあればこれをできるのかなと

いうことで書いてある部分もあります。

いろいろごちゃごちゃ言いましたけれども、業界団体が無い分野もあって、これはその不動産投資については、おっしゃるとおり、証券とかとは違って、かなり動いて、まだ今どんどん成長している業態だけにそういうことなのかなというふうに思っておりますが、正直言って、何かあるんだけど、隠しているというよりも、全くない分野も、まだ業界団体としては無い分野もあるということです。

【濱口委員】 まだあれですか、市場として、いろんな、今まさに参入者がばあっとこうふえているところですよ。しばらく発展状況を見ると、そういう感じですかね。自然に……、周りがどう、だれがどうやる……。

【松脇課長】 ただ見るというよりも、まあ、正直なところ、答申がどういう位置づけかという、やはりそこであるべき姿とか、それは自主的なルールでというようなことを示すことによって、何か自主的な動きと、うまくこう、その動きが出てきたら合っていないかなというような、そういうイメージ。業界団体を行政が指導してつくるのか、そういうのはちょっとないもので、ただ、そういう方向というのは評価できるとか、こういうのを示していくということも行政の役割としてはあるのかなというようなイメージでいるんですが。

【平井部会長】 今のご質問は、報告書をどう書くかという、答申案をどう書くかという基本スタンスにかかわることだと思いますが、大原則は、やはり不動産投資市場を進化・拡大するにはどうすればいいかということがあって、そのための手段として、例えば、透明性を高めれば多くの人々が参入してくる、その透明性を高める手段としてはこれこれこれがあるということになる。しかし、さっきお話に出た、地方へ投資市場を拡大することになると、かなり行政が乗り出していった税金で助成をするというようなことも選択肢としても考えられるかもしれませんね。それから、市場のプレーヤーに何を言うかというのは、プレーヤーそのものがはっきりしないということになれば、それを一般におよそこういう方針でいきたいということを出して、それぞれのプレーヤーに受けとめてもらうということになると。もういろんな、その何か、レベルがあるような気がしますね。大原則は変わらないとは思いますが……。

【濱口委員】 やっぱり1つずつこう、JリートはJリート、例えば、不動産投資顧問業なら不動産投資顧問業、鑑定の部分なら鑑定の部分を、リートの中の会計原則の話なら会計士協会、1個1個つぶしていくしかないということですかね。それぞれきめ細かく、

こう。

【川本審議官】 難しいんですね。

【平井部会長】 どうぞ。

【川本審議官】 優勝劣敗で、情報開示している、あるいはそのセームボートに乗っているところの情報開示をしていることによって優劣がついていくということになると、共通ルールみたいな議論自体も必要なかどうかという議論もあると思うんですけども、ただ、今のマーケットの状況というのは、多分負け組がだれもなく、マーケットに入って投資すればもうかるという雰囲気でお金が集まってくる状態ですと、そうすると、その優勝劣敗というのは、非常に働きにくいような状況なんだと思うんですね、金が多く集まるという状況ですから。そういうのを放置しておく、多分こう、逆に働きだすと一斉に負け組になって、市場が一遍にシュリンクするという方向はあまり見たくない、かつてもあったわけですけども、そんな状況になりかねない。そこがハードランディングにならないようにするというのを考えると、ある程度行政も旗振りをやって、行政が法律で全部決めるというのもどうかというのもあるものですから、できるだけ少し苦勞をしてでもいろいろなところを集めて、一応の、何ていうんでしょうかね、共通認識みたいなものというのをつくってそれを使ってもらおう。それを使っている、使っていないというところはまた開示をしてもらって、開示をされたことによって投資家の判断を仰ぐという、そういうやり方するのが今は状況として適切なんじゃないかなというふうに思います。

したがって、いろんな人が、プレーヤーがいるものですから、集め方も難しいんですけどもね。これはちょっとやるしかないかなと。

【濱口委員】 根幹は、ベクトルは違いますけれども、そのJリートを運用している人、公募ファンド、私募ファンド、今後のその投資一任顧問業者ですか、でも、もとは結構同じ人たちですよ。それがいろんな役目でここをやっているわけで、おそらく200も300もないですよ、大手でいいますと。場合によっては、四、五十かもわからないし、二、三十かもわからない。それぞれが違うベクトルで、一部は利益相反の問題もあるし、それが無いものもあるとか。そこをこうして大きくりに話し合う、そこに投資家も入って話していただけるような、こういう、そういう組織があれば。そんなに何百、何千というわけじゃないですものね。何とかならないかというふうに思っているんですけどもね。

【川本審議官】 ルールを共通化しなきゃいかんというところにその共通認識がある程度つくればそういうものが動き出すのだと思うんですけどもね。あんまりマーケッ

ト任せにほうっておくわけにもいかんだろうという感じで出てくればですね。

【金本部会長代理】 よろしいですか。自主的にというところでやる人たちは、サプライヤーの方々なんだと思うんですが、業界団体でというので済むかという、団体の中でいろいろな人がいますから、ここでコンセンサスを得るというのは、買う人にとってベストの解になっているかという、必ずしもそうではないわけですね。ですから、こういうものをやるときには、買い手側の人をどういうふうに入る、入れるフォーラムをつくっていくかということが重要で、そういうのは、濱口さんがおっしゃったように、工夫してつくる必要があるのかなという気がします。

あとは、いろいろ事故とか不祥事とかないわけではありませぬので、それは、サプライヤー側の人たちを集めて開示をするというのは、仲間うちのあれであってなかなかできない。それはもうちょっと、行政がやるのか、集めて、問題をきちっと指摘をしていって、これをどう解決していくかというところの問題提起をする必要があるのだろうと思うんですね。そういう意味では、少し緩い形になるかもしれませんが、何かいい場をうまくつくって、その中に情報を入れ込んでいくという努力が必要なのかなという気がいたします。

【平井部会長】 どうでしょうか、ほかに。どうぞ、田村委員。

【田村委員】 話が少しまた変わってしまいますが、個人投資家というものをどうとらまえるかというのが、おそらく今後割と重要な問題になってくるかと思うんですが、今までのマーケットの中で、プライベートファンドの投資家というのは、金融機関、地銀さんなんかも含めて金融機関、それから、信託受託者を通じた年金、それから大手の事業会社、不動産会社というところが、いってみればプロがほとんどだったと思うんですが、ほんの少しずつではあるようなんですが、同じような仕組みを使って個人を対象にした商品が出てきているような感じも受けます。

先ほど、土田委員からご指摘のあった資料の13ページの公募型不動産ファンドの二層構造を用いたスキームというように、おそらくここでいう一等右端にある投資家、投資者という、証券会社を通じて勧誘が行われている対象というのは、おそらく個人の投資家も相当いるのではないかと思うんですが、個人の投資家に理解できるようなその情報開示の制度というものというのは、正直言って大変難しいというんでしょうか、先ほど、平井先生からお話があったように、現物の不動産の重要事項説明でも正直よくわからないという、私が聞いてもよくわからないという感じがするぐらい難しくなっちゃってまして、そ

うすると、やはりある程度そこをつなぐやっぱりプロをどう育成していくかということがあると思うんですね。残念ながら、なかなかFAというんですかね、FPですかね、ファイナンシャルプランナーとかアドバイザーという方々の認識の中では、本当に例外的な投信商品なので、まだ認知度が低いということがあって、この辺をどう育成していくかということが問題だと思います。

それから、前にもちらっと申し上げたかもしれませんが、証券投資について個人投資家を育成するという姿勢があると思うんですが、それを同じように、不動産投資商品についても個人投資家を育成するということはあってもいいのかなというふうに思います。

それから、結局のところなんですが、こういう複雑な不動産ファンドについて、個人の投資家が入っていくかどうかということを決める、やはりゲートキーパーというのは、証券会社さんなり私募の取り扱いをすることであって、適合性の原則というのでしょうか、投資適格のある方かどうかというものをきちんと判断する、それをもう少しきめ細かくつくっていくのかなというふうに感じます。というのは、投信商品なんかでも、エクイティ型の投信商品なんかで、そういう投資適格がないということで排斥されたものも過去の裁判例でありますけれども、ワラント債なんかの大変リスクの多い商品が大変裁判の数が多いわけですが、そういうことが起こる前に、この不動産投資商品といたしましよか、証券化商品について、どういった人が適格でないのかというものの設定を業界で早くしてもらいたいというふうに思います。

以上です。

【平井部会長】 ありがとうございました。

【金本部会長代理】 今のお話で、結局、投資家はリターンとリスクがわかればいいという話なんだと思うんですね。だから、組成の細かいこととか、不動産の細かいことは、その限りにおいてわかればいいという話で、その間を翻訳してくれる人がいればいいということでもあるんだと思うんですね。それを翻訳する仕組みと、それから、その人のクレディビリティをどうつくっていくかというところなのかなという気がいたします。ですから、こういういろんなことに伴うリスクをどういうふうに評価をして、その投資家に、特に一般投資家に情報提供していくか。石澤さんあたりが頭を絞っていただくという、そういう話かなという気がいたしますが。

【石澤委員】 個人投資家というお話になりますと、おそらくリートそのものを買うというよりも、ファンド・オブ・ファンズを買われる方のほうが多いと思います。今回の資

料でも、公募型、私募型ということで、ファンドについては検討されていますが、ファンド・オブ・ファンズとは違った視点でまとめられているような気がいたしますから、個人が一番購入する可能性のあるものについても検討が必要と思います。

個人に対する説明というのは、かなり難しゅうございまして、実は、今月の初めも某地銀の招きでファンド・オブ・ファンズのセミナーに参りまして、平日の昼間なんですけれども、個人の方々が会場に入り切らないほどいらっしやいまして、非常に熱心に聞いてくださいました。

ただ、質問はといたしますと、難しい質問じゃないんですが、こちらがふだん答えたことがないような質問が出てくるんですね。例えば、マザーファンドって何ですかと言われて、ふだんあんまりそういうことについて答えたことがなかったので、実は、意外とうまく答えられなかったという非常に恥ずかしい経験があります。そういった点で、個人に対しては、説明のやり方を変える必要があるという気がいたします。

ファンド・オブ・ファンズは、投信の会社としてもしっかりしたところが運用していますから、リスクはあまり高くないと思いますが、これは私の個人的な意見ですが、リートあるいは不動産投資商品というのは、仕組みはシンプルなものですから、これをもとに他の有価証券や会社に対する投資についての啓蒙活動に使えないかと思っているのです。これはご異論があるかもしれないんですが。

リートの場合、不動産賃貸事業しかできませんし、財務諸表も非常に単純ですね。ですから、私は、リートは不動産投資というよりも、一般の会社等の仕組みを見る際の入門編として非常にいいんじゃないかという気がしています。仮にそうだとするならば、リート等について、いろいろな説明の仕組みを考えることで不動産投資だけではなく、他の有価証券投資などを個人に普及させるかなり大きなインパクトになるのではないかなと、そういった意味でリートには非常に大きな可能性があると考えております。

あくまでも私の個人的な意見ですけれども、もし可能であるならば、リートや個人向けのファンド・オブ・ファンズ等について、わかりやすい説明をするような工夫、あるいはそういう説明をする人を育てるような仕組みも必要になってくると思います。おそらくこれは、きょうこれまでもいろいろ出てきておりますような不動産関連の資格制度とはまた別の課題だと思えます。仕組みをうまく説明するというのは、もちろん知識も必要ですが、それ以外の能力も必要になってまいりますから、そういった観点での資格制度なり、あるいは、助成制度も考えられるのではないかという気がいたします。

以上です。

【平井部会長】 ありがとうございます。

そろそろ終わりの時間が近づいてまいりましたが、どうしてもご発言をしたい方、あとお1人程度で。

【金本部会長代理】 少し、というか大分ここでのテーマと違うかもしれません。エンジニアリング・レポート関係で、土壌汚染とかいろいろなものがあるんですが、どうも全体が、仕組みがうまく機能してない面があるようで、リスクを抱えている物件が塩漬けになっているとか、そういったものがかなり多いようです。このトータルなもの、全体がうまく表に出て、それを評価する人たちがかなりの程度活動しているというベースがあって、その個々の物件のエンジニアリング・レポートの仕組みがうまく機能してくるんだと思うんですが、その辺は、ちょっとこのテーマとちょっと違いますが、どんな感じなんでしょうか。

物件というのは、出てきたものについてどうするかという話ですが、ポテンシャルな物件はいっぱいあって、そういうものについているんな取り組みがあった中でエンジニアリング・レポートが機能しているといいと思うんですが、ぼつぼつ出てきたものをたまにやるといった雰囲気ですぐうまくいくのかなという感じがあって。

【松脇課長】 これもちょっとお答えにはならないんですけども、その土壌にしても、耐震性にしても、社会全体のストックの問題というのについて、何ていうか、データのな意味も、それから、それに携わる人という意味でも、基盤がないと市場の中でこういうものを動かそうとしてもなかなか動かないんじゃないかというご指摘かなと思うんですけども……、ご指摘はそういうご指摘だと理解したというところで、それをちょっとどうとらえるかという、役所の縦割りの話だけじゃなくて、これはちょっと広い範囲のお話もあるので、そうですね、今すぐお答えはできないんですけども、この答申をまとめるに際しても、先ほどのセカンドオピニオンの話もそうだったと思うんですけども、表面的なことだけではなくて、その実質がどうなのかということ踏まえてまとめたいと思いますが、どういう工夫ができるかどうかわかりませんが、またちょっとご指導をいただきながらと思っております。

【川本審議官】 何かその塩漬けに、要するに土壌汚染についての調査ができないので塩漬けになっているということですか。

【金本部会長代理】 何か危なそうで怖くて塩漬けになっていて、何もしてなくて遊休

している。

【川本審議官】 それは、調査機関が足りないとか、やっぱり調査会社が信用できないとか、そういうことになるのでしょうか。

【金本部長代理】 いや、そういうことでもないんだと思うんですね。そういう若干危なそうなやつがマーケットに出てくるようになっていけば、それをその調査する人たちもたくさん出てきてということはなるんだと思うんですが、どうも塩漬けになる傾向があるようだという、そんな感じで、これもちゃんと私も調べた話ではないんですが。

【田村委員】 1つだけ、その今の土壌調査については、やっぱり信頼性が相当今後問題になってくるだろうというふうに思う事例が最近ありまして、砒素が100倍ぐらいあるところを土壌改良しましたと行って区役所に届けたんですが、その後でもう一回調べたら、全然改良されてなくて、実は300倍あったというような事例がありまして、それで裁判になっている例もありまして、結局その信頼性を確保する手段が全くないと。構造偽造問題ではありませんけれども、法律そのものがまだしっかりしていないものですから、そういったところがちょっと今後出てきて、それでちょっと揉まれて前進するのかなという感じがありますけれども。

【平井部会長】 ここの対策は、ERの基準を統一化すると、そのさっき塩漬けのやつも、これは本当に塩漬けすべきなのかどうかということが判断されてきて、塩漬けなくてもいいというものが市場に出てくるという可能性はあるかもしれませんね。対策は、ER等の評価基準みたいなものを統一化するという形でここに出ているんですが、それが果たして有効かどうかという問題ですね、今の塩漬けの。

【金本部長代理】 普通は逆で、一般的に、その対象について一般的にこういうものだというのがベースがあると、その基準ができてということなんですが、証券化のところ、マーケットのちっちゃいところでいきなりつくろうと思ってもなかなか難しいなというのが私の印象なんです。

【平井部会長】 ただですね、これは全然話は違いますが、敷金の返還範囲をどうするかということについて、いろいろ民間の団体がこういう基準にするということを提案しているわけですね。そうすると、その裁判所もそれを、その基準に合っていないじゃないか、だからだめだというような形の判決が出てきていることがあるんですね。ですから、ある程度評価基準というのが法律的な基準にもなり得る可能性もあるということですね。その点、ちょっと難しい問題で、これは報告書のほうにどういうふうを書くかということにも

関連しますが、これは、次回、じっくりご議論をいただきたいと思います。

【川本審議官】 その土壌汚染の議論というのは、私もさっき田村先生がおっしゃったのと同じように思っています、まじめに調べて危ないということがわかると困ってしまう。だから、まじめに調べずに、まあまあ大丈夫だということマーケットに出てくるというようとか、役所がこういうことを言うと問題になるかもしれませんが、そういうところがちょっとあるんじゃないかなと思っています。そうすると、じゃあ、要するにそのリスク評価をするためには、徹底的にちゃんと調べたという、調べさせて、調べた結果というのが開示されてマーケットに出して、リスクが高いから価格が下がると、リスクが低ければ価格は上がると、そういうシステムにならなきゃいかんのですけれども、多分最初のところの調べるところについての強制力みたいなところが多分不十分なんじゃないかなというような気がします。土の中の話ですから、どこまで掘るのか、どの地点を掘るのか、何カ所掘るのかというのによって、多分結果がかなり違ってくるということじゃないかと思っています。

現実に、あまり個人を出すのはあれですけども、大阪のOAPの問題なんかも、あれだけの大会社がやっても後から問題が出てくるということがありますから、入り口のところの強制の仕方みたいなところが本当は問題なんじゃないかなという気はするんですけどもね。土壌汚染防止法はあるんですけども、そのワークというところが完全に十分にしていないということかなと思いますね。

【松脇課長】 取引に出なくても、本来、もし企業が持っていれば企業の資産の価値の問題ですよ、その塩漬けになっていること自身が。だから、何ていうか、CREとか、そのコンプライアンスが高まってくると、やっぱりその持っているだけの資産についても、やっぱり本当はその土壌についても調べないといけなくなってくるのかなと思ったんですけども、ただ、先生がおっしゃっているのは、企業が持っているもの、企業以外のところとか、個人が持っている土地のとかも含めてだともう一つ何かきっかけが要るのかなと思ったんですけども。

【金本部長代理】 自治体が持っている分とかですね。

【松脇課長】 ああ……。

【平井部長】 ほかに、特にご意見がなければ。

いろいろありがとうございました。時間も迫ってまいりましたので、この辺で議論を打ち切って、後でご説明があるかと思いますが、今回は、第2次答申案の原案をご議

論いただくということで、事前に何か事務局のほうでは配付するようなことを考えているようですから、事前にお読みいただいて、ご意見をまとめてご発表をいただければありがたいと思います。

それでは、事務局から連絡をよろしく願いいたします。

【松脇課長】 それでは、まず、次回でございますけれども、既にご連絡をさせていただいたと思いますが、4月23日の月曜日、13時から15時、場所はこの会議室で行います。

今、部会長からもお話がありましたように、第2次答申案の案文につきまして、事前に、できれば4月16日、という日付を言ってしまうといいのかわからないんですけども、努力をいたしまして、やっぱり1週間前ぐらいにはお渡ししたいと思いますので、そういう気持ちで準備させていただきまして、各委員のお手元にお送りしたいと思います。その後でも、その前でも、もし何かご意見等がありましたら、メール等でもファクスでも結構ですので、お寄せください。

取りまとめていただきました第2次答申につきましては、5月に国土交通大臣に手交をいただくことを予定しておりますので、よろしくお願い申し上げます。

事務局からは以上でございます。

【平井部会長】 どうもありがとうございました。

それでは、長い間、熱心にご議論をいただきまして、ありがとうございました。本日は、これで閉会といたします。ありがとうございました。

— 了 —