

国土審議会土地政策分科会第15回企画部会及び  
社会資本整備審議会産業分科会第3回不動産部会

日 時：平成17年12月12日（月）

15時30分～17時38分

場 所：国土交通省低層棟共用会議室2

土地政策課長 ただいまから国土審議会土地政策分科会第15回企画部会及び社会資本整備審議会産業分科会第3回不動産部会の合同会議を開会いたします。

委員の皆様方には大変お忙しいところ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。

私、事務局を務めさせていただきます一人でございます国土交通省土地水資源局土地政策課長の服部でございます。よろしくお願いたします。

不動産課長 同じく総合政策局不動産課長の松脇達朗です。よろしくお願いいたします。

土地政策課長 本日は国土審議会土地政策分科会企画部会と社会資本整備審議会産業分科会不動産部会の合同部会として開催しておりますが、まず始めに事務局より、合同部会として開催するに至った経緯を簡単に説明させていただきます。

国土審議会の土地政策分科会企画部会では不動産投資市場検討小委員会を設置し、土地政策の観点から不動産投資市場の検証のために今後進めるべき施策の方向性について議論しておりまして、今月の9日に「中間整理～土地政策の観点からの不動産投資市場の検証と課題～」を公表したところでございますので、本日、その御報告をいただくこととしております。

また、社会資本整備審議会産業分科会不動産部会では、10月24日に諮問された「都市・地域経営の基盤となる不動産の価値創造と、不動産への継続的なかつ安定的な資金の循環を実現する不動産市場はいかにあるべきか。」に対し、まず投資家保護の法的枠組みについて御議論をいただけてきましたが、本日、その中間整理をいただくこととしております。

両部会はともに、新しい時代に対応した不動産市場のあり方等について、それぞれの切り口から御審議をいただいております。本日は両部会とも一つの節目の段階を迎えています。

この機会に両部会それぞれの審議内容を相互に確認し、今後の審議の参考として意見の交換を行うことが適切であると考えられますので、合同開催とさせていただいた次第であります。

引き続きまして、両部会委員の皆様のお名前のみ、名簿記載の順番で簡単に御紹介させていただきます。

まず小林部会長でございます。不動産投資市場検討小委員会の委員長でもございます前川部会長代理、鈴木委員、高木委員、肥田野委員、山田委員、不動産投資市場検討小委員会委員長代理でいらっしゃいます清水委員、以上でございます。

なお企画部会の委員につきましては、このほか、金田委員、白石委員、三上委員、山野目委員及び亙理委員が任命されていますが、本日は御都合により御欠席との御連絡をいただいております。よろしくお願いいたします。

不動産課長 続きまして、社会資本整備審議会産業分科会不動産部会の委員の先生方を、同じく名簿に基づきまして御紹介したいと思います。

井出委員でございます。岩沙委員、石澤委員、伊藤委員、岩原委員、渋谷委員、杉本委員は少し遅れておられるようですが、田村委員、土田委員、濱口委員、福土委員。

なお、不動産部会の委員につきましては、平井部会長は御都合により少し遅れて御到着との連絡が入っております。部会長代理の金本委員につきましては、本日は御都合により御欠席との御連絡をいただいております。よろしくお願いいたします。

土地政策課長 続きまして国土交通省からの出席者も紹介させていただきます。

まず総合政策局でございます。審議官の川本でございます。総務課長の内田でございます。不動産課不動産投資市場整備室長の石塚でございます。土地水資源局から、局長の阿部でございます。次長の日尾野でございます。総務課長の有木でございます。土地政策課土地市場企画室長の藤井でございます。

以上よろしくお願いいたします。

次に、お手元に配付しております資料の確認ですが、上から順に、議事次第、両部会の委員名簿、座席表、配付資料一覧、資料1「不動産投資市場検討小委員会中間整理」、資料2「不動産部会中間整理(案)」、資料3「不動産部会中間整理(案)概要」及び資料4「不動産部会中間整理(案)参考資料」でございます。

委員の皆様方には「不動産投資市場検討小委員会の中間整理参考資料」を別冊でお配りしております。欠落その他ございましたらお申しつけください。

今回の会議の開催につきましては合同部会という形式をとらせていただいております。そのため、会議の進行、発言の取り扱いなどについて、これまでの部会とは多少異なるところがございますので簡単に説明させていただきたいと思っております。

まず会議の進行ですが、最初に国土審議会土地政策分科会企画部会の議題について御審議いただき、続いて社会資本整備審議会産業分科会不動産部会の議題について御審議いただく予定にしております。

会議中の発言の扱いですが、国土審議会の議題について御審議いただいている間も、社会資本整備審議会各委員におかれましても御自由に御発言いただきますようお願い申し上げます。

げます。

ただし、この場合の御発言につきましては、審議の中では参考意見として取り扱うこととさせていただきます。同じように、社会資本整備審議会の議題についての御審議中に、国土審議会各委員の御発言を参考意見として扱わせていただくこととなります。

本日の議事の公開につきましては、両部会とも、これまでの部会において会議は非公開、ただし報道機関は傍聴可能とし、議事録につきましては発言者も含めて公開とさせていただいておりますので、本日もそのとおりとさせていただきたいと思っております。

以上よろしくお願いいいたします。

本日は国土審議会土地政策分科会企画部会並びに社会資本整備審議会産業分科会不動産部会ともに定足数に達する委員の皆様の御出席をいただいておりますので、それぞれの審議会の規定により部会が成立しておりますことを御報告申し上げます。

それでは議事に入らせていただきます。

先ほど御説明いたしましたとおり、まず国土審議会の議題についての審議を行いたいと思っておりますので、これより議事の進行につきましては小林部会長にお願いしたいと思います。

小林先生、よろしくお願ひします。

小林部会長 小林でございます。よろしくお願ひします。

二つの審議会が一緒に合同部会を開催する経験は幾つかございますが、これほど多くの委員での開催の経験はございませんので、御協力のほどよろしくお願ひいたします。

お手元の議事次第の議事の1「中間整理～土地政策の観点からの不動産投資市場の検証と課題～」に入りたいと思っております。

企画部会報告、「土地政策の再構築」において今後取り組むべき土地政策の基本方針施策の一つとして、不動産投資市場の整備を掲げました。そのことから、当企画部会のもとに、専門の小委員会である不動産投資市場検討小委員会を設けまして検討を行っていただいているところでございます。

今月の9日に、前川委員を委員長とする小委員会が取りまとめた中間整理を公表したところでございます。したがって、不動産投資市場検討小委員会の委員長として中間整理をまとめていただきました前川部会長代理から、その概要について御報告をまずいただきたいと思っております。お願ひいたします。

前川委員長 御報告いたします。

不動産投資市場検討小委員会は、小林部会長より御紹介があったとおり、国土審議会土

地政策分科会企画部会の決定により、10月24日に同部会のもとに設置されて以降、さまざまな論点について、委員の意見を集約してきたところでございます。その詳細は、後ほど事務局より説明してもらうことといたしますが、中間整理の概要について御報告いたします。

私ども小委員会において、国土審議会土地政策分科会企画部会の取りまとめた「土地政策の再構築」において示された今後の不動産投資市場のあり方について、より専門的かつ詳細に検討してきました。

したがって、ここで不動産投資市場に関する検討は、あくまで金融市場としての観点ではなく土地政策の観点から、今後の不動産投資市場が果たす役割、備えるべき機能、必要な施策の方向を明らかにするための検討・検証を行うものであります。

土地政策の検証の視点としては、まず不動産は、その所有形態や資金調達のあり方を問わず、公共の福祉との適合が求められる財であることにかわりないこと。また、国富として見た不動産は、都市やまちを構成し、住生活にも影響するといった点で、他の資産と異なり、私有財産であると同時に、国民的見地から健全に維持発展されることが求められるものであることを確認しました。

したがって、不動産投資市場における投資対象が不動産である以上、土地についての基本理念にかかわる範囲内において、実物不動産と同様に、土地基本法が求める公共性との適合が図られなければならないということです。

適正な土地利用の確保、正常な需給関係、適正な地価形成は、市場の調整メカニズムに期待するところが小さくはありません。

近年の不動産の証券化による金融市場との連動は、従前の不完全な不動産市場の機能を改善することに寄与してきました。しかし同時に、不動産が金融市場に組み込まれることにより、土地利用の長期性、外部性など、不動産固有の特性が軽視される危険もあることも確かです。

これらのことから、金融の先にある実物不動産が国富として健全に維持発展していくよう必要な条件を整備しなければならないことを、検討の基本的視点としました。

こうした視点から、土地市場におけるバブルの発生と崩壊、さらには資産デフレの進行と、その歯どめとして不動産証券化の果たした役割について、そこに生じた不動産と金融の間での市場メカニズムの変化を踏まえて詳細に分析しました。

その上で、わが国全体の資金循環における不動産投資市場の現状について分析し、もは

や不動産投資市場は単なる資金の受け皿ではなく、資金循環の一セクターとなっており、今後も資金循環の一セクターとして持続的成長が図られるべきもので、もはや時計の針は戻ることはできないものとの認識に至りました。

こうした認識のもとに、土地政策の観点から、不動産投資市場の果たすべき役割について検討しましたが、その基本としては、不動産投資市場においては、投資が結果として公共の福祉に適合することが求められるということであり、例え金融として短期的にうまくいっていたとしても、実物不動産に効率的に資源配分がなされなければ、実物不動産の維持管理や質的向上を拒み、ひいては金融における投資にも結果としてはね返ってくるということでもあります。

また、不動産投資市場が進展するためには、単なる金もうけの手段にとどまることなく、投資資金が、優良な物件の開発や、適切なバリューアップによる物件の再生を加速させ、良質なストックの形成やまちづくりの創出に合致させる仕組みが必要であり、こうした仕組みの構築が、適正な土地利用に加えて、不動産投資市場に持続的な資金流入をもたらし、さらなる進展につながるということでもあります。

さらに、このような不動産投資市場のあるべき機能は市場に内在化されるということで、市場メカニズムにより自律的に、適切な不動産の経営、利益相反の回避、外部経済性につながる価値創造、価格の安定化機能等を実現することが期待されるということです。

したがって、今後は不動産投資市場のみならず、他の土地政策上の課題に対しても、民の力、市場の活力を最大限活用した土地政策、すなわち市場重視型の土地政策への転換を押し進めていくことが必要ということでもあります。

なお、土地政策の観点から、不動産投資市場のあるべき機能は、基本的には投資スキームの違いにかかわらず、また、実物不動産か信託受益権化されているかにも関係なく、投資対象が不動産である限り、不動産投資市場に共通して整備されるべきルールとして制度設計されるべきということを確認されました。

このように、この報告は土地政策の観点から、不動産投資市場においてあるべき条件整備を項目としてまとめたものを中間的な整理として報告したものであります。

本日の中間整理について、この場でいただいた御意見については、今後の小委員会で反映したいと思います。

小林部会長 ありがとうございます。前川委員長より概要について御説明いただきましたので、具体的な内容については事務局より御説明いただきたいと思います。よろしく

お願いいたします。

土地市場企画室長 中間整理という冊子がございます。本文と参考資料がついていますが、参考資料については、冊子の中にとじ込んでおりますので、見やすいように、本日は同じものを参考資料という形で御用意しております。この二つの資料で概要を御説明させていただきたいと思います。

最初に冊子の目次をごらんいただければと思います。大きく三つの章からなった報告となっております。

序章でございますが、検証の視点が書かれています。その上で、第1章としまして、不動産投資市場が土地市場に与えた影響ということで、バブルの発生・崩壊、その中で不動産投資証券化が出てきた背景、証券化が果たした役割を第2節で、5点の視点でまとめて評価しております。

第2章で、不動産投資市場の現状と課題ということで、現状につきまして、二つの視点から現状を分析をしています。一つは資金循環の中での不動産投資市場の拡大という形で分析しています。もう一つは、資金の受け皿側としての不動産投資市場の内部構造を、ここでは「ファンドの森」という概念で分析をするということを行っています。

その上で、第2節でございますように、今日の不動産投資市場の四つの問題点という形で整理をしました。第3章では、土地政策の観点からの不動産投資市場のあるべき機能はということであるのかということをもとめさせていただいた内容になってございます。

以下、基本的には参考資料で御説明をさせていただきたいと思います。

序章に「2頁」とございますが、「検証に当たっての基本的視点」をごらんいただきたいと思います。

土地政策の基本目標が土地基本法の中に二つ書かれてございます。「適正な土地利用の確保」と「正常な需給関係、適正な地価の形成」ということでございます。

例え証券化になろうと直接金融、間接金融のものだろうと、その対象が不動産ということでございますので、不動産が、都市やまちを構成する住生活の基盤となる、産業の基礎的な条件となるということですので、証券化だろうとなかろうと、基本的なところが達成されなければいけないという考え方に立ちまして、こういうものが国富として健全に維持発展されていくようなものとして、不動産投資市場が果たすべき機能はということかという視点で検証を行っているということでもあります。

そのときの適正な土地利用の確保については、本企画部会の中でも、先般の再構築の議

論の中でもありましたように、今日においては適正な土地利用は、土地の効用が最大限発揮されることということで整理がされています。

このような観点からしますと、単に不稼働不動産が稼働化していくことはもちろんですが、そういうことだけではなくて、例えば収益不動産の場合であれば、適切なキャッシュフローが生み出されることも重要だということでございまして、そのための健全な維持管理、着実な質向上、新たな価値創造につながるような環境整備はいかにあるべきかという視点で検証をしているということでございます。

もう一つは、正常な需給関係、適正地価の形成ですが、バブル期では投機的な土地取引の抑制ということに力点が置かれていたのですが、バブル崩壊後は、持続可能な資金の安定流入が大きな課題になっているということでございまして、そういう観点からの検証と合わせまして、近年、一部で過熱傾向が懸念されていますので、不動産投資市場における価格形成についても検証しようということでございます。

こういう考え方に立ちまして、第1章で、バブルの発生・崩壊と、その中で不動産投資市場が果たした役割を整理をさせていただきます。

4ページに、地価の状況と、その中でとられた主な政策あるいは主な出来事を整理をさせていただきます。

地価は、平成3年をピークとして、バブルの発生・崩壊ということになったわけですが、バブルが発生した原因については、いろいろなことが言われています。都心部でのビル需要が端緒になりまして地価が上昇していったということがありますが、一番大きな理由は昭和60年（85年）のプラザ合意がございまして、その中で低金利政策がとられて、過剰流動性が背景にあったということが言われています。

5ページに、地価が上昇していくメカニズムを非常に概略的にあらわしていますが、地価上昇の過程の中では、土地の担保力を積極的に活用した経済活動が行われまして、地価が上昇する限り信用力が高まって、それが、さらに不動産に資金の流入を加速していくという現象が起きやすいシステムになっていたということの中で、過剰流動性を背景に、どんどん地価が上昇をしていったということでございます。

平成2年に不動産への総量規制が実施されまして、さらに平成3年には土地譲渡益課税の強化、平成4年には地価税の創設という形で、総需要を抑制する施策がとられました。このために地価が下落に転じたということでございまして、5ページの真ん中を見ていただきますと、土地の担保力を信用して融資をしていた関係は、いったん地価が下落に転じ

ますと、いろんな不動産への融資が一挙に不良債権化することが表面化していく。

そういう中で金融システムが健全に働かなくなっていく中で、資金流入が入ってこないということになりますと、不動産の不良債権化がさらに加速していった、買い手があらわれないという形で、地価の下落がとまらなかったという状況でございます。

証券化が98年ごろから出てきたと言われていまして、外資系企業による日本買いの本格化と言われていますが、98年ごろからバルク買いみたいなものが証券化で入ってまいりました。同じ年にSPC法が制定をされて、SPCが買い手として機能する、さらに平成12年には土地法人法、さらに資産流動化法が制定され、13年にはJリートが上場を果たすという状況になってございまして、こういう証券化が出てきたことによってリスクの区分け、小口化、倒産隔離というスキームを背景としまして、既存の金融システムと切り離された形での資金調達が可能となって、買い手不在の中で、SPCが買い手として出てきて、土地を買い支える形で、バブルに少し先が見えてきたという状況が出てきているわけでございます。

次のページをめくっていただきますと、証券化が果たしてきた役割を、五つに整理をしています。

まず第1番目は、資産デフレへの歯どめということに大きな役割を果たしてきたということございまして、6ページの右のグラフにございますように、今日では土地の一部上場企業の7割が証券化関連で取得されている形でございます。

7ページは、実際に地価の歯どめとどう連動してきたかを分析したのですが、上の地図は、Jリートの取得物件がどこに所在するかを書いたものでございます。Jリートの取得物件の半径1キロ以内に、地価公示の公示ポイントがあるとしたときに、上昇ポイントが多いのか下落ポイントが多いのかによって色分けをしたものでございます。赤が上昇ポイントが多い物件でございまして、Jリートが取得したところが地価の上昇地点と一致する状況が見てとれるということでございます。

下のグラフは信託受益権の登記件数と、地価の公示の上昇ポイントの関係を一つのグラフであらわしたものでございまして、ピッタリ一致しているということでございます。

Jリートですと70数%が信託受益権化されていまして、プライベートファンドは100%が信託受益権ということでございますので、ファンドの動きと上昇ポイントが非常に連動性があるということございまして、不動産証券化が、地価の下げどまりに大きな役割を果たしたということが見てとれるということでございます。

次のページをめくっていただきますと、二つ目の役割としまして、不稼働不動産の稼働化に大きな役割を果たしたということでございます。

例えば工場跡地とか、バブルの崩壊の後、発生をしたわけでございます。こういうものは非常にリスクの大きな不動産ということございまして、リスクの大きい中でなかなか買い手があらわれないという状況があったわけですが、証券化ができることによってリスクの区分け、リスクの小口化によるリスクのトランシングが可能となったということございまして、これによって、リスクが高いとみなされていた不稼働不動産にも資金が流れたというところに大きな役割を果たしたということです。8ページの下にございますが、Jリートの中のフロンティア不動産投資法人という形で、日本たばこパイプライン契約を結びまして、工場跡地を稼働不動産に転換していくという形で、例えば岡山の事例ですが、長年なかなか稼働化できなくて、まちの中で滞っていた物件ですが、証券化のスキームによって稼働化したという事例でございます。

三つ目の効果としまして、不動産経営の効率化による価値の増進ということを掲げています。

従来、ともすると不動産経営は、勘と経験に頼って行われてきたきらいがあったわけですが、証券化の世界ではそういうことは許されないということになりまして、数値目標をキチッと掲げて、トラックレコードによってキチッと説明をして、PLAN・DO・SEE・ACTION型のビジネスモデルが必要とされた。

こういう中で、多くの市場関係者の目の中で、経営の効率化努力・合理化努力が図られることになりまして、これが市場の中で競争を活発化させていく現象が出てきています。そのために、同じ不動産でも、より多くのキャッシュフローが得られるということは、逆に、不動産相互の価値が増進して、より大きな経済活動をもたらす側面にも寄与したということでございます。

次をめくっていただきますと、4点目の効果として、不動産市場の透明化が書かれています。

さまざまな情報が今回、証券化を通じまして開示をされるという形で、これはリートの開示されているものの一部ですが、アスベストの使用の有無とか、そういった情報まで開示をされるということでございます。

五つ目の効果としまして、不動産価格の安定化機能がビルトインされているということでございます。

証券化の世界の中では、 $i r r$ 等の収益利回りが計算されまして、その利回りと、他の金融商品の収益及び利回りとの相対関係で投資が決定されるというメカニズムが導入されたということでございます。

そうなりますと、ここに書いてあります数式は内部収益率の計算の式ですが、例えば青い矢印ですが、地価が上昇しますと、 $i r r$ が低下をすることになります。低下すると、どこかの段階で資金流入に歯どめがかかることになりまして、逆に赤い矢印のように地価が下落しますと、 $i r r$ が上昇して、どこかの段階で資金流入が回復するという、価格のスタビライザー機能が概念的にはビルトインされたということでございます。

こういうことが土地のシステムとどういう関係があるのかをまとめたのが12ページです。左側はバブル崩壊までの投資システム、右側が証券化後のシステムということで対比したのですが、バブル崩壊までの投資システムは、土地を担保とした信用力で融資するシステムということございましたので、地価が上昇すればするほど資金流入が加速しかなないシステムだったと言えるわけでございます。

一たん地価が下落すると一挙に不良債権化してしまうということ、地価が下落する限り、信用力は回復しませんので、資金流入が自律的に回復していくことはなかなか見込めなかったというのが従来のシステムだろうということでございます。

これに対しまして、証券化後のシステムは、基本的にはキャッシュフローをベースとして判断するということになってございます。そうしますと、 $i r r$ のところでも御説明しましたように、キャッシュフローベースの地価がどんどん上昇してきますと、キャッシュフローベースの収益率がどこかで低下しまして資金流入に歯どめがかかるということでございます。

一たん地価が下落しましても、キャッシュフローベースで融資をしていますので、一挙に不良債権化するということは起きにくいという形で、金融の健全性がある程度維持される。

地価が下落してまいりますと、どこかの段階でキャッシュフローベースの収益率が上昇に転じます。そうしますと、どこかの段階で、自律的な市場の力によって下落に歯どめがかかるということが、概念的にはこういうシステムがビルトインされたということが言えるのではないかとということでございます。

このようなシステムが正常に機能しているかどうかはキチッと検証がされたところではございません。今日、地価の上昇、一部でバブルじゃないかということも心配されている

ところでございますので、我々としてはキチッと、土地政策上はモニタリングすることが重要であると、報告書の中ではそういう提言がまとまっているということでございます。

以上の流れから、13ページでは、五つの観点がどういうふうに土地政策との関連があるのかを整理してございます。

引き続きまして、こういう過去の状況の中で、現状がどうなっているかを第2章で分析しております。

15ページにございますように、証券化が急激な勢いで伸びていまして、今日では累積20兆円になっているということですが、全体が日本の資金循環の中でどういうポジションを占めているのかを見たものが16ページ、17ページでございまして、16ページ、同じものですが、5年前の値と現在の値がどうなっているかを並べて見たものでございます。

これを見ていただきますと、左側に不動産資産と書いております。実物の不動産の市場がどうなっているかということでございます。

5年前には不動産資産が2,600兆ございました。今日では2,300兆に、300兆ほど5年間で減少しております。

地価下落が起こったために減少しているわけですが、その中で収益不動産を見ていただきますと、5年前には60兆から70兆、正確なデータがございまして、このぐらいに推計されるということですが、今日はこれが75兆と、逆に増えています。地価下落の中でも増えているのは、非収益不動産が収益不動産に転換されたということで収益不動産が増えたわけでございます。

増えた最大の要因が証券化によるものだということでございまして、5年前には証券化の資産規模は1兆5,000億だったのが今日、20兆に膨らんでいるということでございます。

実物資産に対しまして、金融側がどうなっているかを見たのが真ん中の図でございます。17ページで見ていただければと思いますが、金融資産全体で5,930兆ほどございます。5,930兆のうちの現金預金が1,250兆ほどございまして、その中の投資対象的資産のうちの伝統4資産と書いてありますが、国内外の株・社債投信が1,700兆ほどございます。

オルタナティブ資産の中で、不動産に関連する4資産をピックアップしております。投資信託受益権証券、信託受益権、債権流動化関連商品等と書いておりますのは抵当証券で

すが、4資産合わせますと139兆円ございます。

139兆円に誰が投資しているのかを見たのが投資主体という図でございます。

これを見ていただきますと、最も多いところは家計ということで、51兆円が、139兆円の不動産関連4資産の中に流れ込んでいる。その次が、民間の非金融法人企業が30兆円、銀行から24兆円、保険から15兆円、年金基金から3兆円の資金が流れているということでございます。

この不動産関連4資産が、不動産の証券化にどのように流れているかを見たのが真ん中でございまして、ここではちゃんとしたデータがないので仮定ですが、証券化商品の20兆円のうち、ローントゥーバリューを60%と仮定しますと、8兆円がエクイティだろうと推計をされます。

今日、CMB Sが3兆円と言われておりますので、3兆円と8兆円が、不動産関連4資産139兆円から流れており、ノンリコースローン9兆円が、民間金融機関の貸出し698兆円から流れているという関係になっているということでございます。

17ページの上に四つほど書いてございますが、四つの特徴があると見てとれるのではないかとということでございます。

第1番目の特徴は、不動産投資市場は急速に拡大しているけれども、まだまだ規模が小さい。金融と不動産の巨大なものから比べますと規模が小さいということが見てとれるということでございます。

2番目は、証券化が、金融から不動産に対するパイプのようなブリッジ機能を果たしているわけですが、ブリッジ機能は、巨大な両市場に比べますとまだ細いということでございます。

細いということになりますと、金融の変動を非常に大きく受けやすくなるということもあり得るということでございます。

3番目は、証券化に流れているもともとの投資主体を見ますと、最も多いのは家計ということになるわけでございます。ところが、家計の中身を見ていただきますと、家計1,433兆円あるうちの、不動産関連4資産に向かっているのは51兆円で3.6%にすぎません。一番大きいのは現金預金に向かっています、54%、781兆円が現金預金に向かっているということでございまして、そういう意味で、今後、不動産証券化に流れていく余地はまだまだ大きいということでもあります。

4点目に、このように証券化は発展途上、成熟途上ということですが、資金循環の中で

明らかに大きな経済の一セクターを形成し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。

こういう一セクターを形成した背景を、投資家、事業者サイドそれぞれから見たものが18ページからでございます。投資家サイド、ポートフォリオ組成の理由、あるいは高いクーポンの国債が償還されてしまって、そのお金が行き場がなくなって、それが流れているとか、あるいは年金資金が、世界的な傾向ですが、運用改善、運用の向上を求めて、それが不動産市場に流れている状況がございます。

20ページ、21ページですが、事業者サイドの理由としてはROE、ROAを高めなければいけない。あるいは企業の不動産の保有戦略も、従来のような信用力という形で不動産を見ずに、戦略的に持つようになってきた。

21ページにございますように、非常に大規模な集中投資を、非常に競争が激しくなっている中に行わなければいけない。すべてをオンバランスで資金調達することに限界があるということで、オフバランスを組み合わせなければいけないということでございまして、いずれにしても、こういうものが大きな資金循環の流れをもたらしているということでございまして、こういう動きは不可逆的な動きであって、小委員長のお話にもありましたが、時計の針が戻せないような形になっているということでございます。

したがって、今後の土地政策においては、証券化市場を無視することはできないわけございまして、証券化という動向を見て、市場重視型の土地政策を進めていかなければいけないということでございます。

22ページ以下は資金の受け入れ側がどうなっているかということで、それを「ファンドの森」という形で、発展成長過程を見て分析したものでございます。

22ページですが、98年ごろから証券化が本格的にわが国に入ってきたわけですが、当初は不良債権の資産流動化という形の中からスタートしたということでございます。

そのときに、金融は5年とか3年という期間で資金を回収しなきゃいけない。しかし、不動産の方は恒久財ですから長期に運用しますので、どうしても出口が必要になってくるということでございます。

出口が課題だった中で、リートが出現をします。リートが出現しますと、プライベートファンド側にしてみますと、リートという出口ができた。一方、リート側も、プライベートファンドがあることによって物件の確保が容易となる、外部成長がしやすくなるということで、リートが出現したことによって、Jリートとプライベートファンドの相互補完的

な成長メカニズムが成立をしたということでございます。

さらにそういう動きを加速させるという形で、ノンリコースローンの借入れが活発化して、それを後押しをするという形で、特にC M B Sが出たおかげで、特定の金融機関に依存しない形で資本市場を通じた資金調達が可能になったという形が証券化を加速させているということでございます。

この結果、23ページにございますように、当初、オフィス一辺倒だった証券化案件も、オフィスからショッピングセンター、住宅、物流と用途が拡大されてまいりまして、さらに抱えるリスクも、コア物件だけでなく、バリューアップ案件、よりリスクの高いオパチュニスティックな投資にも向けられるようになって、すそ野が広がっていった。

2003年に投資信託の規制緩和が行われまして、ファンドオブファンドが認められまして、例えばリートそのものですと一口90万とか100万円の投資が必要ですが、1万円からの投資が可能になった。事業もオンバランスとオフバランスを組み合わせた事業ができるようになりまして、24ページにありますように、そういう中で多様なリスクを処理できるようになりまして、開発案件も処理できるようになったということでございます。

こういう状況を見ますと、25ページにありますように、気がついてみますと、巨大な森林が形成されるように、あたかも「ファンドの森」といったものが形成されているという形になりまして、「ファンドの森」の中で多様な資金を吸収して、多様なリスクを吸収できるという形で、それが不動産を支えるという構造ができ上がってきたということでございます。

リートが生まれ、ファンドオブファンドができて、用途が拡大し、リスクの許容範囲が拡大しまして、例えば開発型案件あるいは再生型案件みたいなものも、「ファンドの森」の中で行えるようになってきたということでございます。

26ページ、27ページ、「ファンドの森」の形成で、例えば不動産と金融のミスマッチが解消される、あるいは先ほど言いました開発型証券化とか再生型証券化みたいなものもできる余地が出てきたということで大きく寄与していると考えられるわけでございますが、一方で問題点もあるということで、28ページ以下、今日における問題点ということで、大きく4点整理をしています。

第1点目は、不動産の金融商品化に伴う問題点ということで四つほど挙げています。

本来、実物投資であれば当然認識されるべきいろんなリスクが、金融という形で一たんラッピングされますので、投資家にとっては認識されにくくなっていくという現象が見て

とれるのではないかということでございます。

例えば管理の部分ということで、29ページですが、一つの例を挙げています。

写真にございますような10階建てのビルを想定したものでございます。これの収益還元価格をどうはじくかというときに統一したルールがございません。

修繕費をどういうふうにはじくのか統一したルールがない中で、ケース1は、例えば3年ほどの投資というイメージで、その間、年間の修繕更新費を、できるだけお金をかけないということで、建築費の0.25%しかお金をかけませんよというふうに計算しております。

ケース2の場合は、キチッとした修繕費をやりましょうということで、年間の修繕費を、建築費の3%ほど乗せるという形で、それぞれ価格を計算しますと、ケース1の場合には55億円、ケース2の場合には47億円という形で値段が違ってまいります。14%ほど収益還元価格に違いが出てくるということになるわけですが、こういう違いは、投資家の方々にはキチッと、実物があれば当然、中身もよく精査してということがやりやすくなるわけですが、投資家の方には、金融という形になりますと見えにくい状況になってしまっていて、そうなりますと、物件の管理の違いによる資金への資源配分の違いが当然出てきて、しかるべきところがゆがめられてしまうという問題が出てくるということでございます。

30ページは、パイプが非常に細いということでございますが、実物不動産のファンダメンタルズに関係なく、金融の状況を受けやすくなっていくということが出てくるということでございます。

31ページは、良好な都市形成の責任の希薄化という書き方をしていますが、不動産の特性という形で、立地特性が資産価値に影響してくる。すなわち地域の利便性とか景観とか賑わいとか、そういうことが価格に影響していくという特性を不動産は有しています。

こういった特性はいずれも外部経済要因ということでございまして、外部経済要因は短期ではわからないんですが、中長期的には、最終的には資産価値にはね返ってきて、投資家の利益にはね返ってくるということでございます。

ということから、できる限りまちの魅力を高めていく努力を、いろんな事業者さんはなされているわけですが、外部経済性の高い支出は、投資家の側には意義が見えにくいというところがございます。

特に証券化の場合には、投資ピークルに行動の制約を課すということで安全性を高めるという仕組みですので、どうしても行動が硬直的になってしまうということで、こういう

ものに適切に、柔軟に資金が出されないという危険性があるということでございます。

32ページは、二つ目の問題として資金循環上の問題、年金や個人の資金がまだ不十分である、あるいは投資物件が東京に一極集中しているという形で、地域の健全な資金循環となっていないという問題でございます。

33ページは「ファンドの森」の問題ということで、「ファンドの森」が非常に大きな役割を果たしているということをお話しましたが、一方でファンド間をいろんな物件がリレーをしていくということになりますと、そこで価格面での利益相反性がないのか、あるいは最近懸念されていますのは、リートがわりと簡単に上場しやすくなってきたということがございまして、プライベートファンドのいろんなリスクがそのまま安易にリートに移転されているのではないかとというリート成りという問題も心配されているということでございます。

次のページは不動産価格形成上の問題点を掲げています。

不動産の価格の形成上のスタビライザー機能が働くということが理論的には可能になっているわけですが、本当に健全に機能しているかどうかはよくわからないというところでございます。従いまして、ここは十分モニタリングをする必要があるという問題点として掲げております。

36ページは、2章全体の概要をまとめてございます。資金循環の一セクターになってきた、「ファンドの森」が形成されて、より多様な資金を受け入れることになったということでございますが、四つほどの問題点があるという形の中で、できる限りこういう問題を乗り越えて自律的な機能を備えた市場が実現することが重要だ、そのための条件ということで、3章にまとめてあるわけでございます。

今後果たすべき不動産投資市場のあるべき機能ということで書いております。

不動産の特性を三つ掲げて、市場の特性を三つ書いた上で、不動産投資市場のあるべき姿を10個の視点で掲げています。

不動産の特性ということで、適切な管理が必要な財ということで、日々の管理あるいは中長期的な計画に基づく管理、二つ目には、不動産に内在する責務が求められる財ということで、公共の福祉との関係では、土地基本法なり建築基準法、耐震基準を満たすとか、そういう問題、あるいは所有権に内在する不法行為責任ということで、民法717条の不法行為の責任が所有者にかかってくるということで、例えば回転ドアで事故が起これば、最終的には所有者にはね返ってくるということでございます。

まちや地域への責任という問題、個別性が強い財であるという特性がありまして、そういう中で、不動産と金融の投資期間のミスマッチという市場の特性、あるいは利益相反の特性。不動産は非常に個別性が強い。それに対しまして株は均一性が強いものでございまして、不動産の場合は価格は相対で決まるのが基本でございまして、そのために価格の不透明性がどうしても残ってしまう。したがって、価格への説明責任が非常に重要だという問題。

3番目にございますように、外部経済性が資産価値にはね返ってくる。先ほど申し上げたようなことがございますので、そういうことを踏まえて、土地政策の機能をキチッと果たして、市場のメカニズムでできる限りいろんな問題が解決していくようにするためには、10個の視点が必要だということで、報告書の中では37ページをごらんいただきたいと思いますが、37ページに10個の機能をまとめてございます。

第1番目と不動産の個別属性がキチッと投資家に的確に開示されることが重要で、特に建築基準法に適合している等のエンジニアリング属性が非常に重要だということで、こういうものをできるだけ個別に投資家に開示されることが重要である。

2番目に、長期的視点に立った管理・運営方針の投資家への明示ということで、管理についてもキチッと投資家に開示されることが重要であるということでございます。

3点目は、不動産の運用・経営に責任を有する主体による投資家への説明責任ということで、できるだけ不動産の専門家が説明責任を果たすということでございます。

4番目に、バリューアップとか優良な物件へ、できるだけ誘導が図れるような仕組みづくりが重要である。

5番目は、適切な不動産経営の最善の管理分担体制を構築することが必要である。

6番目に、価格面の説明責任の充実ということで、特に不動産鑑定について今後、詳細な検討が必要だということが述べられています。

価格のスタビライザー機能が働くように、いろんな情報を開示していくことが必要だ。長期かつ安定的な資金の持続的流入ということで、個人や年金資金が入るような条件整備。不動産の流通コストを軽減ということで、特に流通税の軽減なども重要だと掲げています。

最終的に、10にありますように、不動産に共通したものとして、信託受益権だろうと受益権でなろうと、共通したルールとして制度設計がなされる必要があるということで、こういうものを通じまして市場のメカニズムの自律的作用を通じた価値創造が図れることが重要だということをまとめています。

以上でございます。

小林部会長 平井委員がどうしても5時頃には出なければいけないというお話ですので、いまの御説明は御説明として伺った上で、平井先生の部会の御説明も伺って、平井先生の方で御意見があればということで議論して、その後、我々の部会の議論に移るということでよろしいでしょうか。そんな形に変更させていただきたいと思います。

平井部会長 不動産部会の部会長の平井でございます。きょうは大変申しわけないことに、私は今、法科大学院というところで教えておりますが、法科大学院に対する、大学設置審議会のヒアリングが入りまして、私は責任者なものですから、どうしても向こうのヒアリングに答えなければいけないという役目がありまして、4時過ぎから学生とのインタビューに、設置委員会の委員が行っておりますので、その間を縫ってこちらへ参りましたが、今言ったような次第で、5時半から、私を含めたヒアリングが待っておりますので、5時頃ここを失礼しなければいけません。大変申しわけございません。

小林先生に時間を御都合いただきましたので、不動産部会の中間整理案についてまず御説明をいただいて、二つ合わせて御議論させていただくことにしたいと思います。よろしくお願いたします。

不動産課長 中間整理案と、石澤委員から、リートの開示項目につきまして資料をいただきましたので、これも合わせて配付させていただいております。

中間整理の案の説明をさせていただきたいと思います。

開いていただきまして目次ですが、現状と課題、不動産そのものの特性と市場の特性、市場の環境整備の方向ということで、(3)以下、情報開示、プロ・アマ区分、投資顧問業等のバイプレーヤーの育成、不動産管理、残された課題と今後という構成になっています。

本文1ページ「はじめに」ですが、下から2段落目にありますように、最初の部分は10月24日付で国土交通大臣から諮問があった内容を示しております。同日付で不動産部会が設置された経緯を記しています。

2ページの2行目から、不動産部会における検討ということで、検討課題、大きな二つの課題、小さな課題としまして、ここにあるような課題を検討してまいりました。

下から3分の1のところですが、今回の中間整理をまとめた次第ということで、年内にも資本市場に関する投資家保護制度の見直しが予定されているので、本不動産部会でも、上の検討課題の、投資家が安心して参加できる不動産市場のあり方のうち、投資家保護制

度の見直しに関する事項を中心に検討を行った。

過去2回の不動産部会の御議論の様子は24ページ以降に参考資料として、御指摘をまとめさせていただいています。その御指摘を踏まえまして、ここに検討結果を中間整理として取りまとめたという次第を書かせていただいています。

「なお」以下は、ただいま報告がありました土地政策に関しまして、不動産の投資市場は土地政策とも密接に関連しているので、国土審議会の土地政策分科会企画部会の下に不動産投資市場検討小委員会が設置されて中間整理が取りまとめられている。その次第をまとめさせていただいています。

4ページに参りまして現状と課題です。不動産投資市場が急速に拡大をしているということ、数字も含めて記しています。

2段落目ですが、隆盛、急速な拡大の背景となった要因としまして、まず第1に不動産の供給の面、不良資産の売却ということで、さらに企業のバランスシートから不稼働資産を切り離すというような動きの中で不動産が供給されてきたということを第1に掲げています。

第2に資金循環面からということで、一つは低金利の点、流動性の供給の点を指摘しています。

第3に、4ページの下から2行目ですが、制度の整備ということで、一つは不動産証券化の嚆矢となる制度としまして、平成6年に設置した不動産特定共同事業法、いわゆる不特法がある。

この制度は約款規制等投資家保護の観点から十分な枠組みを備えておりましたけれども、証券化を考えた場合に、事業者がみずからのバランスシートに不動産の資産を抱える仕組みでありまして、資産と経営の切り離し、オフバランスができていない、倒産隔離ができていないということがあった。

このような中、平成12年には投資信託法、資産流動化法が制定されまして、Jリートと、SPCとが動くようになった。平成13年以降、東京証券取引所その他におきましてJリートの上場市場が開設されたという制度面の整備がなされてきたということを書いていきます。

全銀協の通達によりまして平成14年に、Jリートに係る損益が銀行の業務純益に計上することが認められるようになった。これによりまして、特に地方銀行などによるJリート投資が拡大してきたということを指摘しています。

税制面としまして、Ｊリートにかかわる税制の整備がなされてきた。投資活動を個人投資家に広げる一助としまして平成15年7月、投資信託協会のルールが変更されましてファンドオブファンズが解禁された。これによって、個人投資家による小額投資等が可能となったということであります。

このように拡大してきた不動産投資市場ですが、他国と比較しますと、規模等におきまして、まだまだ日本の不動産投資市場は発展途上にあるということが言えようかと思えます。

数字的な面を記しておりますが、今後の市場機能につきましても、今年度末でＪリーートの資産規模は約3兆4,000億円、20年度には5兆8,000億円に達するものと見込まれる。

こういう規模面の拡大のみならず、不動産は単なる投資対象ではなく、国民生活や企業活動を支える社会基盤であるということで、そういう観点から、不動産への投資の意義を考えてみますと、投資資金の厳しい選別があるということで、市場の評価に応え得る良質な不動産の供給が促進される側面がある、そういう位置付けがあるということで、不動産単体の価値を高めるのみならず、都市レベルでの面的な整備を進めるということで、都市政策あるいは国土政策上も、不動産投資市場は重要な位置付けが付与されているということを指摘しています。

したがって、こういう面からも今後とも不動産投資市場が安定的かつ着実に成長することが期待されている。

一方で懸念材料ということで、一つは、都区部等で一部に過熱感があるとの指摘がなされている。さらに実態と制度のアンバランスということで、いわゆるＹＫ－ＴＫスキームが取り扱い額を大きく伸ばしていますが、その一方で、本当はリートではないにもかかわらず、商品面にリートを付した金融商品が販売されるなどの事例も一部に見られている。

投資対象となる不動産に着目すると、投資対象をいったん信託にして、信託受益権に化体させた上で流通させていくという形態が非常に多くなっているということです。

ＹＫ－ＴＫのような商品は現時点では一般投資家向けに販売されてはいませんので、投資家被害を惹起しているものではありませんが、ＹＫ－ＴＫスキームは、他の不動産投資商品とは異なって、事業者規制やスキーム規制がないことも勘案いたしますと、今後、この段階で不動産投資市場に必要な投資家保護ルールとは何かを改めて検討する必要があるのではないかとということで、検討の課題の提示をさせていただいています。

金利の今後の動向についての懸念を第1に挙げています。第2に、投資対象となる良質な物件が今後不足するのではないかという指摘も一部に見られる。そういう状況の中で、市場に不測の事態が発生した場合には一気に投資家離れが起こり得る可能性があるということ、現在、投資家層がそんなに幅が広がっていませんので、一気に投資家離れが起こり得る可能性がある。そういう不安要因がある。

加えて不動産投資市場の環境の変化に応じて、投資に関連するさまざまな法制度が改変される。例えば都市計画上の制度も含めて念頭に置いていますが、さまざまな法制度が改変される中で投資スキームを見直す必要が生じたり、あるいは投資対象物件の変更を余儀なくされたりするような想定外のリスクが発生するという懸念も指摘されているということです。

このような懸念を払拭し、市場が極端に過熱したり、反対に縮小したりするようなことによって、不動産への健全な投資が失われないようにするためには、投資家層の拡大、関連ビジネスの育成を図る、あるいは市場全体の厚みや安定性を強化するという一方で、市場の基盤を整備し、市場の健全な発展を図ることが重要であるということで、総体的な課題をここに挙げています。

9ページに参りまして、3番目の不動産投資市場の特性です。

この部分につきましては、前回第2回の不動産部会でさまざまな御意見をいただきました。その後、各委員にも御意見をいただきましてまとめておりますが、不動産に限らず、航空機とか商品作物など、商品というのはすべからく投資の対象となり得るものでありまして、投資対象としてのリスクは商品ごとにそれぞれ存在している。

スキームを見ましても、各種の投資スキームは不動産だけではなくて、どのスキームであってもリスクとリターンが投資家に適切に開示されることが必要である。そういう仕組みになっているということで、不動産という特定の財の特殊性を殊更強調するのではなく、不動産が特殊であるということで固有のルールをつくるという議論はすべきではなくて、本来、さまざまな商品について、投資する市場のルールは基本的には統一されていることが望ましい。その上で、個別の市場ごとに対象商品の特殊性に即したルールの追加や削除が行われるべきであるといった議論の進め方をするのが妥当ではないかということです。

このような理解に立ちまして、投資対象たる不動産の特性を見ていきますと、一つは、不動産には全く同一のものが市場にはないということで、個別性があるということに加えまして、不動産は住生活や事業活動の基盤となる基礎的・普遍的な財であるということで、

その取引はきわめて一般的である。

このため、従来から投資対象とされてきたという側面と、今後もさまざまな主体が投資に参加する可能性があるということで、これについてさらに言いますと、アマチュアの方の参加は買い手側ばかりではなくて、売り手側にもアマチュアとされる方が入る可能性があるということを示しています。

このような財の普遍性の結果としまして、不動産は通常、実物の場合相対取引になりますが、そこで重要事項、何を説明することによってトラブルが防げるのかという、重要事項説明という事項が蓄積されてきています。言いかえると、リスク項目が標準化されているという点が相対取引においてはあります。

一方、不動産の投資スキームを見た場合には、相対取引で標準化されてきたリスク項目をとりあえず準用しながら、現時点においては開示項目が定められているという現状があるのではないかとまとめています。

3番目は瑕疵の問題ですが、瑕疵については治癒が困難な場合もあって、さらに瑕疵の存否が投資商品としての価値を大きく左右する。

4番として、不動産を所有するだけでは収益は得られない。不動産の運営・マネジメントが重要である。日々の日常的管理・メンテナンスが欠かせない。

5番として、社会的財であるということで、さまざまな規制があり得る。今現在もありますし、今後規制される可能性がある。

市場の特性を見てまいりますと、市場参加者について見ますと、リートの参加者、一般投資家の率は約2割で、上場株式とほぼ同じであることが確認できています。

その中で、特に機関投資家とはいっても、必ずしも不動産投資に関してプロとは即断できない地方の金融機関などが入ってきている。

隠れた瑕疵があるということで、専門的な調査分析を行うデューデリジェンスとかの職能が分化している。商品の企画・組成に携わった者が、そのまま販売と運用に一貫して携わる例が非常に多い。製販一体型のビジネスモデルがある。

商品の組成から運用まで一貫して手がけていても、利益相反に該当する行為は不動産の場合には観念しにくいということで、むしろ組成に携わった人間しか知り得ない個別情報を投資家に提供するという意味で製販一体の枠組みが、投資家保護上も合理的な面もあるのではないかと。

投資家への販売勧誘上も、実務上はスポンサー自身も同じく出資するセイムポート出資

が頻繁に行われているということを指摘しています。

11ページに参りまして、本題の部分の不動産投資市場の環境整備の基本的方向です。

まず基本的視点につきましては、急速に成長していますが、市場としてはまだ十分成長しているとは言えないということで、これにつきまして地方銀行などの割合が多いということは、低金利化における金利に着目しているだけとも推測され、年金資金を含む比較的長期的なタイムスパンで投資の意思決定を行う機関投資家層や個人投資家層を今後幅広く市場に誘引する必要がある。

また、良質な不動産ストックの形成に向けて安定的で継続的な資金循環を確立させる必要があるということで、そのためにはリスクの把握評価が必要な枠組みを措置する一方、プロ間では不要なコストアップを招かないようにする。

具体的には、できるだけ市場の自律性に任せる。行政が関与するとしても、必要な関与はキチッとやるのが前提ですけれども、行政の関与は必要最小限にとどめる。業界の自主規制も十分に活用する。共通ルール、市場投資全体の共通ルールと、不動産に着目したルールの調整によって、二重規制とか不必要な規制を排除する。仮に法律が複数あることになった場合であってもルールの横断化が図られるべきであるという点が重要である。

現在、個別法によって設けられるスキームが、市場環境の整備に当たっては、いずれも不動産が証券化の裏付け資産になっているということで、不動産のリスク項目、不動産の開示する項目自身は、スキームの違いにかかわらず共通すると考えられるので、投資家保護上必要な情報提供項目は横断化する必要があるということをご打ち出しています。

横断化ということ自身は、投資サービス法の精神も、縦割りの業法を乗り越えて横断化していくという趣旨であると理解できますので、方向性は共有するものであると考えられます。

そういう意味では、実物だろうと信託受益権に化体されていようとも、裏付け資産が不動産である限り、リスク項目それ自体は共通するものではないかということをご指摘しています。

「なお」以下は、現在あるスキームの特徴をまとめていますので、これは割愛させていただきます。

14ページに参りまして、環境整備に当たっての検討事項ということで、検討テーマを検討しておりますが、2段落目にありますように、年内にも金融審議会における検討が予定されていることから、今回、中間整理をまとめたこれは不動産投資の共通ルールで、不

動産についてもどこまで整理できるのか、あるいは整理できないものは何かといった観点の検証作業を早急にまとめて、今回、中間整理をまとめたという位置付けであります。

以下、具体の項目に入りますが、情報開示です。

情報提供の方法ですが、不動産につきましては、直接情報を提供する、説明する方法と、市場に情報開示する、二つの方法があると考えられる。

商品の性格に応じて、リートのように取引市場が整備されている流通性の高い市場について考えてみますと、結論としましては、株と同じように共通ルールを適用することが合理的な世界じゃないかということで、株と同じような開示規制をここできっちり守ってもらう。開示規制の中身自身は不動産の特性を踏まえた中身となると思いますが、方法としては開示規制が適当ではないか。

取引市場は成立していないけれども自由譲渡性のある商品ということで、SPCの証券等を念頭に置いておりますが、これにつきましても市場そのものは今ありませんけれども、有価証券としての性質は株式と同じですので、方法としましては、投資市場の共通ルールを適用することが合理的ではないだろうかということであります。

自由譲渡が保証されていない商品についてです。具体的には不特法に基づく商品、法定外のYK-TKスキームに基づく商品、匿名組合契約の権利がこれに当たると考えていますが、この検討について、さらに不特定多数に販売される場合と、所有者が限定される場合の二つに分けてみようと。

不特定多数に販売される場合を考えると、これについては現在の証取法の考え方では、公衆縦覧型の情報開示が適用されているということです。

証取法の考え方においては、当該商品について潜在的に、幅広く投資家が存在するという考え方に基づいて公衆縦覧型の情報開示が適用されている。

一方、現在の不特法におきましては契約が個別的であるために、投資家がみずからあらかじめ十分に判断した上で契約関係に入ることを前提に直接説明、相対の説明を求めています。

ところが、投資家数が多い場合などに当てはめていきますと、直接説明は業者にとって負担が重い方法ですし、仮に直接説明を一律に求めるとなりますと、不動産投資市場の今後の発展拡大を妨げることも懸念されるということで、16ページに参りまして、例えば公衆縦覧その他の方法によって投資家がリスク情報を把握し得ることが担保されれば、リスク情報につきましては、不特法の匿名組合契約についても、一般投資家への影響

も考慮しながら、その情報提供のあり方について検討すべきであるとしております。

Y K - T K スキームにつきましては現在、一般投資家向けの商品が余りないということで議論がなされてきておりませんが、同様に考えるべきではないか。

投資家数が少ない場合を考えてみますと、この場合に公衆縦覧型を義務付けることは、販売業者にとっては大変重い負担になるという面と、投資家にとってみても、直接説明などの対話型コミュニケーションを通した方が、商品リスクについての理解を深めることができるという観点から、現在の不特法におきましては、直接説明による情報提供ルールは適用されているところであるということを記述しています。

説明の主体です。証取法上、有価証券とされたものについては、株や債券と同じように公衆縦覧型の情報開示ルールが適用されていまして、内容に虚偽があった場合には、発行者が虚偽記載による損害賠償等の責任を負うことになっています。その際、ピークルが有価証券発行者としての責任を担うことになっています。

しかし、これらのうちY K - T K スキームのピークル、有限会社につきましては、実態上、ピークルが発行者としての責任を負うことは困難ではないかという御指摘をいただきました。

これにつきましては、Y K - T K スキームは、オフバランスを実現するためのスキームであるということを踏まえて、ピークルに対する税務会計上の取り扱いはどうなるのかということも含めまして引き続き検討する必要があるのではないかとということであります。

これとは別に、販売業者が説明・情報を行う場合に故意に事実を告げない、あるいは不実のことを告げる場合には、消費者契約法を含めた規制によってエンフォースすることが必要である。

開示項目としましては、物件、権利関係についての瑕疵、賃料収入等のトラックレコード、レントロール、運用時におきましては建物の管理状況、稼働率等が挙げられるということで、先ほども言いましたように、スキームの違いによって差異が生じるものではないということであります。

さらに開発型につきましては、より綿密な市場動向調査、明確な出口戦略が求められる。さらにアスベストとか耐震診断のように、その時々为社会情勢によってリスク項目も変わり得るので、社会情勢の変化に応じた開示項目をどうするのか検討すべきとの御指摘もいただきました。

開示項目が多すぎると、投資家保護の実効はかえって上がらなくなるという懸念も提示

されましたが、これにつきましては業界団体の独自の開示基準の中で、開示項目のみならず開示の説明の仕方、方法等についても定められている場合がありますので、開示基準のあり方についても含めて改めて検討する必要があるのではないかと考えています。

不動産投資のプロ・アマ区分ですが、プロにつきましては、基本的に情報開示・説明の仕方については当事者間にゆだねることが合理的である。情報開示説明以外の規制につきましても基本的には当事者間にゆだねることが適当ではないか。

この場合、プロの定義が議論になりますが、基本的には不動産におけるプロとは、不動産投資に精通している、あるいはリスクについての確な判断をなし得る環境にあるか、それをプロ・アマの区分の基準にすべきじゃないかということです。

例えば運用主体となるAM会社、PM会社あるいは相当程度の経験を有している宅建業者等はプロとして扱って差し支えないではないか。

仮に経験が少なくても、資本金がある程度以上の法人あるいは年金基金等であれば、外部のアドバイスを受けることによって情報格差を是正することは可能であるということで、実質的にはアマチュアレベルの知識・経験であっても、能力を補うためのバイプレーヤーの助言・アドバイスを受けるアセットマネジメントの会社等はプロとして扱ってよいのではないかと考えています。

不動産におけるプロのメルクマールと、投資一般のプロのメルクマールが違ってくる可能性があるわけですが、これにつきましては現在、金融審議会において検討されている、いわゆるオプトイン、オプトアウトの制度ですが、これが導入されることになれば、メルクマールの相違があったとしても、実態上解消されるのではないかと考えています。

不動産投資顧問業等バイプレーヤーの育成ということですが、不動産投資顧問業その他の、投資家の判断をサポートするバイプレーヤーはきわめて重要であるということで、現在の不動産投資顧問業は国土交通大臣告示に基づく任意の登録制度ですが、しかしながら、現在の助言業務につきましては、当初の目的は不動産ファンド等に対する助言業務を想定していましたが、現在は不動産取引の仲介業の一環とするような業務形態が多くなっているということです。

一任業につきましては現在、制度的には投資法人・投資信託とSPC・SPTに限定されているところです。

今後に向けまして不動産投資市場のすそ野を拡大していくためには、より多くの投資家が助言・サービスを容易に受けられるための市場環境を整える必要があるため、たとえば

年金基金などにつきましては新たなアセットクラスとして、不動産投資のニーズを潜在的に有していると考えられますので、現行法制との整合性を有しつつも、不動産投資顧問業の制度的位置付けを含めて前向きに検討を進めるべきであると指摘しています。

不動産管理につきましては、投資対象になるかどうかにかかわらず、そもそも不動産の適正管理はきわめて重要である。それに加えて、投資の対象になった場合にはキャッシュフローをきちんと生むかということが非常に重要ですので、テナント、どういうお客さまを入れているかということは、投資家にとって最大の関心事であるということで、管理につきまして、一般的にアセットマネジメント、プロパティマネジメント、専門業者に分業している。これらの関係主体が互いに協力して連携することが求められている。

PMの企業ですが、AMと適切に連携することと、PM業者の専門能力が積極的に活用されることが必要である。しかしながら、投資市場の一般ルールである受託者責任を余り形式的に当てはめていくと過剰な規制になるのではないかとということでもあります。

PM会社の能力を客観的に評価する基準を制度化すべきであるということについての御指摘をいただきました。

AM会社につきましては投資家の窓口ということで、投資家の問い合わせに随時対応するために、PM会社との密接な情報交換・報告体制を構築することが必要である。

AMの行うファンドの運用と、不動産の運用とは概念が異なる。前者はポートフォリオ管理を意味しているのに対して、後者は不動産の価値の維持・向上させるための判断助言業務等も含んでいる。場合によっては現場でのオペレーション業務も含むということで、概念の違いについて留意する必要があるということです。

残された検討項目と今後の課題ということで、本中間整理は、投資家保護にかかるルールのあり方に絞って検討を行われていますが、これ以外にも残された課題があるということで、資産査定や物件の瑕疵評価にかかるデューデリジェンスの適正化、プロパティマネジメントの能力の客観的評価の基準、評価の枠組み、年金、一般投資家ニーズに応じた不動産投資関連サービス、先ほどの投資顧問業あるいはPMなどのあり方が検討課題ではないか。

後半の検討課題におきます、魅力的な都市・地域を形成する良好な資産を生み出すためのあり方の関連としましては、税制等の公的支援・誘導策のあり方、不動産管理の適正化によるストックの維持のあり方、市場ルールに反するなどの不良不適格業者に対する取り扱いのあり方などについての論点があるのではないかとということです。

「おわりに」ですが、本中間整理では、投資家が安心して投資できる市場ルールをつくることを先行して取りまとめた。当部会としましては、今回の中間整理で示した制度の事項が、年内に行われる予定の資本市場における統一的な投資家保護制度の見直し検討の中においても参考とされていくことを期待する。

もとより不動産投資市場は不動産市場と表裏一体ですので、このような観点から今後、不動産投資関連サービスの充実や投資サービスのためのインフラ整備、良質な資産を生み出す不動産投資のあり方等の議論にも着手し、来年夏ごろを目途に、その成果をまとめてまいりたいということでございます。

24ページ以下は御意見をまとめていますので、ご覧いただきまして、漏れとかございましたら御指摘いただきたいと思います。

以上です。

平井部会長 私のために順序を変えていただいてどうもありがとうございました。

中間整理案につきまして幅広く御意見をいただきたいと思います。不動産部会の委員の方はもとより、それ以外の委員でももちろん結構でございます。よろしく願いいたします。

岩沙委員 不動産投資市場の整備のあり方について、投資対象が不動産であることの特徴を十分に考慮した上で、投資家保護や業務の円滑な遂行など幅広い視点から総合的に検討されていると思います。中間整理案の基本的方向を私は評価したいと思います。

特に不動産投資市場の整備の基本的方向として、できるだけ市場の自律性にゆだね、行政の関与を最小限として、二重規制や不必要な規制を排除するという考え方はきわめて適切であると思います。

不動産の特性に関する分析を踏まえて、不動産ファンドにおいて製販一体型のビジネスモデルが合理的であるということ、プロパティマネジメント会社への過剰な規制を排除すべきであることなどの指摘もまさにそのとおりだろうと考えられますので、この点しっかり御主張願いたいと思います。

3点目ですが、プロ・アマの区分については、不動産投資の観点からよく整理されていると思います。オプトイン、オプトアウトの必要性も含めて私は賛成です。

プロ間取引については、迅速かつ効率的な対応を求められるため当事者間にゆだねる方向も望ましいと思いますので、基本的に中間答申を私としては高く評価したいと思います。

投資サービス法の制定に際しての議論を今後していくに当たっては、不動産投資商品に

対する規制のあり方について、今回の中間整理の考え方ができるだけ反映されるように努めていただきたいと希望いたします。

肥田野委員 3点ほど申し上げたいと思います。

投資家が安心して参加できるというのはきわめて適切な言葉だと思いますが、現在の不動産は土地だけでなく、建物ももちろん入っているわけで、最終的にそれが不良資産化するとか、例えば今、マンションがたくさん建っているわけですが、最終的にそういうものがどういう状況にあるかということが非常に重要で、投資家が安心するのは、最終的にだれが責任をとるかということと非常に関係しているわけです。

今回は全体のリスクを幅広くということで、私は基本的に賛成ですが、だれが最終的に負担をするかということについて議論されていない。

最終的に、投資家が安心できるだけではなくて、できた不動産自体が良質なものであって、社会にとってプラスであるということが目標だと思いますが、その点について疑問だと思います。

2点目、情報の開示ですが、今基本的に問題になっているキャピタルゲインの扱いですが、ここでも随分書かれていまして、リートの場合、ある程度それが明確にされていると思いますが、プライベートファンドの場合は、きわめて不透明である。利回りは3年とか5年であればすぐ出るわけです。

そういう意味で、それを開示しないで、基本的にリートに組み入れられていくというのは、非常に大きなリスクを、リートを買う人が持っていくということで、キャピタルゲインと、キャッシュフローで動いていくところをはっきりした方がいいと思います。

それが明示化されていないで、情報開示についても明示化、瑕疵の問題について書かれていますが、それを算定するとき、一体どこがキャッシュフローの部分で、どこがキャピタルゲインの部分なのかを明確にされた方がいい。

3点目はプロとアマの問題ですが、私の立場から言うと、アマチュアとプロをどう分けるか。プロの集団は、ある場合には非常に適正ですが、社会的に見た場合に、プロの集団全体が問題になる場合もあり得るわけです。昨今問題になっていることも、そういうことと関連すると思います。

健全なものをやるためには、ある程度反対者がそこにいるべきであると思います。同じ仲間でもいくら議論しても、それ以上のものは出てこないという気がするので、例えばNPOの活用とか、不動産に対してはいろんな知識を持っている人がいて、それが同じ立場で

動くのではなくて、むしろそれに対して、別の立場の人も必要ではないか。

投資家が安心してというのは、いろんな側面から見るわけで、一つの価値観で見るわけではないと思います。

この中間整理を見ると、今申し上げた点が少し弱いのではないかと思います。

小林部会長 平井先生は御用事のため退席されましたので、以降、私の方でまとめをさせていただきますと思いますが、ただいま企画部会の肥田野委員から、御意見であると同時に、若干の御質問でありますね。

3点ほど御指摘があったのですが、これについては事務局から何かございますか。

不動産課長 専門の先生方もいらっしゃいますので、また議論していただきたいと思いますが、事務局で考えつく範囲で御説明させていただきますと、第1の御指摘は投資した時点は時点として、第2の御質問も関係していると思いますが、その後どうなっていくのか、特に出口の部分、売却される部分、あるいは資産が劣化した場合にどうなっていくのかという御指摘だと思います。

先ほど申し上げたときに、販売時のものと、運用時の情報開示両方とも、割愛して説明しましたが、意識としては、公的に見ても資産が劣化するのは好ましくないことですが、その時点の投資家にとってみても、所有者にとってみても好ましくないことであるはずですので、そういった意味では、販売時点におけるリスクの開示と同時に、運用の時点における対象資産がどういう状況になっているのかが開示されることが重要なのかと思ひまして、先ほどの御説明は販売加入時に重点を起しましたが、運用時における情報開示も大事ということかなと思ひました。

第2点目は、キャッシュフローによるものと、キャピタルゲインによるもの、もうちょっと中身をキチッと分けてということですので、開示項目の中を詰める際に、法令に基づくものだけでなく、業界団体の自主規制のものも含めて、そこを踏まえて検討されることが望ましいということなのかなと思ひました。

3点目はバイプレーヤーが広がってということで申し上げたんですが、御指摘のようなNPOの活用とか、そのところは考えが及んでおりませんでしたので、御指摘を踏まえさせていただきますと思います。

小林部会長 部会の方で、委員から、今の事項に関連して御意見があればと思いますが、よろしいでしょうか。

私の見方が十分ではないのかもしれませんが、6ページの10数行目に「不動産は」と

書いてありますが、一方的に投資資金の厳しい選別をやって、市場の評価に耐え得る良質な不動産の供給が促進されることにある、そのことがさらに都市政策あるいは国土政策上も重要という書きぶりに立ってしまっていて、われわれの部会の書き方とはちょっと違うんですね。そういう効能もあるけど、いろいろ課題もありますよとわれわれの部会では書いてございますので、審議会が違うのでどう調整するか、事務局で御検討いただきたい点でもございますが、御意見として申し上げさせていただきたいと思います。

鈴木委員 オンライン証券を初めてつくったんですが、リートを見ていても、ITの観点から見ると、ほとんどアマチュアの投資家を呼びにくい程度のIT化である。

今、40億株ぐらい証券ができていますが、ほとんどネットです。

そういう意味で、不動産をやってみたんですが、恐ろしく複雑怪奇な段階があってなかなか難しいと思いますが、不動産を投資対象とするのであれば、この時代に、IT化がここまでおくれていて、何かやる手だてはないのかなと。

インフラとして、証券市場のディールの姿を本当に変えたのはインターネットです。不動産全体として、情報の開示の仕方とかいろいろ議論があるかと思いますが、極力目に触れるような形での開示情報を、IT化の中で、流れに沿ってやる努力をしていかないと、参加者がプロに限られる。

新しい時代の道具だてをつくって、あるいはつくろうという努力がないと非常に難しいんじゃないかという気がして、その点も考えていただきたいと思います。

小林部会長 御意見として承っておくということによろしいですか。

鈴木委員 一般投資家に不動産市場を開放しようと言いながら、一言も入っていないので。

小林部会長 我々の部会では、家計にお金があるのにあまり不動産市場に入ってきていないという説明をしているので、これから拡大する必要性を説いていますが、拡大する必要のツールとして何があるかという議論をしたときに……。

鈴木委員 一般的ですけど、ウェブとかの開示の影響は大きいと思います。

石澤委員 三つほどですが、一つの意見としてお聞き届けいただけたらと思います。

第1番目は、個人投資家のリートあるいは不動産に対する投資の状況ですが、先ほど、リートの方で2割強という投資家の比率がありますが、御案内のとおり、ffが随分伸びていまして、ffの残高が、リートの時価総額に占める比率の15%くらいになっていますので、個人投資家の間には思った以上に浸透しているということだろうと思います。

問題点は、f f が浸透してまいりますと、もとの不動産投資という色彩がかなり薄れてくる可能性があるということです。ファンドのつくり方からしまして、いろんなファンドを組み合わせているのですから、もともとのファンドのリスクが認識されない方が商品としては完成度が高いというのが一般の認識です。

逆に、こういう形でf fを通じて不動産に投資される方がふえてきますと、もともとの不動産投資の色彩がだんだん薄れてくる可能性があります。そうなりますと、場合によりましては不測の事態で、個人投資家が思いがけないようなリスクを背負わされる可能性もございます。

f f がふえてきている、その中で不動産投資の色彩が薄れている、これにつきましても検討する必要があるのではないかと、これが第1点目でございます。

第2点目ですが、私どものようなアナリストにつきましても御説明いただいておりますが、まことにありがたいと思いますが、私どものような証券会社に在籍しておりますアナリストは、個人投資家には直接的にはアクセスすることは原則としてできません。

私どもの場合、ファンドの側は常にアクセスはしているのですが、実際に使える資料はかなり制約が多いということになります。

アナリスト等に関しましては規制が多うございまして、知っていることでも言えないこともかなり多うございまして、それを開示する方法に関しましてはかなり制約があるのが実情です。

そうなりますと、個人投資家はどうか。

一般に言われている評論家のような方々、私どもよりももう少し自由な立場で、株式等の投資のコンサルタントをやっていらっしゃる方がいらっしゃいますが、正直なところ、かなり内容は不正確なところがあるのではないかという気がしています。

失礼を承知で申し上げますと、一番情報に詳しい人が、個人投資家等に情報を提供できることが事実上制限されており、逆に言いますと、不正確な情報を持っている方の方が行動の自由度は大きいというところがございます。そういった面から、これも個人投資家にとりましてはかなりのリスク要因ではないかと思えます。

証券のアナリストでもない、あるいは、もっと自由な立場の評論家の方と少し違う、不動産に詳しいけれど、行動に制限の少ないようなコンサルタントを行えるような方も、個人投資家等の仲立ちの中で必要な存在ではないかと考えます。これが第2点目でございます。

地方への投資の状況につきましてもお話があったわけですが、今、リートの運用対象の中で、東京圏、大阪圏、名古屋圏の三大都市圏を除きます地方への投資の比率は8%ほどでございます、地方への投資はかなり低いのが実情でございます。

今回の話でもありますとおり、今後、不動産投資を社会インフラの一つとしてうまく活用していく必要があるかと思いますが、その中ででき得る事であるならば、地方都市につきましてもうまくインフラとして活用する方法も考えなければいけないだろうと思います。

どうすればいいのか妙案がないわけですが、現実的な問題としまして、そういった面で、不動産投資が、インフラの強化には必ずしもつながっていないという点も留意する必要があるのではないかと思います。

以上3点でございます。

小林部会長 われわれの部会はその点を気にしてしまして、地方銀行から中央に金が流れ過ぎて、地方のインフラに回っていないのではないかと考えていたのですが、きょうの中間整理は、その辺は余り書き込まれていませんね。そこまで議論する場じゃないのかもかもしれませんが。

不動産課長 検討項目の大きい2番目で、良質なストックを形成して、地域あるいは都市政策に寄与していくようなものというところではそういったものも含まれると考えていますが、今回の中間整理では、投資家保護の枠組みということで先行的にまとめたものでございます。

小林部会長 ほかにいかがでしょうか。

前半のものも含めて一体的に議論をさせていただきたいと思います。全体をまとめて御議論いただくということで、土地政策の観点からの不動産投資市場の検証と課題についても御意見があればいただきたいと思います、いかがでしょうか。

肥田野委員 短時間でよくまとめられたと思いますが、気になる点が幾つかございます。

土地基本法をつくったときにバブルという問題が起こったということが問題で、その後の失われた10年があって、いま現在に至っているわけですが、いただいた資料の4ページ目を拝見しましても、地価公示をベースに、土地の動向がここに書かれているわけですが、現実の市場が、これとはもっと違う動きをしていて、私の学者としての個人的な見解としては、それがきわめて大きな問題を起こしたと考えています。

今回も地価公示の後づけ的な、価格体系で見るのではなくて、市場がどう動いたかということと、それに対してどういう政策が動いたかということをもう少し明確に書かれない

と、いままで日本がこうむった大きなネガティブな側面をうまく消化していないのではな  
いかという気がします。

私は市場価格の分析をしまして、市場と政策の動きのタイミングがきわめて重要であっ  
て、その点が出ていないので、もう少し現状認識をするとき、悪いわけではないんですが、  
そういう分析を少し深められた方がいい。

同じように、7ページ目に書かれている資産デフレの歯どめも、Jリートを買ったとこ  
ろが上がるのか、上がることをJリートの人を買っているのか、因果関係は何とも言い  
がたいので、こういうのをオーソライズしてしまうのは学者としてはなかなか。そういう  
ことをわかっているから、基本的に一致するはずなのであって、原因と結果がはっきりし  
ていない気がします。

同じように不動産経営の効率化の問題も出ていまして、きわめて不況の段階で不動産業  
界の方が御努力をされたということの方が原因かもしれないと思います。

一番重要な点は11ページ目ですが、バブルのときに、ファンダメンタルズかどうかと  
いう議論がございまして、近代経済の中でも、新古典派の方たちは基本的にそうだという  
主張をされたわけです。それに対して、そうじゃないという意見もあったわけですが、今  
のマクロ経済学の動向からいうと、むしろバブルの経路は正当化できることになっていて、  
それは幾つかの経路があるというのが今の見解だと思います。

われわれは将来明るいと思えば、バブルは当然発生するわけです。それが先ほどのキャ  
ピタルゲインの話とつながっていまして、例えば11ページ目ですが、不動産価格が上昇  
すれば必ず  $i r r$  は低下すると言われているけれども、 $P n$  が上昇すれば  $i r r$  が上昇す  
ることだってあり得るわけです。したがって、この現状認識はちょっと問題が多い。

こういう単純なものではなくて、実際のマーケットはもうちょっとちゃんとした動きで  
動いているわけで、バブルが悪いとかいいという形ではなく、それをちゃんと冷静に見て  
コントロールしていくことが必要だと思います。

中間整理の書きぶりはそういうところが楽観的すぎて、十何年前の新古典派的なレポー  
ト的に見えて、阪大の小野先生のマクロ経済のような議論がその後出たわけですね。です  
から、マクロの、バブル経済における議論をキチツとした上で、我々は何をすべきなのか  
を見て、仮に過熱したりすることが問題であるとすれば、どういう指標を見たらいいのか  
ということで、単なるモニタリングではなくて期待感、今のインカムゲインで動いている  
賃料のデータをきちんと取って、一方で、 $P n$  という将来に対する期待を、アナリストた

ちがどういふうに実際に置いているのかということをおる程度開示していかないと、また同じことが再現する可能性がある。

単にモニタリングという言葉ではなくて、もう少し踏み込んだことをここで御提案になった方がいいのではないか。

プライベートファンドがJリートに吸収されていくような過程は、そういうことが不明確なまま入っていく可能性があるので、Jリートはみんな安心だろうと思って、もちろん全部がインカムゲインであればほとんど問題はないわけですが、どういふうにPnを見るかによって、数字は何とでもなるわけで、そういう実態をぜひ踏まえられた方がいいのではないかという気がします。

若干楽観的に書かれているので、私としては、20年間の日本の現状についての、学問的にも、あるいは実態的にも反省の上に立って、むしろ健全な資金流入がコンスタントに続くようにするためにはどうしたらいいのかを議論していただいた方がいいのではないかと思います。

前川委員 貴重な意見で、もっともかなと思います、1点目については、この委員会では余り政策の評価をしない。

確かにタイミングがおくれた。タイミング型の政策は成功した試しがないんですが、ここでは、こういう流れがあったということをお説明したつもりで、政策をお評価して、実態はどうだったかということについて余り深い踏み込みがなかったということは言えます。

取引価格の材料がないので地価公示をお使ったんですが、住宅価格については比較のおくれは持っていますが、商業不動産については、技術的に取引価格をお適正に評価することは非常に難しいという気がします。

不動産マーケットの一つの特色として、取引価格のばらつきがきわめて大きいというのは、商業不動産にはあります。

取引価格でお追えたとすれば、地価公示ではなくて、おそらく住宅地の価格かなと。確かに地価公示はおくれを持っていますので。

商業不動産については、鑑定評価をお見ても、バブルのときは、今もそういう傾向があるんですが、過熱化したときはオークションが行われると、鑑定評価額のお3倍から4倍がつく。

現在、物件が少ないので、鑑定評価額のお2倍以上はついているようですが、きわめて物件が少ないマーケットで何が起きたかということにお踏み込んではいないんですが、難し

いところはあるのかなと感じています。

住宅であれば、もう少しこういった問題点とか探ることができたのかなと思います。

政策について評価することに深く踏み込んでいないので、先生の言われる問題点があったと思います。

原因か結果かということも確かにあります。

これについては、11ページの問題点がそのとおりでして、ここでは簡単に、価格と収益率、利益率の関係を少し示してみようということで、わかりやすくという意味だったんです。

先生が言われるとおり、バブルのときに  $P_n$  に期待してキャピタルゲインが上昇して、 $P_n$  が上がれば当然  $i_{rr}$  は上がるわけですので、そういうことが起こったことは重々承知していますが、わかりやすく理解してもらうためにということで、そのかわりイールドギャップを少し注視して見るべきだというのは、キャピタルゲインを意識して議論したわけです。

イールドギャップについては、バブルのときはマイナスだったんです。インカムゲインの方が、国債の利回りとかより低かったわけです。ですから、イールドギャップがマイナスだった。

そういう意味で、キャピタルゲインに危険信号を送るものとして、イールドギャップを注視すべきだ。 $i_{rr}$  の説明は単純な関係ですが、イールドギャップは、バブルのときはマイナスだったけれども、今、2%台になっているのを危険と見るかどうかは微妙なところだと。

現在の経済状況とか、バブルのときの状況、価格の期待の状況がちょっと違うので、11ページでは、キャピタルゲインの話は少し除いて議論しているんですが、イールドギャップのところでは少し考慮して、今後イールドギャップを注視して見ていく必要がある。過剰なキャピタルゲインに対する期待があればイールドギャップはかなり低くなっていくわけですので、そういうことを見るべきだという議論をしたわけです。

プライベートファンドに関しては結構不透明で、楽観的すぎるというところがあるかもしれませんが、正しくリートのリスクを把握されていないんだろう。

ハネムーン期間が長く続いているときであるし、リスクが認識されるのは、かなり危険なリートが出てくるとか、私募ファンドが破綻するとか、そういう場合だと思いますが、現在はファンドに対してのリスクはまだ適正には見られていないかなと、私もそうい

う気がします。

今後、プライベートファンドの動向については注視していかなければいけないという感じがします。

清水委員 今の御質問に対して2点ほどお答えさせていただきたいと思います。

中間報告の40、41ページをごらんいただきたいんですが、冒頭、肥田野先生から御指摘いただきました、キャピタルリターンとインカムリターンを分けて考えるべきじゃないかという御指摘でございます。

8番目に不動産投資インデックスの整備ということで明示させていただいてまして、不動産投資インデックスは、正確に申し上げますと、キャピタルリターンとインカムリターンを分けて開示していこうということでございますので、この中に問題が吸収されるのではないかと考えています。

ただし、鑑定評価に基づくキャピタルリターンなものですから、この辺の問題につきましては、鑑定評価のあり方の中で今後検討していきたいということで明文化しています。

鈴木先生から御指摘がありましたIT化という問題ですが、9番目の不動産流通コストの軽減というところに入れてまして、不動産の売買において、流動性のリスクが大きいわけですが、それを削減するため、不動産の情報が売買されていくケースが多いものから、不動産の売買が円滑に進むように不動産情報を整備し、それを電子情報化していく。

それが、例えばイギリスで行われたことですが、そういうような動きを我々もとり、情報の流通を図っていくことによって、不動産の流動性リスクを低下させてマーケットを拡大していきたいという思いが込められてございます。

レジュメの7ページ目ですが、地価公示のポイントでラグの問題がありましたが、我々が一番危惧していましたのが、バブルの崩壊期に過剰にリスクに反応してしまって、取引が行われなかったことです。

Jリートがリスクをとって売買をすることによって、そんなに地価が下がっていないということが示されて、取引価格をもって公示価格に反映されてきた経緯があると思いますので、そういう意味で相関関係がある。どっちが先かということがあったかもしれませんが、Jリートが先にリスクをとってくれただけ公示価格に反映されて、マーケットの底上げをしてきたということの評価をしたいということで、7ページ目の資料がつけられたと認識しています。

そこだけ補足させていただきたいと思いました。

井出委員 不動産部会の資料についてですが、肥田野先生から、最終責任はどなたがと  
るのか余り検討されていないというお話がありましたが、私どもも、部会で検討させてい  
ただいておりますが、まだ2回しか委員会をやっていないということで、しかも、スキ  
ームによって、最終的に形や仕組みが違いある場合には実質的な本体であるものが、別の場  
合には箱であったりということで、その部分をどうするかということは今検討させている  
段階だと、平井先生のかわりにお話ししたいと思います。

プロ・アマのところで、反対者が中にいるべきというお話がありましたが、チェック機  
能を働かせることは、今回のマンションの事件でも非常に重要になっておりまして、特に  
投資商品が製販一体のような形で出てまいりますと、各パートの独立性をいかに保つかと  
いうことは非常に難しくなっております。

そうしますと、ともすると瑕疵が非常にわかりにくい部分で、開示されている情報と違  
った処理がなされている可能性が出てきてしまうので、製販一体の仕組みを保ちつつも、  
いかに独立性、チェック機能を働かせるかということは今後検討していくようになると思  
います。

宅建業者といいましても、その中で扱っている物件はさまざまだと思います。

今回の一級建築士の話にもありましたように、宅建業者のなかにも、非常に高度な知識  
を保有される方から、ごく一般の住宅を販売するような方もおられるわけで、一くくりに  
扱うのではなくて、質がわかるような仕組みを設けて、質の確保をいかに図っていくかが、  
チェック機能を図る上で重要だなと考えていますので、その部分を今後検討していくべき  
だと考えています。

岩沙委員 プライベートファンドが、投資家保護にとって問題が多いという御指摘がさ  
れていますが、実務の市場では、プライベートファンドはどちらかというとプロの投資家  
がプレーヤーでございまして、そういう意味では、リスク・リターンについての厳しい要  
求、開示を求めておられますので、このところについては、プロ・アマの議論の延長線  
上で考えていけば問題はないのかなと。

Jリートに移転される時、安易に移転されるんじゃなくて、Jリートは上場基準も結  
構厳しいものがありますし、開示が、上場不動産会社と違って、個別物件のいろんなディ  
テールにわたって開示されてきています。

市場でのファンドマネジメント会社、アセットマネジメント会社の責任が重いと思いま  
す。投資方針をきっちり開示して、それにのっとった物件であるかどうか、情報開示をし

っかりやっていけば問題はないと思います。

現実には個別具体的な厳しい情報が開示されているのに、今の段階ではそんなに大きな問題はないと思いますが、これからの問題としては、そこのところはキチッと投資家保護が図られるような、より一層の、ファイアウォールの問題を含めて考えていく必要があるかと思っています。

肥田野委員 今言われたことは非常によくわかりますが、先ほど前川先生も言われたんですが、鑑定ベースでの議論でいろんなことが動いていて、基本的に開示をしているんですが、鑑定士がどういう視点で何を見たかがわからない。

専門家だからいいというのが、昨今の事情でもわかるように、キャピタルゲインがどのくらいあるか、将来どのくらいになるかということは、ある程度専門家に任せられているのが実態だろうと思います。そこはもう少し踏み込まないといけない。

関係の業界にとって非常にネガティブだと思いますが、家賃収入自体も非常に難しく、相対ですから、そういう情報が商業系の場合どのくらい出ているかというのはなかなか難しく、これは企業秘密だという御意見も一方であると思いますが、そこら辺の部分が、実際は本当のところがよくわからないところがあって、確かに有価証券報告書にも全部入れるからそれは間違いないでしょうというのはいいと思いますが、個別性が高いとなると、もう少し一般性のある指標に転換していかないと、どういう理由でそうなっているのかわからない。

そういう意味では、今おっしゃられたことは非常によくわかるんですが、もう少しそういう情報が外に出てきて、第三者がチェックできるような方向になっていないと、投資家は信用できると言っても、確かに相対でやっているけれど、3年で売り飛ばせばいいという方の真剣さと、20年持って、あとどうするのかというのと随分性格が違うんじゃないか。

決してネガティブに申し上げるわけではなくて、そういうことを少し前向きに御検討いただいた方がいいんじゃないかと思います。

岩沙委員 先生御懸念の点、本当にそのとおりだと思います。

ただ、Jリートは半年ごとに実態を開示してしまして、個別のビルの家賃水準、家賃データも公表していますし、実際にソーシングした取引の価格、売買のものも公表されています。

3兆4,000億ぐらいの資産規模になってきますと、商業的なリートに関係している

ものの、収益不動産のマーケットはリートがベンチマークになって、かなり客観的に資産の判断ができるようになってきているんじゃないか。インカムゲイン、キャピタルゲインについてもデータがそろってきているような気がします。

これからさらに拡充されていくだろうと思いますが。

小林部会長 その辺の実取引価格については、我々の部会で従来からいろいろ議論しているところですので、若干疑念の御意見が出たところだろうと思います。

石澤委員 今のことに関係してですが、部会で宿題をいただいたので、リートの開示事項についてのペーパーをお出ししています。

この中で、実際の賃料等についても、大体リートのデータからわかりますよという資料をつけてございますので、これを御参照いただきたいのが一つです。

11ページの式ですが、DCF法の一般的な考え方に準拠したのですが、日本不動産研究所の不動産投資家調査の中で、機関投資家は直接還元法をかなり重視しているという結果も出てきています。

あくまでも国土交通省では不動産証券化商品についてはDCF法を基準にする、実際にリート等の物件を購入する際にもDCF法が基準になっているのですが、意外と投資家の判断はそういうものとは違ったところにあるんじゃないかという点もご留意いただければと思います。

リート等の決算で、実際の取引の価格等も大体わかりますという、これも不動産価格の安定化、スタビライザー的な機能に役立っている。この点も御留意いただければと思います。よろしくお願いします。

小林部会長 かなり進行がグチャグチャになっておりまして、最後どのように締めるかなかなか難しいのですが、最初の点は、平井部会長が退席されましたので、井出先生から部会長に意見をお伝えいただいて、お二人で、中間整理の案文については事務局と調整いただきたいと思います。

それ以降の議事の進行につきましては、合同部会の議事録の取りまとめについては事務局から御説明ください。

不動産課長 ただいま小林部会長から御指示がありましたように、きょうの御指摘の中で、中間整理にかかわるものにつきましては井出先生、平井部会長と御相談してまとめてまいりたいと思います。

特に小林部会長からありました、両報告書で矛盾がないかどうかというところは、両事

務局で調整しまして御相談させていただきたいと思います。

合同部会の議事録につきましては、部会長と御相談して取りまとめさせていただきたいと思いますが、よろしゅうございましょうか。

いただきました御意見のうち、本会の中間整理に反映されないものにつきましては、不動産投資市場検討小委員会も不動産部会も、年を明けてさらに検討を進めていくことになっていますので、その中で検討を進め、来年6月から7月ごろに取りまとめということで進めさせていただきたいと思います。

取りまとめに当たりましては、本日のように両部会で御議論いただくことが適当ではないかと考えておりますが、具体的な点につきましては両部会長とも御相談しながら決めさせていただきたいと思います。

小林部会長 我々の部会のまとめはいいですね。きょうは部会の中間まとめの報告です。

ほかに御質問がなければ、これをもって両部会の合同審議を終わらせていただきます。どうもありがとうございました。