

社会資本整備審議会 産業分科会

第4回不動産部会

日時：平成18年2月20日（月）16：00～18：00

場所：国土交通省総合政策局ABC会議室（3階）

（速記録）

## 開 会

○松脇不動産課長 それでは、委員の皆様お集まりでございますので、ただいまから社会資本整備審議会の第4回不動産部会を始めたいと思います。

毎回と同じように、本日も記者の皆さんの会議全体を通しての取材がありますので、よろしく願いいたします。

それでは、ただいまから社会資本整備審議会産業分科会第4回不動産部会を開催いたします。

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、誠にありがとうございます。

事務局の不動産課長の松脇達朗でございます。

本日は、岩沙委員及び渋谷委員が所用によりご欠席されておりますが、他の委員各位におかれましてはご出席いただきましたので、社会資本整備審議会令第9条の規定によりまして、本部会が成立しておりますことをまずご報告させていただきます。

次に、本日の会議の開催趣旨でございますけれども、メール等でご連絡させていただきましたが、昨年の10月に開かれました第1回部会でお示いたしました事務局としての部会審議のスケジュール案によりますと、昨年12月の第3回部会で中間整理をおまとめいただいた後は、3月下旬に不動産関連サービスのあり方とか、不動産の適正管理のあり方についてご議論いただくというような予定にしておったわけでございますけれども、昨年12月の第3回部会で中間整理をまとめた際に、例えば自主ルールなども含めまして、開示の実際の運用のあり方とか、あるいはデューデリジェンスのあり方とか、この委員の中には実務にお詳しい委員もたくさん入っておられますので、そのお話を聞きながらフリーディスカッションを深めていただくというようなことも必要ではないかということで、委員の皆様からもご意見をいただきましたし、事務局のほうといたしましてもそういうような考えがありましたので、平井部会長とご相談させていただきました、今日お集まりいただいたという次第でございます。

それでは、開会に先立ちまして、お手元の資料の確認をさせていただきたいと思います。お手元の資料、まず議事次第。配付資料一覧。配席図。続いて委員名簿。そして横の資料になりますが、「投資家が安心して参加できる不動産市場について」平成18年2月20日、不動産課の資料。それから、同じ表題の参考資料、少し厚くなっております。それ

から、石澤委員から提出いただきました「Mizuho Securities Real Estate Market Report」のNo. 151と、2006年2月15日の「Real Estate Market News」。それから、「(参考) J-REIT」による情報開示と公表データの活用例」。続いて、杉本委員から提出いただきました「REIT及び私募ファンドにおける開示情報の限界」。続いて、田村委員のご提出のディスカッション用メモ。続いて、濱口委員から提出いただきました「年金の不動産投資の現状と不動産投資市場に期待するもの」。それから、昨年の中間整理の12月26日付の概要と、中間整理「投資家が安心して参加できる不動産市場の在り方」平成17年12月、不動産部会。それから、「一投資サービス法(仮称)に向けて」金融審議会金融分科会第一部会の報告、17年12月22日。資料は以上でございますが、欠落等ございましたら事務局までご連絡ください。よろしいでしょうか。

それでは、議事に入らせていただきたいと思いますので、議事進行につきましては平井部会長にお願い申し上げたいと存じます。では、部会長、よろしくお願いたします。

○平井部会長 部会長の平井でございます。本日は、お忙しいところお集まりいただきまして、誠にありがとうございました。ご指名によりまして司会をさせていただきます。

本日の会議の趣旨は、ただいま事務局からご説明がありましたが、それに従って行うことにいたしまして、まず進め方といたしましては、事務局から本日議論していただく論点について説明をお願いいたしまして、その後、石澤委員、杉本委員、田村委員、濱口委員、それぞれご専門の立場から先ほどの課題に対するご説明をいただきました後に皆様のフリーディスカッションをお願いする、こういう予定にしております。

そこで、まず事務局からご説明をいただきたいと思います。よろしくお願いたします。

○松脇不動産課長 それでは、座ったままご説明させていただきたいと思えます。資料番号を振ってなくて恐縮でございますが、横長の「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、参考資料でない薄いほうの資料でございますが、よろしゅうございましょうか。

お聞きいただきまして、目次を繰っていただきますと、資料1ということで、これは昨年10月の第1回の部会でお示しました全体の検討の鳥瞰図ということで、中間整理では左側の現状認識の部分と、右側の上の「主要な政策テーマ」の「安心して参加できる不動産市場」のうち、投資家保護に係るものについておまとめいただいたところです。

それから、2ページに参りまして資料2でございますが、左側が不動産部会の設置の際の検討項目の欄でございますけれども、右側が残された検討項目ということで、昨年の

中間報告の中で残された検討項目がこのように記されております。ざっとかいつまんで読みますと、本中間整理は投資家の保護に係るルールのあり方に絞って課題の整理を行った。これ以外に、検討すべき政策テーマ、幅広く奥行きがありますが、まず本部会の第一の検討課題である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、デューデリジェンスの適正化。それから、プロパティマネジメントの能力等、不動産の適正管理の枠組み。それから3つ目として、年金基金や一般投資家など、多様化する投資家ニーズに応じた関連サービスのあり方。不動産投資顧問業も含めてということと、また、本部会の第2の検討課題である「魅力的な都市・地域を形成する良好な手段を生み出す市場の在り方」の中の税制等の公的支援誘導策のあり方、それから不動産管理の適正化による良質なストック維持のあり方、それから市場ルールに反した不良不適格業者の取り扱いのあり方ということが今後の検討課題として示されております。

ここで、後ろのほうにあります不動産部会の中間整理を、前回から時間もたちましたし、また、前回ご欠席の委員もいらっしゃいましたので、ざっとこの中間整理のポイントに触れさせていただきたいと思いますが、中間整理「投資家が安心して参加できる不動産市場の在り方」平成17年12月の不動産部会でございますが、3点ほどかいつまんで。

まず第1点は、9ページをお開きいただきたいと思いますが、9ページのところで「不動産投資市場の特性」についてということで、これは主に第2回の部会でご議論をいただきました点でございますけれども、不動産に限らず、さまざまな商品がリスクを抱えている、不動産のみがリスクを有するものではないということで、「したがって」という第3段落で、不動産という特定の財の特殊性をことさらに強調し、投資市場において固有のルールを作るというような議論はすべきではなく、本来、様々な商品について投資する市場のルールは基本的に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うことで、不動産の特性といったものをこういうことでまとめております。

その上で、(1)「不動産の投資対象としての特性」でございますが、①としましては、不動産は実は従来から大変一般的に投資対象とされてきたということに触れております。それから、③のところ、不動産については物的性状や権利関係に隠れた瑕疵が入り込みやすいということで、このような瑕疵の存否が価値を大きく左右すること。括弧書きでありますけれども、特に現在、瑕疵のチェック、あるいは物件の質の確保の仕組みについて、投資家あるいは国民の関心は高まっているという記述をしております。

それから、今開いていただきました右側の11ページでございますが、「不動産投資市場の環境整備の基本的方向」あるいは「基本的視点」ということで、このポイントは下から3分の1ぐらいのところにあります「具体的には」ということで、市場の自立性、2番目に業界の自主規制も活用、3番目に二重規制や不必要な規制を排除というところで、こういう基本的視点を持って検討していくということをおまとめいただいております。

それから、最後に17ページのところでございますが、17ページをお開きいただきますと、ここは不動産の開示についてのことを書いているところの③の項目で「開示項目」といたしまして、不動産投資においては、情報開示すべき項目として次のような説明項目が挙げられる。まず、投資判断時の開示項目としては、先ほど言った瑕疵の存否、それから収益予測。物件の運用時においては、管理状況、稼働率等があるということで、これらは不動産投資に共通するリスクであって、商品の違い、あるいは投資スキームの違いによって、この基本的な開示項目に差異が生じるものではないということをおまとめいただいております。

その2段落下で「また、例えば」という段落であります。また、例えば、アスベストや耐震診断のように、その時々々の社会情勢によって投資家の関心を集める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か検討すべきとの指摘があったということでございます。

この点につきまして、最近の動きということで、いろいろ資料が飛んで恐縮でございますが、「投資家が安心して参加できる不動産市場について（参考資料）」という横長の少し厚い資料でございますが、そこの2ページをお開きいただきたいと思っております。2ページに参考1-2ということで「アスベスト調査及び耐震診断に係る重要事項説明について」ということでございます。これは、表題にありますように、宅地建物取引業法という実物の相対の不動産業者についての重要事項説明の規則でございますけれども、この省令を改正いたしまして、アスベスト、耐震診断それぞれ、1番のアスベストでいきますと、「よって」というところにありますように、建物について、石綿の使用の有無の調査の結果が記録されているときは、その内容を説明するということで、アスベストの調査があるかないか。ない場合には、ないと消費者に説明をしてくださいという義務づけをします。ある場合には、その結果がどうでしたかということをお説明してくださいと。

それから、2番目の耐震診断に係るというほうでは、これも同じように、最後の第3段落目の「よって」でございますが、昭和56年6月1日以前の、つまり旧耐震基準で新築

された建物につきましては、耐震改修法という法律が昨年の臨時国会で改正されておりました。施行されておりますが、それに基づきます技術上の指針に基づいて、指定確認検査機関、建築士、登録住宅性能評価機関、または地方公共団体が行った耐震診断がある場合にはその内容を説明するというので、これも同じように、こういう耐震診断がなされていない場合には、なされていないということを消費者に教えてください。なされている場合には、なされた結果はどういう結果か。新しい今の耐震基準に合致しているのかいないのかということの説明してください。それを宅建業者の重要事項説明の義務として課しますという省令改正につきまして、下のほうにスケジュールがありますが、3月に省令改正を公布し、4月中には施行するという予定で、実は先週の金曜日の2月17日から国土交通省のホームページでパブリックコメントにかけております。3月3日までパブリックコメントをかけているという状況であります。

そういうことで、アスベストとか耐震診断につきまして、これは先ほど言いました宅建業法のほうの話ではありますけれども、こういう新しいリスク項目ということで参考までに紹介させていただきました。

ちょっと資料から離れますが、金融庁のほうで投資サービス法、いわゆる仮称でございますけれども、準備をされておりますが、不動産部会の中間報告、それから金融審議会の中間報告に向けまして、両省庁間でいろいろ話をしてきております。まだ最終的なまとまりになっておりませんが、基本的には、不動産投資市場というものが今、非常に急速に発展してきていて、これを今後も健全に発展させていくということが大事である。それは、金融市場の整備といった面でも大事であるし、国交省的に見た場合の都市整備、あるいは地域再生といった面でも大事である。そのための良質な資金確保ということは大事である。そういう共通認識においては了解が得られておまして、そのもとで、1つは先ほどの投資家の保護のためのルール、これをできるだけ横断化、共通化しよう。不動産関連の商品も含めて横断化していこうということが1つ。それからもう1つとしては、現資産が不動産であるものについては、原資産に関わる先ほどの物的な性状とか瑕疵とか、そのリスクについては何らかの形で、特にアマチュアの投資家の方々には伝わるようにしよう。それから3番目に、今のアマチュアでないプロ・プロ間の不動産投資商品の取引について、それは信託受益権になっていても組合の持分権でもそうありますけれども、これについてはできるだけ市場参加者の創意工夫が活かされるような、逆に言うと、規制はなるべく緩やかなものにして自由な取引がなされるようにしよう。大まかにその3つ

の点につきましては両省庁間で基本的な合意ができておりました、今、詳しい投資サービス法の本体、あるいは投資サービスの整備法という形の法律の条文について詰めを行っているところでございます。

それで、今日のディスカッションの論点ということで、一番最初の「不動産市場について」という薄い紙の3ページ目、資料-3をお開きいただきたいと思いますが、横長の表の資料の3ページでございますが、今日のディスカッション用メモについて簡単にご説明したいと思います。

大きく4つの柱。最初の柱は「不動産投資商品についての開示・説明項目」ということで、まず第1の論点としましては、典型的な不動産投資商品の情報開示内容は、必要かつ十分と言えるか。それから②としまして、J-REITの自主開示等の内容はどんなものがある、それをどう評価するのか。あるいは、J-REITと違って、流動性のない投資商品の自主開示はどうあるべきかといった論点。

大きい2番目としまして、「開示内容の信頼性（デューデリジェンスの適正化）」ということで、耐震構造偽造問題などを踏まえた物件の瑕疵評価に関する問題点について。それから、投資対象物件の資産査定方法の問題点について。ファンドビジネスにおける資産査定の課題。それから、開発型の事業におけるリスク情報の開示について。

3番目としまして「不動産投資商品についての運用に関する責任」ということで、現在の私募ファンドの法的責任はどうなっているか。それから、年金基金による不動産投資の受け皿に適した不動産投資スキームはどのようなことが考えられるか。

4番目は「その他」でございますが、不動産関連のビジネス・バイプレーヤーということで、不動産投資顧問業、プロパティマネジメント業の育成について。それから、不動産市場の拡大に必要な制度インフラということで、税制、あるいは資金調達手段の多様ななどの論点の例を挙げさせていただいております。

それから、資料-4のほうは議論の後でまたご説明させていただきたいと思います。

事務局からは以上でございます。

○平井部会長 ありがとうございます。

それでは、石澤委員のほうからまずご説明、あるいはご報告をお願いしたいと思います。どうぞよろしく願いいたします。

○石澤委員 石澤でございます。資料のほうは3種類ほどお出ししてございます。まず、ピンク色の表紙のものでございますけれども、「Real Estate Market Report」というも

のを今日お持ちしてございますが、こちらは実物の不動産マーケットについてのレポートということになります。それから、「Real Estate Market News」というのがありますが、こちらはJ-REITの市場動向についてのレポートという形になります。本日は、データの関係でREITを中心にお話をしたいと思いますけれども、REITという商品のリスクを考える際には、恐らく実物の不動産マーケットのリスクと金融商品としてのリスクは分けて考えたほうがわかりやすいのではないかというふうに思います。ピンク色のものがそういう実物不動産のマーケットの動向についてということになるわけでございますが、こちらは全般的に今それほど大きな問題はないのかなというふうに考えております。もちろん、細かなことを申し上げますといろいろと問題点はあるわけでございますけれども、特に東京都内のオフィスビルを主体といたしました実物不動産マーケットに関して言うならば、とりあえず当面は余り問題はないのかなというふうに考えてございます。お手元の資料には、そういったことを踏まえまして、不動産の価格、オフィスビルのマーケット、それから住宅のマーケット、これを中心にご説明を申し上げているわけでございますが、今回のものの中には、オフィスビルのマーケットにつきましては中間展望のようなものもお示しをしております。お手元の資料でいきますと33ページあたりということになるわけですが、細かな数字が並んでおりますけれども、このような形である程度今後の市場動向等につきましてもご説明を申し上げ、その中でリスク要因等につきましても、当方である程度分析を加えているところでございます。

続きまして、「Real Estate Market News」のほうをご覧いただきたいと思いますがこちらはREITマーケット全体に関します資料ということになります。いろいろと申し上げなければいけないところはあるかと思うのですが、全体的な動向ということで申し上げますと、14ページをご覧いただけますでしょうか。こちらにREITの価格の動向をお示ししたものがグラフ化してございます。こちらは東証のREIT指数、東京証券取引所に上場されておりますREITの時価総額をもとにしたインデックスですが、それとTOPIX、東証の株価指数ですが、これを並べてみたものでございます。少し太い線のほうがREITの指数でございますけれども、短期的に見ますと多少のブレはあるのですけれども、中期的な目で見ますと、それほど大きな振れはないというのが今のREITの価格の状況ではないかと思っております。私どもは、恐らく不動産投資の一番の特徴は収益が安定しているということではないかと考えております。不動産投資のリスクを考えますと、インカムのリターンに関するものと、キャピタルのリターンに関するものがございませ

れども、キャピタルに関しますリスクはかなり大きなものがあるわけですが、インカムのほうはそれほど大きな変動がございません。REIT等、不動産関連の商品は、どちらかといいますと、インカムを中心といたしまして安定的な収益を投資家に還元するというものでございますから、そういった面では、バブル崩壊期にありましたような不動産投資のリスクというものは、恐らく今の不動産金融商品のほうですとそれほど大きな問題点はないのかなというふうに考えております。

ですから、お手元の資料にございますとおり、REIT等の価格につきましても、短期的に上下はいたしましても、中期的に見ますとそれほど大きく変わってはいない。お手元に下値のサポートラインという直線を引いてございますが、大体これに沿った形になっているというところでございます。私どもは、これを用いまして、変な言い方ですけども、REITの価格は調整はあるけれども下落はない、そういった特性を持っているのかなというふうに考えております。

私どもがふだんお付き合いしております投資家は機関投資家が中心でありますけれども、当初、REIT等が出始めのころは、バブル崩壊期のイメージが非常に強かったものでありますから、不動産投資は非常にリスクが大きいとお考えの方が多かったわけですが、最近では、ある程度不動産投資の特性といいますか、それに慣れてきた方が多いようございまして、今申し上げました調整はあるけれども低下はないといった認識を非常に強く持たれる方が多くなってきました。ですから、最近REIT等の価格が短期的に低下いたしましても、過剰反応するということは以前に比べればなくなっているのかなと。そういった面では、不動産投資に対しましてかなり信頼感を持っている方が多いのではないかと、このように考えている次第でございます。

お手元の資料にそのほかREITにつきましても、いろいろな銘柄のデータをお出ししてございます。本日の議論の中心になるかと思いますが、REITの特性といたしまして詳細な情報開示がなされているということがあると思います。このような細かな情報開示がなされておりますと、投資家の側もいろいろな面で興味を示される方が多いようございまして、あえて変な表現をさせていただきますと、最近では不動産に対しましてマニアックな興味をお持ちの方が増えています。情報が出てきますと、それに対する興味、研究というものもいろいろと進むわけでございますね。情報がなければ、議論もその段階で止まってしまいます。REIT等は非常に透明度の高い商品でございますので、不動産といえますとちょっととっつきにくいのですが、一回触れてみますと、いろいろな面で情報が

手に入ってくるし、また、内容もシンプルでわかりやすい。そういった面でいろいろと興味膨らんでくる場合が多いようでございます。ですから、最近では、私どもに対します投資家の方々のご質問も、正直こちらのほうがたじたじとなるぐらいマニアックな質問が多くなってきております。言うならば、情報が細かく開示されるということが、ちょっと生意気な言い方でございますが、啓蒙活動的な意味合いでも非常に意義を持っているということが言えるのではないかと思います。

それから、本日はこのようなマーケット全体動向の資料をお持ちしてございますが、私どもは、当然のことながら、これ以外に個別の銘柄につきますレポートも発行しております。本日の午前でありますと、ちょうど2つレポートを発行してきたところでございます。1つは、先週、ホテル専門のREITが上場いたしましたので、それに対します個別の銘柄の紹介のレポートを出してございます。こちらホテルの運用の成績によって配当収入に影響が出てまいりますので、ホテルの収益構造をかなり細かく解説をしてございます。これまでホテル関係のデータといいますと、なかなか入手しにくいものが多かったわけですが、REIT等の商品のバリエーションが増えてきたおかげで、恐らく今後はホテル関係につきましても、相当細かな経営のデータが手に入るようになってくるのではないかと、このように考えております。

恐らく今年中に介護付の老人ホーム、それから少し遅れるかもしれませんが、ゴルフ場等のREITも出てくるという計画があるようでございます。どの程度の開示内容になるかわかりませんが、今のところ、収益の構造がかなりブラックボックス化しているところがあるわけですが、REITの運用対象になることによりまして、その経営の実態が明らかになってくる。そういった面で、それぞれの分野につきましてもデータ整備が進んでくるのではないかと、このように考えているわけでございます。

本日の午前中にそのレポートを1つ出してまいりましたし、それから、金曜日に決算が公表されましたREITがございまして、それにつきましてもレポートを出してきております。このようにマーケット全体と個別の銘柄、それからマーケット全体につきましても実物のマーケットとREITマーケット、不動産の投資と金融商品の特性というそれぞれに着目した形でレポートを出しまして投資家のお手伝いをしている、これが私どものふだんの仕事ということになるわけでございます。

先ほど開示が進むことによりまして、いろいろと投資家のほうでも興味がわいてきて、ずいぶん詳しい方が増えてきたというふうに申し上げましたが、参考資料としてお出しし

ておりますものをご参照いただきたいと思います。これは、12月にこちらの部会でお出しをいたしまして、そのときにご説明する余裕がなかったものでございますけれども、REITによります情報開示、法令等に定められております義務的な開示と自主的な開示と両方の項目をまとめたものでございます。実は自主開示のほうが結構重要でございまして、私どものレポートに関しましても、自主開示のおかげでずいぶん助けられているというところがあるわけでございます。

こちらのほうでは、例えば①のところをご覧いただきたいと思います。物件の取得、売却に関しましては、REITのほうで一物件一物件ごとすべて公表いたしております。これは各REIT全く同じでございます。ただし、個別の物件の情報に関しましては、各REITごとに少し差がございまして、例えば想定収支を細かく全部開示するところもあれば、全く開示しておらないところも、わずかではございますが、あります。そういった面では、取得・売却の情報につきましては、売却があった、取得があったということはすべて開示されておりますが、個別の物件のデータにつきましては、ファンドごとに開示の内容に少々差が出てきているというところです。

それから、大口のテナントが移動した場合にも開示がされております。これは、ほぼ100%開示されているということになります。

それから、地震によります被害状況はREITが出始めのころは余り開示の内容もタイミングも鈍い場合が多かったわけでございますが、一昨年あたりからでございましょうか、大型の地震が頻発するようになってまいりまして、これで投資家のほうも地震が起きると本当に大丈夫なのかということでファンド側に問い合わせをする。ファンド側も、これは何とかしなければいけないということで、今は地震が起きますと、大抵その日のうちに何らかのニュースリリースがされるようになってまいりました。ですから、これは状況の変化に応じてファンド側のほうで学習してきて、情報の開示が細かくなってきた事項と言ってよろしいのかなという気がいたします。地震の発震地に全く物件を持っていないところまで被害はありませんでしたなどと公表する例もありますので、ちょっとやり過ぎかなと思うところもありますけれども、とりあえずかなり詳しくなってきたということが言えようかと思います。

それから、月次の情報といたしまして、稼働率等につきましては大体公表されております。一部開示が行き届いていないファンドが見られますけれども、それらは極めて例外的な例ということになろうかと思います。それから、賃貸可能面積や賃貸面積、それからテ

ナント数等につきましても、大抵の場合には公表されているところでございます。

それから、先ほどお話し申し上げましたとおり、先週も1つのREITの決算があったわけですが、この決算の段階でいろいろな説明会が行われまして、かなりの精度のものが公表される形になってきております。先ほど投資家の方々がREITのデータが詳しくなってきたので、それによっていろいろと啓蒙的な効果があったということをお話ししましたが、それは私どものようなアナリストでも同じでございまして、REITの決算の説明会をご覧になりますと驚かれると思いますが、非常にマニアックな質問が飛び交っているという状況でございます。

それから、ハードウェアにつきましても、昨年6月にアスベストの問題が表面化をし、また昨年11月に耐震偽装の問題が出てから、かなりエンジニアリングレポートの開示に関しましても内容が詳しくなってきたというところでございます。今、各REITはアスベストの使用状況の調査を進めているところでございまして、一部それにつきましての調査報告が公表され始めているというところでは、耐震偽装の問題に関しましては、昨年の12月末までの段階で各REITが一応のプレスリリースを終えておりまして、姉齒事務所絡みのもはなかったということは公表してございます。ただ、耐震偽装物件の有無にはさらに詳細な調査が必要だということがございまして、各REITとも対応を進めているというところでは、

資料が変わって恐縮でございますが、「Real Estate Market News」のほうの2ページ目の下のほうに、最近不動産分野でいろいろなリスク要因というものが出てきている。アスベストの問題、耐震偽装の問題、それから、つい先日、東横インの無断改造の話が出まして、REITの物件に1つだけ東横インが入っているものですから、それに関します状況等につきましてもご説明をさせていただいています。最近ではそのようなリスク要因が次々と表面化をしまりまして、各REITともそれに対する対応に追われているところでは、ただ、情報がだんだん細くなるという点は、どちらかといえばメリットのほうが大いではないかと、当方ではこのように考えているところでございます。

また参考資料のほうにお戻りをいただきまして、2ページ目をご覧いただきたいと思っております。このように情報開示が細かく行われてまいりますと、それをもとにいたしまして、いろいろな応用、研究というものができるようになってまいります。最近では、いろいろな大学の研究室、各シンクタンクのほうでも不動産関係の研究がずいぶん進んでいるようでは、すけれども、大体そのデータソースはREITの公表データが多いようでは、ございますね。

そういった面では、私どものような不動産投資に関わっている者だけではなく、大学、シンクタンク等の研究課題といたしましても、情報開示が細かくなってきているということが相当プラスに作用しているのではないかと考えております。

例えば、この表2でございますが、オフィスビルの賃料データと申しますのは余り公表はされておりません。公表されることもございますけれども、それはテナントを募集する際の募集賃料でありまして、成約賃料は公表されておりません。しかし、REITの運用状況をもとにいたしますと、成約賃料を大体推測することができます。例えば、この表2の一番上でございますが、大手町ファーストスクエアというビルがございます。これは私どもみずほ証券が入居しているビルでございますが、こちらは東京三菱系のグローバル・ワン不動産投資法人というところの運用対象になっております。この法人の決算をもとに計算をいたしますと、このビルの賃料水準は、大体4万3,298円かなと、こういった形で出てまいります。実は、このデータは商業の共用床が入っておりまして、オフィスビルの賃料はこれよりも少し低いのです。ですから、そのものズバリではないのですけれども、ある程度の賃料水準というものは推計することができるということでございます。

ちなみに、その2つ後にJFEビルというビルがございます。これは旧日本鋼管の本社ビルでございまして、こちらは三井不動産系の日本ビルファンド投資法人というところの運用対象になっております。先ほどの大手町ファーストスクエアから交差点を挟んで向かいに建っておりますビルですが、こちらは賃料を計算してみますと1万8,358円という水準になります。立地条件はほとんど同じなのになぜこれだけ差があるのかということでございますが、このJFEビルは、いわゆるセール&リースバックのビルでございまして、もとのオーナーが今もビルを1棟丸ごと借りております。オフィスビルの賃料単価を出す際には、割算の分子のほうにそのビルの収益全額を乗せまして、分母のほうには契約面積を乗せるわけですが、1棟丸ごと借りている場合ですと、共用床の部分が入ってまいりますので、分母の数字が非常に大きくなります。ですから、ずいぶん坪単価が安くなるように見えるわけでございますが、このJFEビルも坪単価の特殊要因というものを調整してみますと、賃料水準は大体3万8,000円ほどになるのかなというところでございます。ですから、情報の開示が細かくなったというのは非常によいことだろうと当方も考えてはおるのですが、今申し上げましたとおり、不動産は個別性が非常に強うございます。したがって、見方を誤ると誤解の原因になってしまう可能性もあるということでございます。ですから、情報開示には、逆にまた誤解されやすい部分も増えるという落とし

穴もあるのだなと。その点も気をつけながら私どもはデータを見る必要があるのかなと考えておる次第でございます。

3 ページ目をご覧いただきたいと思いますが、こちらは賃貸マンションに関しますデータでございます。同じような形で賃貸マンションのデータも推計することができるわけですが、実は住宅の家賃のデータといいますのは余り体系立ったものがございません。これは幾つか理由があるわけですが、同じエリアの物件でも、例えば物件の築年数でありますとか、あるいは道路条件でありますとか、あるいは対象といたします入居者層でありますとか、それによりまして賃料水準にずいぶん差がございますので、物件ごとのばらつきが多い。したがって、なかなか賃料体系がつかれないということが難点としてあるのではないかと思います。

一方、REITの運用対象でございますが、全般的に立地条件のよい物件、それから築浅の物件が中心になってきておりますので、そういった属性のばらつきというものは比較的小さいと考えられます。したがって、今こちらで閲覧いただいておりますとおり、REITの物件を中心に計算をいたしますと、大体そのエリアの平均的な賃料水準を物件の個別性の要因によりまして振れが余りありませんので、ある程度体系立ったデータをお出しすることが可能なのかなと、このように考えております。ですから、将来的には、一部条件付きではございますが、こういったREITのデータをもとにいたしまして、賃貸マンションの家賃体系というものも整理することができるのではないかと考えている次第でございます。

4 ページ目をご覧いただきたいと思いますが、最近、東京の都心部等で不動産の価格が上昇している。新聞等の論調を見ますと、REIT等の不動産投資の加熱がその原因なのではないかという話がずいぶん出てきているようでございます。私も、そういった影響は多少あるだろうとは思っておりますけれども、ただ、少し誤解もあるのではないかというふうに考えております。表4は何かといいますと、一昨年7月以降にREITが購入いたしました取引事例をもとにいたしまして、その物件の利回りを計算してみたものということでございます。今は、東京の都心部等で3%台の物件利回りの取引も珍しくないわけですが、表4をご覧いただきますと、REITが購入しております物件は大体5%前後の利回りを確保している例が多いのではないかと考えております。

ただし、例外もございます。銀座のエリアの物件は3%台の物件が多くなってきております。それから、千代田区内の大型のオフィスビルに関しましても、3%台の利回

りの物件が非常に多いということになります。この理由でございますが、銀座は大型ビルの非常に少ない場所でございます。ですから、容積率を大幅に使い残している建物が多い。一方、不動産の価格は、実際にどういった建物が建っているかということは余り問題にしておりませんで、言うならば、ある程度の開発可能性を見込んだ形で価格が評定されております。ですから、銀座に関して言うならば、不動産の土地の価格に対しまして、実際の建物の収益が非常に低い場合が多いわけでございます。そういった点もございまして、各REITとも銀座に対しましては足下の利回りが多少低いということをお納得づくで買わなければいけませんので、それで3%台の取引もかなり増えてきているということになるかと思えます。

千代田区の大規模ビルに関して言うならば、具体的には、この表の上から5番目あたりでございます大和生命ビルでありますとか、それから真ん中より少し上寄りにございます北の丸スクエア、これはあおぞら銀行の本店跡地の再開発でございますが、こちらなどが3%台の取引事例となっております。しかしながら、こちらは非常に希少性の高い物件でございますので、3%台の利回りといいたしても、ある程度納得することができます。少なくとも、何らかの理由は説明できると思えます。

ですから、今申し上げたような検討をまとめてみますと、REITの購入しております物件は概ね5%前後の利回りは確保している。しかしながら、ある程度利回りが低くても仕方がない事例といたしまして、銀座の物件でありますとか、あるいは千代田区内の非常に希少性の高いビルの場合には3%台の取引というものもある。しかしながら、一応それは投資対象としては許容範囲なのではないか、当方ではこのように考えているわけでございます。先ほど申し上げましたとおり、今、不動産投資に関しましては加熱しているというイメージが先行している場合が非常に多いわけでございますが、このように個別個別の物件の取引を見ますと、そのようなイメージとは実は違った形で不動産投資が進んでいる。そういうこともある程度検討することができるのではないかと、このように考えている次第でございます。

少々長くなりましたけれども、現在の開示内容からどのようなことを推測することができるのかということをお話し申し上げました。大変失礼をいたしました。

○平井部会長 石澤委員、どうもありがとうございます。いろいろご質問、ご意見があるかと思いますが、議事進行上、委員のご報告、ご説明をまずさせていただきまして、その後でまとめてご質問、ご意見等を伺いたいというふうに思っておりますが、よろしゅう

ございましょうか。

それでは、次に杉本委員、お願いいたします。

○杉本委員 私は、パワーポイントをご用意させていただいたので、パワーポイントのほうでご説明させていただきたいと思います。

今、石澤さんのほうからご説明いただいたREITの開示項目のところと若干かぶっておりますけれども、この資料は、今公開しているJ-REITの公開資料を平素どういうふうにご利用しているかということと、一般的に私募ファンドと言われているもの、これも見なし有価証券ということで平成16年の12月から有価証券並みに扱われておりますので一部公開資料がございます。こちらの公開資料はどういう読めるのかという観点から、実際にどういうふうな例があったかということを見てみたいと思います。

まず、J-REITですけれども、今、石澤さんのほうからご説明しましたように、かなり詳細な情報が開示されております。実際には、法律とか規則で開示情報の範囲が決まっているのですけれども、プラスα、自主的に開示されている情報もございまして、そういう意味では、各法人によって自主的に開示しておりますので、情報量に差がある部分が出てきているというところがございます。例えば16年から17年について、不動産がどういう金額で、どういう条件のものがJ-REITで、現段階においてはJ-REITから売却というものは余りありませんので、取得のものが多いわけですが、どういうものがあったか。たまたま同じ地域内でこういう事例があるということがわかるわけです。例えば品川駅近辺では、17年の9月において、シーフォートスクエア、それから大崎MTビル、JALビル、天王洲パーク、こちらが比較的品川駅の近くと言われている天王洲近辺でございすけれども、こういう似たような事例がございます。しかしながら、同じような投資判断で取引されているというわけではなくて、ここにありますように、NOI利回りですとか、還元利回り、こういうもののレートは相当違った形で開示されております。この原因は、いろいろ新聞等で話題にもなったので原因そのものの推測はアナリストの方がいろいろなさっているわけですが、こういう形で同じエリア、同類型の物件においても相当差がある判断がなされているということがJ-REITの場合はわかります。

では、こういう情報をどういうふうにとっているかということですが、J-REITの場合には、決算書、その決算の発表に先立って決算短信、それから売買が行われた場合は適時情報開示、これは取引上規則のほうからもともとあったわけですが、こういうものもございまして、特に適時情報開示の中には、重要な資産の取得または売却とい

うことで、J-REITサイドからは資産の取得に関するお知らせ。それから、上場会社等が売却している場合には売却に関するお知らせというものが投げ込みという形で情報開示されております。この情報をつなぎ合わせると、先ほどのようなデータが構築できるということになります。

決算短信というのは、ここに投資方針の変更など開示された投資判断の参考になるということが書いてありますけれども、基本的には決算情報に変動があった場合に、決算の正式な情報の開示前に発表される資料であります。もう1つの資産の取得に関するお知らせは、適時情報開示の一環として、立地条件ですとか、どういう物件を取得したのかということはわかるのですが、さらに会社によって鑑定評価額とか価格調査の結果、あるいは鑑定評価書サマリーとの照合ということをやっているところは相当あります。これは相当量の情報でございまして、その物件から将来収支をどういうふうに見込んだのか。投資法人の取得において、どういう利回り、リスク判断をしたのかということがこの中から読み取ることが不可能ではありません。ただ、先ほどもご説明がありましたように、この情報が簡単に取り扱えられるかということ、そうではないですよ。やはり中身を相当詳細に分析して、あるいは、もともとその物件についての予備的な知識があるとか、そういう場合には大きな判断の誤りをしないで済むかもしれませんが、この数値は各社によって若干意味が違う用語を同じ用語を用いて使っている場合もありますので、そういう意味では、簡単に比較できるかということ、そうでもなくて、やはりプロのアナリストですとか、そういう方がここからの情報を素人でも飲み込みやすいような形に加工するという作業が現段階においても要るのかなというふうに思います。

これは決算短信の情報ですけれども、決算短信だけでも相当な情報量でありまして、期末時点での運用物件数ですとか、稼働率ですとか、あるいはポートフォリオの特性ですとか、そういうものが決算短信の中だけでもわかります。

今のはJ-REITの公開資料でしたが、次に、私募ファンドはどうかということを見てみたいと思います。実は、私募ファンドというふうに一般的に言われているものには、こう言うと混乱するような言い方ですけれども、公募している非上場のファンドと、公募していない非上場のファンドというものがございまして、そういう意味では私募ファンドというのは名前として正確ではないのかもしれないのですが、いわゆる匿名組合、YK-TKというふうなスキームで行われているようなファンドであっても、中には公募しておりまして、つまり50人以上の人に募集の際に声をかけているというものがございまして、

こういうものも、銘柄数でいきますと、現在30ぐらいの銘柄が既に発生しておりまして、では、どういうふうにそういうものの資料が取れるのかということですが、これも16年12月の体制で通常の有価証券並みに取り扱われておりますので、EDINETというもので有価証券届出書、あるいは有価証券報告書というのがインターネットで誰でも見れるような形になっております。ちょっとここは字が細かくなっているのですけれども、赤丸で囲っておりますが、このところを順番にクリックしていくとお目当ての銘柄の有価証券届出書にたどり着くという仕組みになっております。

では、現在、公募である非上場ファンド、YK-TKもかなりのものがそうとなっておりますけれども、こういうものがどれぐらいあるのかということですが、EDINETに掲載されている特定有価証券というものがございまして。特定有価証券というのは、投資信託ですとか、あるいはSPCの発行しているいわゆるADSとか、あるいは匿名組合を含む組合契約出資持分というふうに言っておりますが、匿名組合、あるいは投資事業有限責任組合とか、そういうものの持分の中で公募しているもの、50人以上に声をかけているものについては、有価証券届出書をEDINETのように開示しなくてはならないということになっております。実際、何件あるかといいますと、投資信託に関しては相当数があるわけですが、流動化証券166件、組合出資持分42件、こういうふうな形になっております。J-REITに似たような形のものは、ここで言う資産流動化証券というところには実は入っていないのです。資産流動化証券というのはちょっとわかりにくいのですが、一定の資産を最後まで持っておりまして、その資産を売却したら有価証券を償還するというような、資産と有価証券の結びつきがほぼ1対1といいますか、そういう対応関係をしているものが資産流動化証券でございまして、J-REITを含む中身の不動産が運用者によって入れ替わっていく、こういうものについては流動化証券の中には入っておりません。そうすると、どこに入っているかといいますと、組合契約出資持分の中に通常は入っております。ただ、ここだけかというと、そうでもなくて、実は組合契約出資持分をさらにリパッケージして、外国投資信託に組み替えているものがやはり2けた、十何件ぐらいございます。ということは、現在、J-REITに匹敵するような不動産のファンド型のもので、公募しているけれども非上場というものが銘柄数にして何件あるかということ、概ね四十何件ぐらいの数だと思います。まだすべてを分析し切っておりませんので、現在わかっているものは四十何件ぐらいかなというふうに思われます。

では、先ほどのJ-REITと、公募はしているけれども上場はしていないというもの

の情報量の差はどれぐらいかということですが、ここでは有価証券届出書ですとか、有価証券報告書は開示義務があるのですが、先ほど出てきましたような適時情報開示ですとか、あるいは決算短信、こういうものは原則として義務づけられておりません。では、結果的にどういう情報が取れるのかといいますと、総額の資産の規模ですとか、あるいは総額の資金調達ということはわかるのですけれども、その中にどういうものが入っているのかとか、あるいはどういう資産の比率になっているのかということとはほとんどわからないという状況になっております。

それから、前々回、去年ぐらいにちょっと新聞ざたにもなりましたけれども、設備を対象とするような匿名組合の出資持分というのは、これはそもそも見なし有価証券にもなっておりませんので、これが公募であったとしても、設備ですとか、ホテルですとか、そういうものを対象にしているものはそもそも有価証券届出書の提出義務はないのでこの中には入ってこないということになります。

もちろん、不動産などを対象にしてもこの中には入ってこないのですが、不動産を対象にした匿名組合契約ですとか、あるいは不動産そのもの、信託受益権になっているものではなくて、生の不動産を対象にしている匿名組合とか任意組合の契約持分につきましては、それより前の段階の問題として、不動産特定共同事業法の適用対象に原則としてなるはずですので、そちらのほうで開示がなされているはずだということになるはずであります。ただ、今申し上げたようなホテルですとか設備そのものにつきましては、不動産特定共同事業法の適用対象でもありませんので、これについては完全に開示が漏れているということになるのかなと思います。

ここで言っている私募ファンドですけれども、今申し上げましたように、一般的に世の中で私募ファンドと言われているものについても公募しているものがある。この仕組みがどういうふうになっているかということですが、大体このパワーポイントの図のようになっておまして、不動産を第1の有限会社が取得をする。その資金調達はノンリコースローンと匿名組合出資で行われている。この前の画面でピンクの資金の流れがノンリコースローンであります。黒の部分がいわゆる匿名組合出資契約で資金が流れているわけですが、この匿名組合契約を束ねる有限会社が通常あります。二重にSPCを使っているというふうにも言われるのですけれども、有限会社が二重構造になっている。そのさらに先に投資家さんがいる。つまり、右側のほうから見ますと、投資家さんの資金は、匿名組合契約でまず第1の有限会社のほうに資金が投下される。この第1の有限会社、子YKと

書いてありますけれども、この子YKのほうに投下される。この子YKは、さらに次の親1 YK、親2 YKと書いてありますが、こちらのほうに匿名組合出資が行う。この親1、親2は、それぞれ個々にノンリコースローンでも調達いたしまして、匿名組合出資とノンリコースローンの資金を合わせて不動産の購入資金にしている。この場合の不動産ですが、ここでは単に不動産と緑色で書いてあるわけですが、一般的には不動産の生のものは非常に少なく、ほとんどは信託受益権に一旦してから、親1、親2のほうで取得している。こういうものが一般的に私募ファンドの典型的な構造であろうと言われております。

ところが、この私募ファンドの一般的な構造を持っているものの中にも、実は私募ではなくて公募のものもある。ただ、現時点においては、こういうものが上場できるという上場規定になっておりませんので、上場しているものは現時点では国内ではない。海外ではありますが、国内ではないという状況になっております。

では、証券取引法上の開示資料ということですが、先ほど来ちらちらと申し上げているように、必ずしも取引法上の開示資料だけを開示しているわけではなくて、それにプラス上場している場合には上場規定ですとか、そういうところから開示義務が課せられる適時情報開示ですとか、そういうことはございます。ですが、法律レベルでは、新規発行有価証券、既発行有価証券と上下2つに分かれているのですが、新しく発行する段階において課せられる開示義務と、それから毎年毎年発行後、課せられる開示義務というものがございます。この中で有価証券届出書というものの開示量が情報量としては非常に多く、また、届出書を1回出すと、その後、証券取引法上の会計監査が強制されるということになっております。そういう意味では、公募型のYK-TKであっても、そこまでは課せられてはいるのですけれども、結果的には、先ほどお話ししましたような決算短信とか投げ込みなどが無いということがあって、個別物件の情報量、あるいはポートフォリオに関する情報量が現段階ではJ-REITに比べるとかなり少ないということになります。

有価証券届出書記載事項というページにいきいたいと思うのですけれども、左側の企業内の開示に関する内閣府令（通常方式）、これは通常の株式会社とか、通常の会社が上場して公募している場合の届出書の記載項目です。右側は、国内匿名組合持分を例として取り上げましたが、これが私募ではなくて公募している場合に届出書が必要になりますが、その場合にこういう情報が必要になるという項目でございます。一見、右側のほうが少ないようにも見えるのですけれども、一般の事業会社と違って、特定有価証券の場合には、その会社自体のバックグラウンドですとか、経歴とか、社歴とか、そういうことが余り重要

性を持たないことも多いということで、結果的にその部分が少なく見えるところかなと思います。むしろこちらのほうは物件情報ですとか、内容資産の情報のほうにかなり注力している項目になっているというふうに言ってもいいかもしれません。

これは、さらにその詳細版でございます。

以上で私どもで平素着目している公募上場している J-R E I T、それから私募ファンドという構造をとっているのですが、その中でも公募しているものがある。この公募しているものについては、いわゆる一般の素人さんといいますか、そういう方の投資も相当集まっているようにこの公募開示資料からどうも見えます。そういう意味では、この部分については、同じ公募型なのに開示についてかなり濃淡があるなというふうに思っております。

一方、先ほどちょっと話が出ましたけれども、S P Cのような資産流動化型の開示証券、これも公開している資料、届出書が出ているものがあるのですが、こちらについては、私どもが知っている限りでは、投資家の方はプロがほとんどである。一般の個人の方がそれに直接投資をしているということは余り例がないというようにも思いますので、そちらのほうは私どもとしては余り気になるところではないのですが、公募型の非上場ファンドの情報量については、若干まだ不足しているのかなという感じを持ってはおります。ただ、これは先ほどのプロ、アマの投資家さんの問題にも入ってくるわけですが、どういふ方がそもそも投資しているのかということが開示情報でははっきりわかるわけではありません。ただ、数からいって素人さんも相当入っているだろうと思っただけで、そこはプロばかりが集まっているようなものであれば、現在の開示量でも十分なかなというふうに個人的には思っております。

以上、J-R E I Tと公募型の非上場ファンドの開示の違いについてお話しさせていただきました。

○平井部会長 大変ありがとうございました。

それでは、次に田村委員と濱口委員にご報告を相次いでお願いをいたしますが、5時半ぐらいまでに終わりたいと思いますので、大変恐縮でございますが、15分、あるいはもう少しプラスαぐらいのペースでお2人の方にご報告をお願いできればありがたいと思います。では、田村委員、よろしくお願ひいたします。

○田村委員 わかりました。私のほうは、いただいた今回の資料「ディスカッション用メモ」について、私なりのコメントをさせていただくという形でお話をさせていただきます。

まず、今、杉本先生のほうから開示の話が出ました。これを別の観点から見ますと、今のお話というのは、いわゆる投資家の取得する権利というのが証券取引法上の有価証券の場合というものを中心にお話をされておりました、その中で、もちろんここでお話をしている対象というのは、最終的な運用資産というものが不動産現物であるという前提でのものではありますが、最終的な投資対象が不動産であっても、いろいろな仕組みによって投資家が得る権利というのは幾つもの種類に分かれるわけでありまして、REITというのは不動産を運用する投資法人というところが発行する株式と似た投資口という証券、これは証券取引法上の有価証券ですが、これを発行しておりました、発行の形態は、いわゆる50人以上を対象とする形態でございますので公募と。かつ、公募して投資家が得た投資口は証券取引所で上場される。つまり公募かつ上場型という、ある意味で典型的な証券化商品でございますけれども、それ以外に、受益権そのものを取得する、これは不動産信託契約を締結して、そこで発生する信託受益権というあくまでも契約上の権利でございます、不動産を信託財産とするもの、これは現時点においては、まだ証券取引法上の有価証券にはなっておりません。そして、お話にもありましたように、現物そのものをある営業者が取得し、賃貸等の不動産取引をするという場合に、その資金を匿名組合契約で締結、匿名組合契約の出資を得るという形は、これはまた別個、不動産特定共同事業法というものがございます。それぞれにおいて投資対象は最終的には現物の不動産ではございますけれども、開示項目が少しずつ違っている。もちろん、公募と私募という違いもございまして、不動産特定共同事業契約独自の例えば書面の交付義務というものがございまして、その項目は相当程度異なっております。

横断的に見ますと、金融消費販売法については証券取引法上の有価証券でもそうですし、受益権、共同事業契約、いずれもかかるものでございまして、さらに投資家が個人の場合には消費者契約法というものがかかっております。今の杉本先生のお話にもあったように、REITなどは開示が大変よくなされておりました、投資家の中にも本当の個人というものがおりますので、それほど大きな問題はないように思われますが、私募ファンドと言われるような形態の場合、これはさまざまな仕組みをとって権利も異なるわけですが、開示については各自ばらばらという現状でございます。金融消費販売法、消費者契約法というのは横断的なものではありませんけれども、一定の重要事実を紋切り調に開示をしているだけでございまして、不動産市場もしくは金融市場の変動によって元本の毀損があるというような程度の開示をするということだけでございまして、それほど大きな意味があると

は思いません。

付随する論点といたしましては、最終的な投資対象が不動産であるという特性から、共通した開示項目にする努力があってもいいのではないかと。他方で、プロ私募の中にも、個人ではなく、プロ向けの商品というものがございまして、その中では今もそうですが任意にやっております、それぞれの商品に応じた開示がなされております。ただし、プロとっているのは一体何なのかということがございまして、今、プロというのは証券取引法上の適格機関投資家ということで主として銀行とか金融機関でございまして、それ以外はプロではございませぬので、そういった意味では、この辺のプロの拡大というものも1つの検討課題だと思います。

REITについては、今、問題がないというふうに申しましたけれども、目論見書、適時開示等を本当にきちんと読み込むというのはやはり専門家でなければできないということがありますので、一段と簡易化が図られるべきである。

それから、細かい話になりますが、不動産特有の情報ということが昨今のいろいろな問題から取り上げられているわけでありまして、個々の投資運用対象となる不動産の、例えばアスベストであるとか、PCBであるとか、土壌汚染であるとか、そういったものについてどこまで開示をするのかということは、これは法的には何らの基準もございませぬで、REITであれば、その発行体の投資法人が運用会社とよく相談をして、自主的に決めていると。ただ、最終的に落としどころとしては、各投資法人ほぼ同一になっておりますのが、これは最終的には証券の引き受けをする証券会社の審査を通らなければいけませんので、その証券会社がどの程度の開示を投資家にするのかという内規を持っておりまして、その内規に従わざるを得ないというところがございます。ただ、建築基準法違反という問題1つとってみても、容積率が違反しているというときに、例えば敷地面積が10m<sup>2</sup>足りないというようなものから、100m<sup>2</sup>を超えるようなものまで種々ございまして、用途批判というものも、単純に取り払えば済むものから、そうでないものもいろいろあって、不動産固有の情報というものをどこまで開示するのかというのは実際には大変悩ましい問題でございます。

それから、開示義務違反の効果というものもございまして、対象とする不動産について建築基準法違反の問題が後で判明したといったときに、誰がどの程度の責任を負うのかということについては、余り明確な議論が実際にはなされておられません。

次のページは、今のお話と関連するわけでありまして、開示内容の信頼性ということに

ついで言うと、投資法人の場合には、ホームデューデリ、これは主として不動産の権利関係、法的な側面を我々のような弁護士がみて、デューデリジェンスレポートというものを投資法人あてに出します。会計情報については、会計士の先生方の事務所がagreed-upon-procedureという、法定の基準というよりも、その時々に応じて関係当事者が合意する基準に従った審査をしていただいて、例えば賃貸借契約の賃料のチェックとか、経費の5年分のチェックであるとか、そういったものを詳細にチェックをしていただきます。そういったものをすべて踏まえた上で、真実というある程度の合理的なところまで納得がいく情報を開示するというので、公募及び上場の場合には大変神経を使っておりますが、そういった中でも物件の情報について言うと、基本的には鑑定評価書、そしてエンジニアリングレポート、環境レポートも別途つくられる場合がございますけれども、こういったものは基本的には今まで性善説といたしまししょうか、そのプロだから当然中身は合っているだろうということ、通常は1つのレポートを信頼している。取得しても2つぐらいのレポートでやっていた。ところが、これについては、例えばエンジニアリングレポートを出す会社がどの程度のクオリティを持っているのかというのは別に審査をしているわけでもありませんので、ある一定の業界の中での評価というものでやっております。また、それが大変忙しい時期に集中しますと、その審査の中身もやはりそれなりのものになる。鑑定士の先生も、鑑定評価をする上では、自ら土壌汚染があるかどうかという調査をする義務まではないということ、地歴などを調査して、その蓋然性が高いと判断した場合に限ってやるというようなことも言われておまして、その鑑定価格に土壌汚染等のそういった瑕疵がどの程度反映されているかについては、なかなか金銭的な評価が難しいというふう聞いております。開発事業については、今のところ、投資法人は投信法上の規制で開発ができないと言われております。これは自ら開発をしてはいけないという条文をどう読むかということで、投資法人自体が工事請負契約の発注者になってやるということがいけないのだというのが業界の一般的な解釈ですが、そうではないという説もあったり、ただ、今これは保守的に考えておまして、開発ものについては、例えば2年後にでき上がる竣工するものについて今、売買予約をするということで開発リスクを取らない。つまり、竣工リスクを取らないで、竣工を停止条件として売買予約をするという手法がとられております。ここでは、主としてデューデリジェンスの中身をどう担保するのかという問題が今まで議論をされていなかったということでございます。

次の3番目の論点が運用の問題でございまして、投資法人の場合には、REITの場合

には認可を受けた運用会社、投資信託委託業者というのが投信法上の位置づけを受けておりますので、これは投資法人と連帯責任を負うなどの厳しい規定がございまして、また、ここ数年の新たな現象だということで、各社、大変モチベーションの高い方が集まっているので、自分たちの責任をわきまえて一生懸命やっているというのが私の見方ですが、片や私募ファンドのほうについては、今のところ、全くそういった位置づけがなされておりません。不動産投資顧問規定という中で総合なり一般なりの規定をしているということはございますが、これもあくまでも任意のものということで、特にその専門性について第三者からの評価を客観的に受けているというわけではございません。

加えて、有価証券投資顧問業、これは従来からあって、有価証券の取得等についての判断の助言もしくは一任という立てつけでございまして、昨今の不動産投資商品の中でも、例えば現物を運用している。ただ、権利としては匿名組合出資持分というものを投資家が取得するようなものは見なし有価証券ということになっておりまして、見なし有価証券になるために、見なし有価証券の取得等についての助言をするのは、有価証券の投資顧問業者だという位置づけをされておりますが、実態は不動産そのものについての価値判断をしております、この辺がどうも立てつけ上すっきりしないということが残っております。そして、アセットマネジャーの位置づけも、特に私募ファンドの場合には、倒産隔離等々の観点から、アセットマネジャーがすべて一任を受けているという立てつけはとれない。つまり、あくまでも助言をするのだという立てつけでございまして、ここは責任の所在がはっきりしないということがございます。特に、この後、濱口委員からお話があるかもしれませんが、不動産の長期投資という面からは、ここ数年、言葉は悪いですが、本当に雨後の筍のように出てきたアセットマネジメント会社というのが比較的短期で出口を迎えて利益を得るといったビジネスモデルが多いように見受けられますので、そういった意味では、長期の不動産投資とはそもそも相入れない側面があるように思われます。

最後に、4ページ目でございますが、不動産関連のビジネスのバイプレーヤーの育成ということで、もちろん5年前と比べますと、それぞれの専門性をかなり持ってきたというふうな肯定的な評価ができます。ただ、不動産特定共同事業はずっと改正されずにおりまして、もともとは不動産現物の投資ですから、それを規制するという意味では大きな役割を持っていただけですが、現状の動きとしては、どのようにしてこの法律の適用を避けるかというような動きをしてきたというのが実情でございまして、そのために信託受益権化するというようなこともございます。もちろん、課税の側面から不動産信託受益権にする

のが有利であるということもございますが、法的には、私はこの辺は少し歪ではないかというのが個人的な感想でございます。ただし、ここまで信託受益権がマーケットの中で大きな存在を占めておりますので、今さらこれをどうするというのもございませぬし、もちろん不動産信託受益権化というのは、不動産そのものではなくて、それを中小化して小口化するような大変いい側面もございませぬので、これはこれとして、両者の役割をどう位置づけるかというものがあると思ひます。

最後の最後ですが、ビークル金融と言われているこういう仕組みの中で、実は会社法が5月ごろから施行されるということですが、YKという有限会社がなくなります。その後で今言われているのが合同会社ということでございませぬが、なかなか合同会社も別に不動産投資を専門に念頭に置いているわけではございませぬので、実はこれは本当に使い勝手がいいのかどうか。不動産投資のための構成としては、やはり不動産特定共同事業法、それからSPC法と言われている流動化法というものがございませぬが、この両者がまた一段と使い勝手のいい方向に向かつて、もちろんその念頭には投資家保護ということがございませぬけれども、そういう時期にきているのではないかというふうに思ひます。

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。大変失礼なことを申し上げたにもかかわらず、要領よくご説明をいただきましてありがとうございました。

それでは、最後に濱口委員からお願いいたします。

○濱口委員 それでは、資料に沿ってご説明します。

まず、「年金資金の特質」ということで紹介しておりますけれども、日本の年金が、公的年金が厚生年金本体、それから共済等で大体200兆円ぐらい、それと企業年金が80兆円ぐらいということで、大ざっぱにいて250～300兆円ぐらいの規模がある。それを年金は株式・債券というふうに分散して投資しているということがございませぬ。その観点で言ひますと、日本の不動産証券化市場は最近、非常に活発になってきているとはいへ、エクイティベースでまだ3兆円ぐらいしかないということで、これは仮にREITがレバレッジを50%ぐらいかけていますし、私募ファンドが大体70%ぐらいかけていますので、ざっくりと計算した結果ですが、もちろん、年金がある投資市場で5割も6割も占めるわけにはいかないので、そういう意味では、今の規模というのは年金がまだ本格的に不動産に資産を配分するというにはまだまだ規模がはっきり言って全然足りないという状況かなということが1つあります。

それと、2点目として、今、田村さんもおっしゃったように、特に今の私募ファンドというのは、数年で物件を転がすような運用をしているところも多いわけで、本来の年金の10年、15年、20年もつという、いわゆる欧米の年金がやっているような投資、コアな投資というのですけれども、そういう運用をしている投資機会はまだ十分でないということが言えます。

それと、次のページの3番目ですけれども、年金は、よく言いますように、受託者責任が非常に厳しいということで、具体的な文言はさておいて、いわゆる忠実義務、注意義務があるということです。それで、年金というのは、普通、年金の人と話すとすぐわかるのですけれども、ご参考までに、一番下のパラグラフに入る前に、年金の中に実は個別の投資のプロはいないんですね。例えば数百億、数千億の年金基金でも、実際に運用しているのは1人とか2人とか、その程度です。そういう中で運営の忠実義務、注意義務をどう果たしているかといいますと、外部にいるプロに投資一任をして、それでいいプロを見つける、探す、そういう責任はそこで何とかカバーするわけですけれども、もちろん、その一歩手前のどういうふうに資産配分をするかというのは年金基金で判断しますが、個別の運用については、基本的に日本の年金というのは外部に委託しているということです。

それで、外部に委託するのに、どこにできるかというのは、厚生年金保険法で決められておりまして、具体的には1990年までそれが信託銀行と生保の5割・5割のいわゆる寡占状態にあったわけですけれども、1990年に投資顧問会社の参入が認められまして、現在は信託銀行、生保、それと金融庁が免許を認可している投資一任業者、先ほどの田村さんの話にもありました、いわゆる証券投資一任投資顧問業の3つが認められているということです。一般的に今の株とか債券の運用というのはこの3者に分けておりまして、投資顧問会社が多数出てきていますので、年金が選ぶチョイスとしては、数でいえば数百社ある。その中でいいプロを探してくるということができるようになるのに対して、残念ながら、不動産については、今から申し上げるようなことで、信託銀行、今、日本には5行しかありませんけれども、5行としかお話ができないという状況になっています。

その理由は、まず生保さんは、ご存じのように、自ら不動産をいろいろ投資されていますので、その辺の利益相反もあって、年金から特別に不動産の委託を受けるというモデルでは今やられていません。それと、問題のいわゆる証券投資顧問業者ですけれども、彼らはまず今のところ不動産の売買ができるようなプロがほとんどその中にいないということもありますし、それ以前の問題として、免許を取るといいますと、金融庁が出している投

資一任免許と、不動産を実際に売買するときの国土交通省の宅建免許、一応これがないと不動産の運用というのはできないわけですが、これを兼業申請というのですが、これは金融庁がそれを認めていないというふうに言われております。したがって、今、普通に活動している投資顧問業者というのは不動産に参入できない。一方で、不動産専門の投資顧問業者というのが私募ファンドの運用ということで出てきていますけれども、彼らは今度、例えば年金と取引しようとする、金融庁の投資一任免許が要るわけですが、これがまた兼業不可ということで、投資一任免許を取りにいこうとすると宅建免許を放棄しなければいけないというような問題があるようでして、その辺のやりとりは私は必ずしも詳しくないので、今のことは間違っているかもわかりませんが、そういう参入障壁がありそうだということなのです。

それで、私、よく例で言うのですけれども、ヘッジファンドというのがありまして、不動産と同じように、いわゆるオルタナティブ商品ということで並びよく言われるアセットクラスですけれども、皆さんのイメージのようにヘッジファンドというのはいろいろ問題もあって、不透明だとか、リスクもあるとか言われているわりには、年金は大変活発に投資しておりまして、日本の年金基金の大体4割程度が投資しておりますし、資産配分も数%から、多いところで10%、20%投資しているところもあります。そういう意味では、年金基金の側にはある程度のリスクももちろんとった上でやろうという投資意欲は十分にあるのですが、残念ながら不動産にはそこまでいっていない。

それはなぜかということですが、次のページに移りまして、その中で唯一年金として投資できるルートである信託銀行ですが、この図は普通に年金がいわゆる私募のファンドに投資するときのスキーム図でございます。先ほど杉本さんのほうからありましたように、真ん中のSPCなり会社を個別の物件ごとにつくって、それをまとめてまた別につくる。バリエーションはいろいろありますけれども、大きな意味でこういうスキームで投資がされている。一番右の年金基金がまず信託銀行の年金指定単といいますけれども、年金信託を通じて匿名組合出資を行うという形です。その匿名組合、もしくはその会社では、その右上のいわゆるレバレッジをかけるためのローンを取るという形で、左側のアセットサイドで最近ほとんど信託受益権を保有する、買っていくという形ですが、このスキームの中で、いわゆる信託銀行が関与しているところが最初の入口のいわゆる年金信託です。これは、年金基金に代理して受託者責任をとる。年金基金が自分の持っている受託者責任をいわば転嫁しているところですが、まずこの入口にいるということと、その上

のローンレンダーとしても信託銀行は極めて活発で、今、一部には過熱していると言われてはいますが、日銀も注意しているという話ですが、かなりのローンを出している。

それと、大体こういうスキームをつくるというのは、アレンジャーとして信託銀行が出てきまして、信託銀行が右のアセットマネージャー、ここがいわゆる不動産専用の投資顧問会社と組んでこういうスキームをつくっている、また、アレンジャーとして出てくる。その下の、こういうスキームのいわゆる事務代行といいますか、アドミニストレーターとして信託銀行が出てくる。それと、こういうスキームを通じて不動産を個別で売買するときのいわゆる仲介業者として信託銀行はもともと不動産仲介ということで非常に活発にずっとやってきましたので、ここでも登場する。それと、一旦不動産を買くと、個別の物件ごとに、いわゆる信託受益権をつくる時の不動産管理処分信託というものをつくりましますけれども、これも信託銀行がきて非常に激しい競争をしてこの商売を取ろうとしている。そういうことで、全面的に信託銀行が出てくる。

こういう中で、いろいろ利益相反を回避しようとして、ファイヤーウォールをつくるなり工夫をされていますので、何とかなっているとは思いますが、一般的にはこれだけ利益相反の種があると非常に難しいのではないのでしょうか。例えば、一番わかりやすい例で言うと、決定的な利益相反は、年金の代わりにエクイティ投資家として出てくるところと、いわゆるローンレンダーとして出てくるところ、これはまさに株主と債権者ですから、恐らくこの利益相反は決定的に回避できないだろうというような問題も抱えておられるということです。

次のページに移りまして、では海外ではどうかということですが、一般的に海外の大手の年金ですと、株・債券と並ぶ独立したアセットクラスとして5%前後、多いところで10%、20%というふうに資産配分を不動産にしております。それと、先ほど申し上げましたように、多くはほとんどレバレッジをかけない運用で、10年、15年、20年、保有するようなコアの投資戦略が主でして、その周辺でノンコアと称してレバレッジをかけるような投資もしているということです。

それに対して、6ページ目が日本の年金の資産配分の現状ですけれども、2004年度の数字の一番上のほうの緑のところの7%というのはその他ですが、ここには先ほど言いましたヘッジファンドとか、いろいろなものが入っているのですけれども、この中で不動産というのはほとんどゼロに近いほどの投資しかされていないということです。

7ページ目が日本の年金の不動産投資に関する歴史ですけれども、昔は5：3：3：2

規制というのがあって不動産は2割以下に制限されていた。逆に言うと、2割までできるという状態だったのですが、現実には信託銀行を通じて1%程度の投資がされていた。それで、バブル後半以降、それは縮小して、ほとんどゼロの状態、最近、私募ファンド、REIT等への投資が少しずつ進んでおりますけれども、0.5%未満という少ない状況である。しかも、実際の投資は、先ほど言いました欧米流に言えば、ノンコアの投資、レバレッジを効かせるような、そういうところにしか出ていっていないというのが現状です。

8ページ目は、連合会が年金の皆さんに不動産をなぜ投資するのですか、しないのですかというアンケートを出したときの結果ですけれども、欧米と同じように分散効果が図れるということをおっしゃっているのと、あと、できない理由として、十分に情報が開示されていないということがあります。ただ、これは恐らくおっしゃっているだけで、年金基金の中で個別の物件の情報が開示されても、恐らくそれを判断できる人はいないのです。だから、これは言い訳といいますか、逆に言いますと、本当に年金基金が求めているのは、きちんと受託者責任を負っていただける形で投資一任できる、そういうスキームが欲しいというところではないかというふうに思います。

9ページ目ですが、そういう意味では、今後、年金の不動産投資が拡大するためには、ほかの資産クラスと同じように受託者責任がきちんと果たせる、あえて言いますと、転嫁できるスキームというものが必要であろうということと、先ほど申し上げましたように、要は信託銀行5行しか動いていないので、これは幾ら能力がある人がおられてもちょっと無理ではないですか。先ほどのヘッジファンドのように何百社出てくれば、いろいろな工夫もされますし、情報も広がりますし、ここの間口を広げる必要があるのではないのでしょうかというのが私の提案です。

10ページ目に移りまして、そういうことで年金の不動産投資という間口が広がれば、いろいろ問題点として指摘されているような流動性とか、時価評価とか、ベンチマークがないとか、そういった点も自ずと解決されるのかなということと、利益相反ということでもやはり違うルートをぜひつくっていただきたいということです。そういう意味では、不動産投資のプロがいる、不動産専用の、しかも年金基金から受託者責任をきちんと負える投資顧問会社の育成が大事であろうというふうに思います。

最後のページですが、具体的ご提案ですけれども、そういう意味で不動産の投資顧問会社をきちんと別の独立した組織として認識していただいて、今ここは、先ほどもありましたように、国土交通省のいわゆる登録規程で任意の届出、特に免許ということで第三者の

チェックが入った形のプロセスになっていないので、ここはきちんと、いわゆる証券投資顧問業者と同じように、規制をかけて、きちんと調べていただいて、年金基金が一任運用ができる会社に仕立てていただく。そこを法律として規制する。大きな意味で、投資サービス法の中で違う形でそういう形でカバーされてもいいと思うのです。

それで、実はREITについては、そういう宅建免許と同時にREITの運用会社は取引一任代理といいますか、こういう認可を持って取引をしているわけで、年金でやる時には取引一任であるというところが、免許を持った不動産投資顧問業という形で年金基金から一任を受けて不動産が売買できるという形になればいいのではないかと。そういうきちんとした免許のプロセスが確立されれば、厚生労働省のほうも安心して年金基金を任せていいだろうということで、これは厚年法を改正する必要があるのかどうかかわからないですけれども、新しく樹立された不動産投資顧問業というものを投資一任が可能な対象として追加する、そういう厚年法の改定といいますか、そういうものが必要になるかと思えます。それと、当然こういう枠組みの中には、信託受益権も個別の対象としては含まれるという形で全体をカバーできるという形になれば、いいのかなというふうに思います。

長くなりましたが、以上です。

○平井部会長 ありがとうございます。大変要領よくご説明をいただきまして、ありがとうございます。

既にお知らせしております終了時刻は6時ということでございますが、今の時点であと20分ぐらい時間がございます。余り多くはございませんけれども、この20分を利用して、つまり6時という終了時間は守りたいと思っておりますので、この20分内に自由にご意見を出していただければと思います。特定のご報告者に対するご質問でももちろん結構でございますし、自分は特にこの点が重要だと考えるというようなご意見、あるいは、およそ一般的な法規制についてのご意見、何でも結構でございますので、どうぞ自由にご発言をいただければと思います。

○井出委員 最初の石澤さんの参考資料について質問させていただきたいのですが、法定等による義務開示と自主開示の例というふうにございまして、自主開示が非常に重要な情報になっているというご説明だったのですが、自主開示の情報のどのような性質がポイントになって効果をもたらしているのかということで、1つは、先ほど次のお話とも関連しますけれども、月次とか短信のような非常にタイムリーなタイミングの問題なのかということと、あと、個別のポートフォリオが余り出ていないというお話もありましたが、そう

いう個別性の情報まで出ていないということの違いなのか、その2つ。どの辺が効いてくるのかということについてお教えいただければと思います。

○石澤委員 恐らくいろいろと細かな項目はあるのだらうと思いますけれども、自主開示というのは、先ほどお話し申し上げましたとおり、投資家とファンドの側でのキャッチボールの結果出てくるのがかなり多いだらうと思うのです。法令等による義務開示というのは、これだけはやっておかなければいけないという最低のところだらうと思うのですが、恐らく投資家の要求を満たしていないところが相当あるだらう。そういった投資家の不満みたいなものが自主開示の中に反映されることが多いということではないでしょうか。

先ほどお話し申し上げましたように、例えば地震によります被害状況、これはREITが出始めのころ、ファンド側のほうも余り重視しておりませんでしたし、恐らく投資家のほうも余り重視していなかったと思います。それが、地震が頻発するようになりまして、例えばREITの場合ですと地方銀行がわりと投資されている例が多いのですけれども、地方銀行はお客から預金を預かっていますから、そうなりますと、個人のお客などにいろいろと説明しなければいけない。そういった面では、一般的な話題になっているようなもの、トピックス的な話題に対して、不動産を運用している側が一体どういった対応してくれるかが非常に重要になってくるのではないかと。そういった投資家とファンドの側のキャッチボールの成果で出てきたものが自主開示の範囲であるということが言えるのではないかとこの気がいたします。

それから、どうしても不動産事業者という点からいたしますと、個別の物件情報というのはわりと開示したがる傾向が以前はあったわけです。それが、REITの場合ですと、個別のものも透明度が高くないと結果的に投資家に評価してもらえませんが、こういった自主開示の内容も、最近になればなるほどわりと細かくなっていく傾向があります。細かくなればいいというものではないのですけれども、それはやはり投資家の要求に応えるため、逆に、要求に応えないと評価してもらえないという危機感のあらわれではないかと思えます。昨年、REITは全部で13銘柄も上場いたしましたし、先週また1つ上場いたしましたから累計で29銘柄ということですが、どんどん数が増えてくるのですが、そうなりますと差別化が重要になってまいります。差別化の中でどういった形で評価してもらうことができるかという点は、やはり投資家の要求にどれくらい応えるかという点で、自主開示の分がより重要な項目になってきているのではないかとこのように考えます。このようなお答えで構いませんか。

○金本委員 ちょっと初歩的な質問になってしまって恐縮ですが、どなたに答えていただけるのかよくわからないのですが、開示についてプロ・アマの差というのがあると思うのですが、情報についてはプロも必要ですねというところで、そのプロ・アマの差というのは、情報の差なのか何の差なのか、この辺のところをクリアにしておかなければいけないのかなと思うのですが、いかがでしょうか。

○平井部会長 どなたでもどうぞ。

○田村委員 すごく教科書的にお答えしますと、証券取引法の教科書には、なぜプロの場合には情報開示が義務としてないのかというのは、プロというのは、投資能力、判断能力がある。それから、情報を収集する能力もあるということが教科書では書かれています。少人数私募という、これはプロでなくても個人でも50人未満を勧誘の対象とする場合ですけれども、教科書に書いてあるのは、少人数の場合には比較的個人的に請求がしやすいというようなことが教科書には書いてあります。ですから、情報量の差というふうには私どもは教えられてはいないですね。

○金本委員 その関連ですが、どうも情報量の差ということよりは、情報の確認、チェックができるかどうかといったところが重要なのかなという気がしています。アマの方の開示というのは、単にこういう情報を出せということだけでなく、ここにもありますが、開示内容の信頼性とか、そういったことについてかなりの仕組みがあるということかなという気がしています。

○田村委員 岩原先生がいらっしゃるので、私が言うのは……。済みませんでした。

○平井部会長 よろしければ、岩原委員、どうですか。

○岩原委員 確かにプロ・アマ論というのは非常に難しく、今回の投資サービス法の改正でもそれをどのように規定するか非常に難しい課題になりました。ご指摘のように、伝統的にはプロとアマとの間で情報量の差なのか、理解力の差なのかということが昔から問題になってきているわけで、私は、先生のおっしゃるように理解能力が非常に重要なポイントになるのではないかと考えています。現在、証取法は適格機関投資家についてだけプロとしての扱いを認めていますけれども、それが不動産特定共同事業法等のほかの法律でのプロの範囲と違ってしまっていて、海外と比べても、日本は適格機関投資家の範囲が狭いので、これを拡大してほしいというのは常に経済界その他から出てきているところです。証取法に関する金融審議会の第一部会のディスクロージャー・ワーキンググループの審議でもずいぶん時間をかけて検討してきましたが、いろいろ意見があって、金融庁のほうは急

に範囲を拡大することは實際上どういう結果になるかはかりがたいところもあって、今、慎重に少しずつ拡大しているところです。しかし先生がおっしゃったとおりの問題があると思います。

ただ一方で、プロ・アマといっても、非常に相対的なものです。商品によると、相当なプロといっても、相対的に言えば、本当に扱っている業者との比較ではアマであるという部分もあるのです。デリバティブなどはそうです。有名なアメリカのプロクター&ギャンブル事件などでまさにそれが問題になりました。大企業会社であっても、その事件の相手方であるバンカーストラストに比べれば、情報量あるいは理解力に差があるのではないかということになってきますので、なかなか一律に決めるのは難しいかなという感じはしています。あるいは実務の方から異論があるかもしれませんが。

ついでに、私のほうからいいですか。今日は本当に多くの方から非常に有益なことを教えていただきまして、余りにも情報量が多過ぎて、かつ課題も多過ぎてこなし切れない感じがするのですけれども、ただ、幾つか浮かび上がってきている問題があるように思っています。1つは、杉本さんや田村さんからお話があるように、公募とか私募といっても、その中にもいろいろ差があって、いわゆる私募ファンドと言われているものでも、商取法上では公募であって、上場されていないもの、そこら辺が非常に開示内容で問題がある。具体的に言うと、証取法上の開示、有価証券報告書等の開示と、証券取引所が行っている決算短信やあるいは適時開示との間のギャップをどうするかという問題があります。両者の間にかなり大きいギャップがある。これについては、先ほどの金融審議会のディスクロージャー・ワーキンググループでは、経済界からは両方のディスクロージャーを要求されるのは過重負担であって、証券取引所の決算短信等は廃止というか、やめてくれというご意見もかなりあるところです。ただ、実際上は、今お話に出ていますように、相当大きい役割を果たしていますので、むしろ有価証券報告書の制度のほうをあるいは改善しなければいけないのかもしれませんが、ただ、一方で、有価証券報告書は最終的には刑事罰で担保していますので、ある程度の慎重さが必要なもので、決算短信等に比べると身軽さは違う。だから、どうしても両方の間にギャップは残らざるを得ないのかなという感じがしています。

それから、田村先生のご指摘はいろいろな重要な点を含んでいて、私も正直考え込んでしまったのですけれども、不動産特定共同事業法や、あるいはSPCの開示のほうを見直して、もっとそれが利用されやすくする必要があるのではないか。これは、私もそのとお

りではないかと思っております。新会社法のもとで、YK-TKのように有限会社を使ったスキームが今後どうなっていくのか。LLCが本当に使えるのか、あるいは、また新しくできたLLPとどちらが使われるのか。税法の面と会社法や事業組合法の使い勝手等いろいろな側面があるので、今後どうなっていくか非常に興味を持たれるというか、大きい問題になると思います。

それからもう1つは、信託法と信託業法の全面改正、特に信託法の全面改正が行われて、下手すると今までと比べてとんでもないスキームが出てくる可能性もありますので、そのときにどういった問題が起きるか。特に信託宣言を使ったスキームなどですと、これはほとんどチェックが働かない信託商品、受益権の商品が出てくる可能性があるのです、そういうときにある面で相当怖い。うまくいけば効率的になるのかもしれませんが、そこら辺ははかり難いところがあって、今後、不動産の投資についてどうしていったらいいかということを検討する必要があると思います。

それからもう1つ、田村先生のご指摘で非常に大事なものは、いろいろな不動産のアスペクト、土壌汚染等の鑑定をディスクロージャー制度の中にどのように信頼性のある形で盛り込むことができるか。これは本当に真剣に考える必要があって、投資サービス法の適用を受けるにせよ、不動産特定共同事業法の適用を受けるにせよ、共通した課題で、これはむしろ本審議会の課題だと思うのです。金融庁のほうでそこまで検討することはできませんから、ここで検討して、たとえ金融庁の投資サービス法に乗る制度にするにしても、その点で遺漏のない制度をここで考える必要があると思います。

それから、先ほどの中で最後の濱口さんのもこれまた非常に重い課題を提起していただいているように思っていて、やはりここら辺をきちんとしないと、実際上不動産の投資マーケットを拡大して、日本全体の資金の中での不動産が占める割合を高めることはできないと思います。不動産投資顧問の問題はまさにご指摘のとおりですが、投資サービス法の改正に合わせて、私も有価証券投資顧問協会のほうの改正提案の作成に若干関与していますが、そこで先ほどの兼業承認の問題が取り上げられていまして、これは制度上は兼業承認をすればできるはずなのですが、それがどうもスムーズにいったいないようなので、そこら辺は制度を変えて、かつ、その場合に、不動産投資顧問業が免許業として独立した形をとるのか。証券投資顧問業との間でむしろ横断的なルールをつくる中で、不動産に関わる投資サービスについては一定の資格を得た者がアドバイスできるようにして、その者を有価証券投資顧問会社も雇って使えるようにするとか、そこら辺は制度的にどういうふ

うに工夫したらうまくいくのか大きい課題だと思います。投資顧問会社がその中にそういうタレントを備えたプロフェッショナルを中に置いて、きちんとしたチェックができるような仕組みを横断的につくるということを今後ぜひやる必要がある。おっしゃるとおり、信託銀行だけの寡占状態というのはまさに利益相反の山ですし、しかも、さっき言いましたように、信託法や信託業法が改正されて、場合によると、ますます大変なことが起こる可能性があるわけですので、それ以外の不動産投資のプロの仕組みをきちんと用意して、そこでちゃんと競争が行われて、不動産市場にいろいろな資金が流れ込むような、マクロ的にそういう枠組みをつくっていくことが非常に大事だと思っております。

とりあえずの感想だけです。

○平井部会長 ありがとうございます。ほかに何かご発言ございませんでしょうか。よろしゅうございますか。

そうしますと、あと2～3分ですのでこれで終わりたいと思いますが、いろいろご意見、ご発言、その他おありで時間が足りなくて申しわけなかったと思いますが、もしそういう方がいらっしゃいましたら、事務局のほうにぜひとも今日の論点につきましてご意見をいただければと思います。事務局のほうで整理をして、また改めてここへ出す機会があるかと存じます。

今日は、今まではどちらかといいますと一般的、抽象的に議論されてきた論点につきまして、それぞれのお立場から大変立体的と申しますか、一步進んだご説明をいただきまして、大変有益な会だったというふうに思います。心から厚く御礼を申し上げる次第でございます。立法の際にいつも問題になりますことは、市場に対して何か規制を加えるという場合に、その規制を嫌がって別の手段を講じるということが常に行われるわけでございます。先ほどの石澤委員のご発言ですと、自主開示というのは、要するに市場的な競争力が働いて自主開示をせざるを得ないと。しかし、もし開示義務を認めますと、それが嫌で、別のさまざまな方法を考え出すということも十分にあり得ると思います。しかし、どうしてもそういうことを許してはならない、例えば耐震偽装とか、アスベストというのは生命・身体に関わることでありますから、別の方法で逃げるということは許さないような規制というのがやはり必要なのではないかという気がしまして、もしそうだとすると、あるいは、それは不動産というものに特有のものに関連してくるのかなという気もいたします。いずれにしても、今日は大変有益ないろいろな論点を提起していただきまして、私としては大変勉強になりました。心から厚く御礼申し上げます。

それでは、あと事務局のほうから今後の日程等につきましてご説明をお願いいたします。

○松脇不動産課長 それでは、今後の日程についてということで、先ほど説明を飛ばしました「投資家が安心して参加できる不動産市場について」の最後の4ページで、資料4ということで「不動産部会の今後のスケジュール」というところがございます。

このご説明に入る前に、今、部会長のご指示がありましたように、今日のプレゼンテーションを受けましたご意見を私どものほうにメールでもファックスでも結構ですがお寄せください。本来は、それをもとに今後の検討課題を決めていくのが必要だと思います。ただ、ここで一応私どもが事務局として考えております今後のスケジュール、課題を掲げてございます。次回は3月下旬から4月上旬ごろを予定しておりまして、今日も不動産投資顧問業のお話もありましたけれども、不動産投資顧問業を含めました不動産投資関連サービスのあり方についてご議論を深めていただこうかと思っております。

それ以降は、とりあえずの案でございますけれども、第6回ではプロパティマネジメント等の不動産適正管理について。第7回については、公的支援誘導策のあり方。税制とか、あるいは新たな投資スキームというのは、実は不特法をもう少し使い勝手がよいようにというようなご意見もありましたけれども、そのことも一応念頭に置いております。それから、市場ルールに反するなど不良不適格業者の取り扱い。自主規制機関によるルールのあり方等。それで、7月中旬に第8回部会でまとめというようなことで、とりあえず記しております。

これにつきましては、またご意見をいただきまして、今後の議論の進め方を部会長とも相談させていただきたいと思いますが、とりあえず第5回につきましては3月下旬から4月上旬ということで、またなるべく多くの委員の方々のご出席が可能な日にしたいと思いますので、日程の調整をメール等でいたしたいと思っておりますので、どうぞよろしく願いいたします。

事務局からは以上でございます。

○平井部会長 それでは、これもちまして、第4回不動産部会を閉会させていただきます。本日はどうもありがとうございました。

閉 会