

社会資本整備審議会 産業分科会
第8回不動産部会

日時：平成18年7月31日（月）10：00－11：40

場所：国土交通省合同庁舎3号館 11階特別会議室

(速記録)

開 会

【松脇不動産課長】 おはようございます。それでは定刻になりましたので、ただいまから社会資本整備審議会産業分科会第8回不動産部会を開催いたします。本日もマスコミ等の取材がございますので、よろしくご了承のほどお願いいたします。

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。私は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ございます。よろしくお願いいたします。

本日は井出委員及び浜口委員が急遽所用のため欠席となりました。また岩原委員は後ほど出席される予定でございます。そのほかの委員の皆様方にはご出席を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。

初めに、国土交通省側に人事異動がございましたので、新しい出席者をご紹介させていただきますと思います。

初めに総合政策局長宿利局長でございます。

【宿利総合政策局長】 宿利でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

【松脇不動産課長】 続きまして同じく総合政策局玉木総務課長でございます。

【玉木総合政策局総務課長】 玉木でございます。よろしくお願いいたします。

【松脇不動産課長】 土地・水資源局二見土地政策課長でございます。

【二見土地・水資源局土地政策課長】 二見でございます。

【松脇不動産課長】 同じく坂根土地市場企画室長でございます。

【坂根土地市場企画室長】 坂根でございます。よろしくお願いいたします。

【松脇不動産課長】 それから、本日は前回に引き続きまして国交省側夏季軽装クールビズということで、このような格好になっておりますので、室内28℃でセットでございますが、もしよろしければ上着をお取りいただいたりネクタイも外していただけたらと思いますのでよろしくお願いいたします。

それでは、まず本日の部会の位置付けにつきまして事務局からご説明させていただきますと思いますが、昨年10月21日に社会資本整備審議会産業分科会に、当不動産部会が設置されまして、同日に同部会に付託されました諮問、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

あるべきかにつきまして、これまで7回に及ぶ部会でのご審議をいただいております。本日はこれまでのご審議を踏まえまして、今後の不動産投資市場のあり方につきまして、社会資本整備審議会第一次答申とすることを前提としたこの部会の第一次部会報告という形での取りまとめをお願いできればと考えておりますのでよろしくお願い申し上げます。

それでは、ご用意させていただいておりますお手元の資料の確認をさせていただきたいと思っております。

まず資料－1①、今後の不動産投資市場のあり方について、第一次部会報告案について。資料－1②、今後の不動産投資市場のあり方について第一次部会報告案について(概要版)。資料－2①不動産投資市場の更なる発展に向けて。資料－2②で参考資料。以上の資料を用意させていただいております。それから本日土田委員から7月31日付のご提出のありました今後の不動産投資市場のあり方について第一次報告への意見提出をお配りしております。

配付の資料につきまして、もし欠落等がございましたらお知らせください。よろしゅうございましょうか。

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をお願い申し上げたいと存じます。それでは部会長、よろしくお願いいたします。

【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、ご出席をいただきましてまことにありがとうございます。

それでは、最初に、先ほどご紹介いただきました宿利新総合政策局長にご出席をいただいておりますので、ごあいさつをお願いいたします。

【宿利総合政策局長】 先ほどご紹介いただきました総合政策局長の宿利でございます。7月11日からこの職に就いておりますが、どうぞよろしくお願いいたします。

先ほど司会の松脇課長からお話がありましたが、昨年10月に大臣から諮問を受けまして、以来、今日を含めまして8回にわたりまして大変熱心なご審議を当部会でいただいております。平井部会長はじめ本当に委員の皆様には心より厚く御礼申し上げたいと思っております。

改めて申すまでもありませんが、不動産は私どもの国民生活あるいは我が国の経済社会にとりまして、極めて重要な位置付けでありますし、特にその中でも昨今急速に拡大発展をしております不動産投資市場につきましては、非常に重要なポイントであると私も認識をしております。円滑な資金循環を通じまして、質の高い不動産に転換・再生していくと、

そういう機能に鑑みましても、大変重要な市場だと考えているところでございます。国土交通省といたしましては、このような不動産投資市場がより安定的に健全に魅力のあるものに発展をさせていきたいと、このように考えておりますので、今後とも当部会の委員の皆様方のご指導をいただきながら、そのための環境整備のための施策に鋭意努めてまいりたいと思っております。是非、今日もご審議いただきますし、夏以降も引き続き、難しいテーマにつきましてご議論・ご審議をいただくこととなりますけれども、熱心なご指導ご審議を通じまして、私どもの行政をサポートしていただければと思っております。どうぞよろしくお願いいたします。

【平井部会長】 ありがとうございます。

それでは議事に入りたいと思います。

先ほど事務局から説明がありましたけれども、本日の審議におきましては、これまでの審議を踏まえた今後の不動産投資市場のあり方につきまして、本部会の第一次報告という取りまとめが提出されております。本日事務局から資料として用意されました第一次報告案は、本日の部会前に各委員のご意見、ご指摘等をお伺いして取りまとめたものと承知しております。なお、本日、先ほどご紹介がありましたように、土田委員からも意見が出ておりますので、これを含めまして、ご審議いただければと思います。

まずは事務局から資料の説明をいただきまして、その後で各委員のご意見等をいただきたいと思っております。それでは事務局のほうからお願いいたします。

【松脇不動産課長】 それでは説明をさせていただきます。座ったまま失礼いたします。

資料－１の①と、それから用います資料は資料－２の①のパワーポイントの資料、それから資料－２の②参考資料を用いてご説明させていただきたいと思っております。

初めに、資料－１の①報告、第一次報告でございますけれども、おめくりいただきまして目次がございます。はじめにございまして、大きく４つの章、最初の章が不動産投資市場の現状と特性、それから２番目が今後の目指すべき市場の姿と市場の整備の具体的方向、３番目が講ずべき施策、４番目が残された課題と、こういう構成になっております。

全体の鳥瞰図といたしまして、このパワーポイントの、先ほど申し上げました資料－２の①をちょっとご覧いただきたいと思っておりますけれども、本日のこの報告案の全体の構成でございますが、不動産投資市場が今後さらに安定的に発展するためにはどのような市場を目指せばよいのかということで、一応３つのイメージを掲げております。

1つは、一番左のピンク色のところがございますけれども、まず透明性ということで、投資に当たってのリスク・リターンが透明であって、それによって幅広い投資家が安心して参加できる市場が必要ではないかと。

それから2番目がまん中でございます、不動産の質、特に不動産の価値創造、価値を上げていくということにつながっていく市場である必要がある。

それから3番目が物件・資金・人材が円滑に展開し、自立的に発展ということで、主に念頭に置いておりますのは、例えば地方部におきまして、規模とかそれから人材面、資金面、いろいろボトルネックがあるような、この市場におきましても不動産投資市場の持っている長所が生かされるような市場ができないかという、この3つでございます。

さらにその中の具体的問題がありますが、まず左側の透明性のところがございますけれども、情報提供方策の推進ということで、1つは金融商品取引法と宅建業法の情報提供内容の共通化ということで、等しく不動産を原資産とします投資につきましては、同じ項目の情報が開示されていく必要があるのではないかとということで、金融庁ともこれまで連携を強化してまいりましたけれども、今後もその方向で進めたいというものであります。

それから2番目が、社会情勢に応じた情報提供内容の適時見直しということで、この1年を振り返ってみましてもアスベストの問題とか、耐震診断の問題とか、住宅瑕疵の保険の問題とか、宅建業法の世界では重要事項説明の項目に加えられたような改正がございましたけれども、今後もそういうことで必要に応じて投資家あるいは消費者が関心を持っている情報提供内容というものがまた変化してくる可能性がありますので、それに対しては弾力的に適時機動的に見直しが必要なのではないかということであります。

それからその次に、ER（エンジニアリングレポート）関連ということでございますけれども、1つはエンジニアリングレポートの作成の基準につきまして標準化を図る必要があるのではないかと。これは行政がといいますよりは、例えば業界団体の自主的な取り組みの中でこういうふうなことが期待されるのではないかとという位置付けでございます。それからもう1つは、現在でも一部リートでは行われていると言われておりますけれども、エンジニアリングレポートの概要とか、あるいは作成機関名の公表について、より積極的に取り組む必要があるのではないかとということであります。

2番目に、不動産の質を高めるという取り組みであります、1つは年金等の資金、特にその長期安定的な投資が期待されます年金等の資金が導入されやすい、投資しやすい受け皿、枠組みをつくる必要があるということで、一貫した責任を果たすことのできる「一

任サービス」型の制度を確立していく必要があるのではないかと考えています。これは制度としては法制面に及ぶ可能性がある制度の確立の提案でございます。

それからもう1つは、不動産投資インデックスということで、これは年金には限らないとは思いますが、投資のパフォーマンスを測れる客観的な資料というものが必須ではないかと。それから適正管理のための業者の質の向上ということで、プロパティマネジメント、物件の物に則した管理、マネジメント、この質を高めていく必要があるということで、1つは統一マニュアル、それからアセットマネジメントとの間における業務分担等に関する規約約款、それからPMの業務に対しての客観的評価基準ということでございます。これにつきましても、行政がいきなり何か法令で規制するというよりは、まずその業界の自主的な取り組みというのがこのような分野では大事かと思っております、そういうような位置付けのもとで今後このような取り組みが必要ではないかという提言をさせていただきたく案にしております。

それから3番目が、一番右でございますけれども、まず上に書いてありますが、その資金が円滑に展開する、先ほど言いました地方部におきます資金の展開のためには、例えばその初期のスキームの初期コスト等を低減するというで、なるべくシンプルな仕組みが必要だろうということで、そういった観点からしますと、不特法の事業というのは、シンプルなスキームであるということが言えるかと思っておりますので、一方その不特法については、現在その使い勝手についてのいろいろなご指摘、ご要望がございますので、これを受けた不特事業の改善について検討していきたい。

ここで、※がついておりますが、下の行でありますけれども、この不特法につきましても、例えばプロ投資家に対する規制については、今回の金融商品取引法で盛り込まれた考え方に合わせるような形の見直しも必要ではないだろうか。それについても検討を行うということを案として入れさせていただいております。

それから2番目は、地方の不動産投資市場の後押しということで、専門家の育成とかスキームの組成コストの低減等につきまして、これは予算措置等も含めて今、国交省の内部でも検討中でございますけれども、その活性化施策について検討する必要があるのではないかと案に含めさせていただいております。

以上3つの市場の姿というのは、ある意味ではかなり重なり合っていると思っておりますけれども、大体3つのイメージを立てたほうが全体について理解がしやすいのではないかとと思っております、このような鳥瞰図を用意した次第でございます。

それでは、資料－１の①の報告書のほうに戻りまして、目次の次のページ、まず、はじめにでございます。ここは、本日の部会の報告の基調、位置付けでありますので朗読させていただきます。

はじめに。

近年我が国の不動産投資市場は大きな構造変化をとげている。

不動産投資は、従来のような不動産の価格上昇に対する期待ではなく、資産の生み出す価値を基本として行われるように変化した。また、証券化手法の活用により、流動性の乏しい不動産を対象とながらも、一定の流動性を付与され、また、多数の投資家の参加を得てリスクの分散を図ることが可能となり、不動産投資市場の拡大をもたらしている。

このような不動産投資市場の変化と拡大は、資産価値の高い不動産への選好を高め、その結果として良質な不動産ストックの形成を促し、ひいては、こうした不動産で形成される魅力的な都市・地域の創造もまた期待される。また、不動産の価値に見合った投資が行われる健全な資金循環により、我が国経済の拡大発展にも資するものと考えられる。

一方、安全・安心を求める消費者・投資家の期待は不動産投資市場においても高まっており、不動産投資市場はこれにも的確に応えていかななくてはならない。

このように現在、不動産投資市場は様々な課題を抱えているとの認識のもと、社会資本整備審議会は、国土交通大臣から平成１７年１０月２４日付の諮問を受けて、「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」について検討を行うこととし、産業分科会に不動産部会を設置したところである。

同部会においては、１０月以降、「投資家が安心して参加できる不動産市場のあり方」、「魅力的な都市・地域を形成する良質な資産を生み出す不動産市場のあり方」の２つの課題をテーマに検討を重ねてきた。この間、昨年１２月には、不動産投資のリスクを踏まえた情報開示のあり方、投資不動産の適正管理の枠組みのあり方、投資家特性に応じた投資家保護の枠組みのあり方を柱とする中間とりまとめを行い、その趣旨は不動産投資商品も含む幅広い金融商品についての包括的、横断的な投資家保護法制として新たに制定された金融商品取引法にも反映されたところである。

昨年１２月１２日の「中間整理」に続く本第一次報告は、こうした法制度の改正動向をも踏まえつつ、『投資家が安心して参加できる不動産市場のあり方』を中心にこれまで延べ８回にわたり検討を重ねてきた成果を、今後の不動産投資市場の健全な発展を図る観点か

ら重点的に展開すべき施策の方向性を提示するものである。

以上が、「はじめに」でございます。

本文に入りまして、まず1番の不動産投資市場の現状と課題でございます。ここにつきましては、中間整理でも述べたところでありますので、ざっと流したいと思います。

まずは不動産投資市場の変遷ということが書いてありまして、その背景が記述されております。

それから5ページまでまいりまして、不動産投資市場の現状ということで、現在の投資規模等についての記述がございます。それから6ページの(3)で、不動産投資に関するスキームの概要ということで、上場市場であるJリートのスキーム、それから②、7ページにまいりまして、非上場市場の特定目的会社制度、不動産特定共同事業制度のスキーム概要と、いわゆる「YKTKスキーム」の概要が示されております。

8ページにまいりまして、不動産投資市場の課題ということで、どのような特性を不動産投資市場が持っているかということについて中間整理、昨年の秋から冬にかけてのご議論の点をここでまとめております。①で不動産の投資対象としての特性、②で不動産の投資市場の特性、それから(2)にまいりまして、環境変化ということでございます。地価の動向、それから金利の動向というような記述をここでさせていただいております。それから11ページの真ん中でございますけれども、Jリートは、と始まる段落でその4行目ですが、現に、ということで、4月にございました金融庁からなされました信託銀行等への監督処分についても触れておりまして、市場関係者の信頼と安心がこの不動産投資市場の成り立つもとであるということをごに記させていただいております。

以上、12ページまでが第1章、現状と特性でございます。

続きまして、13ページで、IIとしまして、目指すべき不動産投資市場の姿と市場整備の具体的方向ということで、ここでは先ほどパワーポイントで示しました3つの不動産投資市場のあるべき姿について記述させていただいております。

最初に、まず第1番目のリスクとリターンの透明性の高い、幅広い投資家が安心して参加できる市場ということでございますが、この趣旨はまず、透明で裾野の広い不動産投資市場を目指すことが重要であるということでありまして、中ごろ、このためにはということで、リスクが潜在化しやすい、またはリスクの把握評価について困難な面がある不動産については、リスク・リターンを要因別に分解して、これを投資家へ情報提供していく、そういう市場のルールとそれから市場のサービスを整備していくことが必要であるという

ことで、具体的には①でデューデリジェンスの充実、②で不動産の瑕疵等の投資リスクに関する情報の提供、それから③としまして、不動産投資顧問サービスを含めました投資家をサポートするサービス体制の整備という3点を実施すべきである。その際には、ということ、14ページに移ってまいります、留意点ということ、①はできるだけ市場の自律性に委ねる、それが基本である。必要な場合には行政が関与するわけですが、②でその行政の関与も必要最小限とすることが重要であって、業界の自主規制も十分に活用する。それから③としまして、二重規制等の排除ということを重要な留意点として掲げております。

それから2番目のあるべき姿としまして、良質な不動産を生み出し、バリューアップを促進する市場ということ、これは前回プロパティマネジメントのプレゼンテーションを受けましたご議論もありましたけれども、その管理、マネジメントについては、ハード面のリノベーション等の管理だけでなく、入居するテナント、それからテナントの要望への対応ということ、オーナーとの調整等とのソフト面の管理も含めて、このマネジメントは非常に大事であるということ、さらに、短期的に、というところがありますけれども、もしその不動産が転売益を短期的にねらうような不動産投資という形になりますと、これはなかなか良質な不動産形成にはつながりにくいということ、新たな投資家層ということで長期安定的な投資家層の幅を広げていくということが大事な観点ではないかということで、同じように①から③まで、①がアレンジメントと運用に関する責任と役割の明確化、それから②、プロパティマネジメント会社を中心とする管理体制の確立、③、年金基金による長期安定的な投資のための枠組み整備ということを掲げております。

それから3番目のあるべき市場の姿としまして、物件・資金・人材が円滑に展開し、自立的に発展する市場ということ、不動産投資は単体レベルでももちろん良質なストックの形成につながることを期待されるわけですが、都市・地域というある程度広がり、面的なレベルでも、例えばその地域において必要な施設について、そこに地域の資金や人材が投入される。そのリターンも、経済的リターンのみならず社会的リターンも含めてでございますけれども、地域に還元されることを通じまして、例えば地域における必要施設の管理の脆弱性、ボラティリティの問題点につきましても、こういうスキームが安定しますとボラティリティの最小化が図られる、権利の安定が図られるというようなメリットが考えられますので、こういうような自立的な市場というものが全国的に展開していく、そのための市場の環境整備を行う必要があるのではないかと、ということで、具体的には、1つには

地方部においても効率的な不動産投資を行い得る制度的な枠組みの整備が必要ではないか。それから2番目に、支援のプログラムについて検討し、実施する必要があるのではないかということ掲げております。

以上が第Ⅱ章でございまして、あるべき姿についてまとめたところでございます。

16ページにまいりまして、具体的な構すべき施策ということで、これから7つの課題につきまして、それぞれ現状と課題、これまでにとられた施策、そして今後の講すべき施策というような構成になっております。

まず第1点でございまして、デューデリジェンスの問題であります。デューデリジェンスにつきましては、現状ということで2段落目、このため、の段落の4行目ぐらいにありますけれども、土地・建物に固有の物的性状の瑕疵を調査し、あるいは結果を報告するエンジニアリングレポートに対して、現在関係者の関心が集まっている、ということで、課題としましては、この市場機能を活用しながらエンジニアリングレポートの内容の信頼性、妥当性をいかに確保していくかが現在大きな課題になっている。ただ、なお、ということで、基本的には投資家に対してエンジニアリングレポートの作成のきっかけはアレンジャーあるいはアセットマネジメント会社が依頼してこのエンジニアリングレポートが作成されるものでありますので、言ってみればエンジニアリングレポートの作成機関は専門性を生かしてアセットマネジメント会社の行う物件の瑕疵の洗い出し作業を補助する立場にある、この点については留意していく必要があるということでここに付記しております。

(2)、これまでに講じた施策でありますけれども、先ほどちょっと触れましたけれども、耐震診断あるいはアスベスト調査につきましては、宅建業法上の重要事項説明への措置が本年4月になされたところであります。

17ページにまいりまして、(3)、今後講すべき施策ということで、1番目はエンジニアリングレポートの作成基準の標準化であります。先ほどアセットマネジメント会社の依頼に基づき作成されるというエンジニアリングレポートのそもそもの性格について申し述べましたけれども、しかしその作成基準があまりにも区々であった場合には、これはまたこれで円滑な流通を阻害するということにもなりますので、したがって、ということで投資家や集団投資スキームにおける各種プレーヤーが活用しやすくなるように標準的なルールを作成すべきではないかということでもあります。

それから②としまして、エンジニアリングレポートの作成機関の評価の推進ということ

で、このエンジニアリングレポートを作成する機関はどういうふうな仕事をしているのか、過去の仕事についてどういう評価をするのかということにつきまして、まず2行目の終わりからですが、その仕事はまず第一義的にはアセットマネジメント会社の重要な任務であるということでもあります。さらに、また、ということで不動産鑑定におきましてもERの質の確保は非常に重要であるということで、このまた、の行の下から3行目ぐらいからですが、質の高いERを適切に不動産鑑定評価機関に提供することもアセットマネジメント会社の重要な任務であるということで、このため、ということで、Jリートが目論見書等の開示資料において、物件ごとのエンジニアリングレポートの概要とエンジニアリングレポートの作成機関名を自主的に公表すべきではないかということが具体的な講ずべき施策としての提言でございます。

以上が1番目のデューデリジェンスでございますけれども、2番目の課題としまして、情報提供のあり方でございます。まず18ページ(1)、現状と課題ということで、投資商品取引時におきます情報提供内容の横断化・共通化ということでございます。不動産投資商品の原資産となる不動産に潜在するさまざまな瑕疵というのは、もちろん不動産の価値や収益を大きく左右しますが、どんな瑕疵があり得るのかといったことについては、これは不動産ということで、ある程度類型化できるということで、この類型化されて分類された不動産の瑕疵についての情報が不動産投資のスキームの違いが、仮に、Jリートであれ、YKTKであれ、スキームの違いがあつたにしても、その内容の共通化を図ることは可能でありますし、必要でもあるということでもあります。

現状は、ということで、ここでちょっと参考資料、厚い資料-2の②という資料をごらんいただきたいと思いますが、その参考資料の18ページをお開きいただきたいと思えます。これは1回この部会でもご紹介した資料でございますけれども、不動産投資商品における情報提供についての各種法律の適用関係という資料がございます。この資料は、上に並んでおります縦の欄がJリート、TMKということで、スキームの違いであります。横の欄につきましては、上が証券取引法上の開示規制、下が業規制による情報提供と分けておりますけれども、まず上の証取法上の開示規制につきましては、現在○がついているところは証取法の適用対象ということで、公募のJリート、TMK、YKTKにつきましては、適用対象になっているわけでありまして、今回、この赤の点線でありまして、金融商品取引法によりまして、信託受益権もこの金融商品取引法の適用対象である有価証券の範囲に含まれましたので、この赤のラインが信託受益権まで一本化されているというこ

とであります。

次に、下の欄にまいりまして、業規制による情報提供がどうなっているか、これにつきましては、取引時、最初を買う場合と、それから取引後運用の段階の場合に分けて考えてみますと、取引時につきましては証取法の事前書面交付といったものがJリート、TMK、YKTKにはかかっております。それから信託受益権につきましては、信託業法に基づく事前説明、それから不特法は不特法に基づく事前説明ということになっているわけでありまして、この緑色の点線でございますけれども、今回、金融商品取引法の整備法で、宅建業法の35条、重要事項説明の規定が改正され、さらには、金融庁との連携の中の話合いの中で、この緑色の点線に囲まれたところの情報提供内容は、なるべく共通化していこうと、お互いの省令とか内閣府令で定める場合に共通化していこうというようなことを今後進めることにしておりますので、ここの緑の点線の部分についても共通化が図られていくであろうということでもあります。取引後につきましては、これは業規制それぞれ、例えばJリートでありますと投信法に基づくもの、それからTMKは資産流動化法に基づくものがありますけれども、YKTKにつきましては、これは業規制の法律がもともとございませんので、匿名組合契約によるということになっております。

ということで、これが現在、情報提供についての適用関係でございますが、本文に戻りまして18ページでございますけれども、今、申し上げました現状につきまして、宅建業法等の重要事項説明が、信託業法につきましては、これは一昨年の信託業法の改正に伴いまして措置されたところということまでここに記述されているところであります。

それから②にまいりまして、取引時の情報提供内容の適時見直しということで、これも先ほど触れましたアスベストあるいは耐震性など、時々刻々変化する投資家の関心に応じて見直されるべきであるということでもあります。

19ページにまいりまして、この耐震診断、耐震問題につきましては、例えばということで今回の耐震偽装事件が起きまして、各リートは、これも部会でもお示ししましたけれども、各自それぞれ自主的な情報提供を行っております。

それから5行目の、また、以下でございますけれども、TMKとかYKTK等につきましても、プロ投資家向けということでもありますので、プロ・プロ間でもありますので、それなりにプロである投資家からの直接の要請によりまして、きめ細やかな情報が提供されるということで、プロ・プロ間におきましては情報提供がきめ細くなされている。ただしこれらが個人投資家向けに販売される場合について、どういうことが考えられるかという

ことをごさいますけれども、これにつきまして今後検討する必要があるという記述になっております。

それから③にまいりまして、対象不動産の入替時の情報提供で、これは先ほどの運用時と申しあげましたけれども、前回の議論でも最初取引する段階だけではなくて、その運用時における情報提供のあり方についても分析すべきだというご指摘もございました。で、運用対象資産の追加入替が行われる場合に、どのような問題があるかということでございますけれども、段落が変わりまして、一方で、ということで、特に二層構造型のYKTKの場合には、対象不動産の情報提供が制度的に担保されていないという問題点がある。しかしながら本スキームにつきましては、基本的にはプロ投資家を対象として用いられているということで、問題点の顕在化はしていないということでございます。

20ページにまいりまして、以上の現状と課題に応じて、これまでに講じた施策でございますが、20ページ(2)、まず第1段落は、先ほども触れましたけれども、金融商品取引法において信託受益権がルールの適用対象である有価証券の範囲に加えられたということが第1点。それからもう1つ、また、ということで宅建業法も改正されまして、金融商品取引業者である宅建業者が不動産の信託受益権あるいは匿名組合出資等を販売する際に重要事項説明制度を新たに適用することになった。

なお、ということで、金融商品取引法におきましては、オプトイン・オプトアウト等のプロ投資家につきましての新たな制度、特定投資家制度が導入されまして、投資家の意向に応じて情報提供方法の弾力化が可能となったということでございます。

(3)、今後講ずべき施策でございますけれども、1つは先ほどの情報提供の内容の共通化を図るということで、業規制のレベルにおきまして、宅建業法、金融商品取引法を通じまして、それぞれの施行規則等の制定に当たっては、共通化を図っていくことを検討すべきであるということが20ページの終わりから21ページにかけて記述してございます。

21ページで、先ほどもありましたけれども、アスベスト、耐震診断等につきましても共通化の措置の中で位置付けることを検討すべきであると。

以上の措置は、ということでございますけれども、ここでは、一般投資家とは違ったプロ投資家を対象とする場合には、プロ・プロの当事者間に委ねることが可能となるような措置を検討すべきではないかということで、その際、現在不特法におきましては、不動産投資のプロの定義がありますけれども、金融商品取引法のオプトイン・オプトアウトによる特定投資家制度を踏まえまして、不特法のプロ投資家の範囲についても見直しまして、

あわせてプロ投資家相手の約款規制のあり方についても必要な見直しを行うことを検討すべきではないかという提言を案として盛り込んでおります。

ただ、なお、ということで、以上の措置は、あくまで最初の販売のときの情報提供が適切に行われるように担保するものでありますけれども、しかし、その場合であっても、瑕疵が、説明がなされずに、事後的に瑕疵が顕在化して、それによって対象資産の価値が大幅に下落し、投資家が損害をこうむった場合には、賠償資力の乏しいビークルが賠償責任を果たすことは困難と。この点について、投資家保護の観点から十分かどうかについては今後議論を深める課題として残されているという記述をしております。

以上が情報提供についてでございます。7本のうちの3本目でございますけれども、運用業務のあり方についてであります。

21ページから22ページにかけまして、アセットマネージャーの責任ということで、22ページの上から3行目ぐらいでありますけれども、まず、どのような運用対象を選定するか、これが非常に大きなアセットマネージャーの責務である。したがって当該不動産についての瑕疵についてチェックすることが重要な業務である。ただし、アセットマネジメント会社が責任を果たすべき相手方というのは、資産運用の直接の委託を受けた先であるところのビークルであるということについて、ここに記載しております。

一般投資家向け商品における運用責任の課題ということでございますけれども、まずJリート、一般投資家向けということで、その代表例について言えば、投資法人から投資信託委託業者に対して資産運用の委託が義務付けられております。投資法人に生じた損害を当該投資法人に対して賠償する責任を負っております。

これは、ちょっと参考資料のほうをご覧くださいますと、28ページに、リートにおける関係者の責任関係という図が入っております。ここにありますように、投資法人は投資家に対しまして有価証券を発行することに伴って、右上の投資家に対する責務ということで公衆縦覧等の証取法に基づく責任を負っている中で、4番目の「・」としまして、有価証券届出書等に虚偽記載があった場合には、その損害賠償責任を投資家に対して負っているという関係になっております。これに運用会社というのは、投資家とは直接の契約関係はございませんで、投資法人と資産運用委託契約を結んでおりまして、投資法人に対して忠実義務、それから善管注意義務と並んで、運用会社がみずからの任務を怠ったことによる損害賠償責任を投資法人に対して負っているということになっております。ということで、投資法人が投資家に対して負った賠償責任を実質的な責任者に求償できるように措置

されているというのが現状の姿であります。

本文に戻りまして、22ページの下から4行目不特法について言いますと、不特法では資産運用者である不動産特定共同事業者自らが投資家に対して直接責任を負う、こういうスキームになっているということでございます。

23ページにまいります、その責任を負うということをも具体的に法律で担保するために、不動産特定共同事業の契約、それ自身を約款によって規制しているという形になっております。

23ページ、次に、プロ投資家向けに販売されている商品における運用責任の課題ということでございますけれども、まずTMKでございます。TMKは、もちろん制度的にはプロ投資家に限られたものではございませんけれども、現状ではその大宗がプロ投資家向けに販売されているということでここに記載させていただいておりますけれども、実際には相対取引に近いプロ間の大口取引が主流となっている。この場合、ということで、法律のスキームとしましては、不動産の管理及び処分の業務については信託会社又は宅建業者に委託することが義務付けられている。業務再委託の禁止等の一定の事項を契約上義務付けるということが定められております。

それから24ページにまいります、YKTKスキームの場合でございます。このYKTKスキームは、法律による仕組み規制を持たないということでありまして、さらにYKTKスキームの場合には、通常投資家は契約満了時、一般的には数年の契約満了時まで投資し続けるということで、投資契約時に投資家自らがリスク・リターンを十分評価する。投資判断を行うということが必要になっていくということでございます。

ここは参考資料、先ほどお開きいただきました次のページの29ページでございますけれども、YKTKにおける関係者の責任関係ということでございますが、まず、29ページまん中にありますYK、営業者が投資家に対して負っている責務は先ほどの同じ証券取引法に基づきました公衆縦覧等の義務に合わせまして、虚偽記載が届出書にあった場合には損害賠償責任を負っております。これに対しまして、左上の信託会社は、この信託の受託者として、受益者であるYKに対しまして忠実義務、善管注意義務等を負っております。ただ、信託財産の実際の運用権限はございまして、これはYKの指図を受ける。その指図についての助言をアセットマネジメント会社が行うということで、これを助言契約によりまして、指図権者としての忠実義務を負っているということで、AM会社がYKに対して助言を行うという形になっているということでございます。

24ページにまいりまして、この場合、ということでファンドの営業者である有限会社は、「みなし有価証券」の発行者及びファンドの運用主体として投資家に対する責任を負っておりますが、これは投資助言を行うという仕組みであります。このような責任をどうするかということで、法制度上明確化することも考えられますが、ただしということで、さきに触れたとおり現状ではYKTKスキームに基づく商品に投資するもののほとんどはプロ投資家であるということで、プロ向けに組成され、販売されている限り、直ちに見直しという必要はないのではないかと記載しております。

次に(2)としまして、これまでに講じた施策であります。今般成立しました金融商品取引法によりまして、複数の者から金銭を集めて、その財産を用いて事業を行い、収益を分配する、いわゆる集団投資スキームにつきましては、同法の規制の対象となりました。

25ページにまいりまして、したがってこの有限会社自身が投資運用業を営む金融商品取引業者に該当することとなっております。

さらに、ということで、プロ向けの私募の商品のみを扱う業者につきましては、事前届出のみで営業できる特例業務届出制度が新たに設けられたところであります。

今後講ずべき施策でございますけれども、これは不特法につきまして、不特法は現在投資家保護のための厳格な規制を設けているということはあるわけでございますけれども、ただしプロ投資家に対する規制につきましては見直す必要があるのではないかとということで、オプトイン・オプトアウトの枠組みを含めまして、プロの対象につきましては柔軟な制度への移行ということを検討すべきであるということをご記述させていただいております。

7つのうちの4番目の不動産管理業務のあり方でございますけれども、まず現状と課題、26ページでございますが、不動産管理業務の質というのが資産の価値に直結すると。これは先ほども触れましたけれども、ハード面だけではなくて、入居者あるいはその建物、不動産に来る訪問者の安全・安心ということと、オーナーとの調整というソフト面の業務もあるということになります。その一方、もし不動産スキームが収益を短期的に極大化するということになると、管理のレベルの低下ということが懸念されたり、あるいはPM会社との間で利害が相反したり分担が不明確になるという場合の指摘もございます。

(2)で、これまでに講じた施策であります。改正信託業法によりまして、信託会社の行う不動産の管理行為については、行為規制に服することになっておりますが、さらに信託会社から裁量性のある管理行為の委託を受けた統括プロパティマネジメントにつきましては、信託業法と同様の行為規制に服することになったということでございます。

今後講ずべき施策ということで、①としまして、管理業務のマニュアル化、仕様の統一化の推進、それから②としまして、PM会社と他の会社との適切な連携の確保ということで、最初のまともりはアセットマネジメント会社との関係におきまして、モデル契約約款の作成を進めるべきではないか。

2番目のまともりは、管理業務受託会社ということで、これはプロパティマネジメント会社が再委託の形で建物のメンテナンスや清掃・警備といった個別業務の専門業者に再委託する場合がありますし、あるいはビルオーナーとマネジメント契約を結ぶということで、これらのビルのメンテナンス会社の業務をマネジメントする、2つの場合が考えられますけれども、それらの場合に応じまして、いずれにしてもこの業務の受託、具体的な管理業務を受託している会社との契約につきまして、モデル約款の作成を早急に進めるべきではないかということでございます。

それからプロパティマネジメント業務に関する制度的位置付けということで、この制度的位置づけにつきまして検討すべきであるということにしております。

それから③にまいりまして、プロパティマネジメント会社の評価基準の制度化ということで、PM会社の能力を客観的に評価する基準を作成し、さらにはこの基準に沿って業務を実施しているかを、業界内で認証する仕組みを検討すべきではないかと。その際には、収益の点はもちろんのこと、それに加えて入居者や利用者の生命・身体・財産の安全は確保されているかといった不動産管理の現場の視点も十分反映すべきであるということでもあります。

5番目としまして、投資家をサポートするサービスのあり方ということで、まず1つとして助言・一任サービスであります。助言サービスの課題としましては、詳細な情報提供が、先ほどみまましたように制度上必要なのですが、仮に詳細な情報提供がなされたとしても、投資家自身は、特に一般投資家は専門的な知識が必要ですので、投資家の側に立って情報を加工・取捨選択するサービスが必要なのではないか。29ページにまいりまして、金融商品取引法上の投資助言・代理業といったものがこれに当たりますけれども、そういう観点から投資家の立場に立って不動産投資商品と不動産以外の金融商品と並べて比較検討できるといったニーズが存在すると考えられる。

それから一任サービスについてでありますけれども、このビークル運用会社の運用責任の論点が先ほどありましたけれども、一方、こういうようなビークル型の投資商品への投資につきましては、むしろ金融商品取引法の投資運用業である一任サービスを活用するこ

とによって、一任サービスを提供する事業者に対して運用責任を追求するというような枠組みも可能になっているわけですので、そういう現状をここに記述しております。

今後講ずべき課題でありますけれども、来年施行の金融商品取引法における投資助言代理業や投資運用業の登録審査基準の策定に際しては、不動産の瑕疵等のリスクについて一定の専門的知識を有する者が携わる体制を構築することを求めることを検討すべきであるということであります。

それから(2)、一般投資家への普及・啓発活動ということで、30ページにまいりますけれども、一般の投資家みずからが知識の向上に努めることも重要であるとの課題に対しまして、今後講ずべき施策としましては、社団法人不動産証券化協会においてつくっておりますチェックポイント等、こういう啓発活動について促進を図るべきではないかということであります。

6番目の課題の年金基金等による長期安定的な不動産投資の促進ということでもありますけれども、不動産は他の金融商品等のリスクをヘッジするというような機能も指摘されておりますので、この不動産について長期安定運用を求める資金の投資先としては今後重要な基本的資産であろうと。そういうような長期安定運用を求める資金の代表例である企業年金につきましても、約80兆円の規模を有すると言われておりますが、現状で不動産につきましてもポートフォリオの1%にも満たないということでもあります。ただ、もちろん、ということでもありますけれども、この場合、重要な論点としては、市場を性急に拡大することよりも、市場が健全性を保ちながら着実に拡大と発展を遂げられるように、枠組みを整えるという視点が重要であるということでもあります。

このような視点に立った上で、なぜ現状で年金基金の不動産投資が1%なのか、なぜ進まないかといったことについて見ると、市場の規模が依然として小さいこと、それから不動産投資のパフォーマンスを平均と比較したりする場合のインデックスの整理が進んでいないということがあるほかに、一任投資の仕組みがないこともその一因として指摘されております。さらにそれ以外ではYKTKにつきましても、現行法のもとでアセットマネジメントの運用会社の所在が不明確であることや信託会社に委託先が事実上限られている等の課題も指摘されているところであります。

参考資料の50ページをちょっとお開きいただきたいと思います。ここで実物不動産や不動産証券化商品の投資のために何が必要ですかということで、上のほうが企業年金、それから下のほうが一般機関投資家に尋ねた棒グラフがこの50ページに記載されてお

ます。この左側の欄の一番下のところが市場規模の拡大ということで、これが、平成15年度が青い線なんですけれども、当初は非常に大きかったのですが、年を追うごとに、その市場規模が拡大するにしたがって、これが必要だという回答が減ってきている。ただ、企業年金について言いますと、上から4番目とか5番目とか6番目、一任できる運用会社とか一任できる法体系、それから5番目に不動産インデックスがありますけれども、これについて今後必要だという指摘が比較的多いという状況であります。これは下の一般機関投資家との比較においても、不動産投資インデックスの必要性は一般の機関投資家も企業年金も共通しておりますけれども、企業年金については不動産投資の一任できる法体系とか運用会社についての必要だとする声が多いということでございます。

本文の31ページに戻りまして、こういうような指摘がある中で、また、でありますけれども、資産規模の大きな年金基金は実物不動産への長期投資保有ニーズがある。例えばということで、実物不動産取引の一任を認める特例制度（宅建業法上の取引一任代理制度）については、現在年金基金から受けるというのは対象外であります。それからまた、不動産特定共同事業については、倒産隔離性に課題があるということで、現在、年金等も含めまして活用はされていないということでもあります。

これまでに講じた施策に記載しておりますのは、金融商品取引法が成立されまして、投資運用業の兼業規制が緩和されたということでもあります。

今後講ずべき課題ということで、1つは、不動産投資顧問業の制度を充実する必要があるのではないかということで、法制度を整備すべきである。例えば、ということで、不動産の取引や管理を一任を受けて行って、そしてその取引の結果や資産管理の現況を投資家に報告する不動産投資顧問業制度の充実を、法制化も含めて検討すべきではないか。なお、その場合には、宅建業法の取引一任代理制度の拡充の方向で見直すべきではないか。

その際、これは実物だけではなくて、やはり投資家から見れば実物不動産も、それから不動産投資商品—金融商品になったもの—も総合的に検討ができるということが必要かと思っておりますので、総合的なサービス提供のあり方についても検討を行うべきである。これらによって、年金基金は自らも受託者責任を負っております、あるいは、個人の富裕層も含めまして、幅広い投資家層の不動産投資市場への参加が期待されるのではないかとということでもあります。

それからもう1つの柱の不動産投資インデックスでございますけれども、投資成果の客観的な評価というのは、必要不可欠な市場インフラであります、現状ではサンプル数が

少ないといった課題がございます。しかしながら、Jリートについては、データの公開がなされておりまして、不動産証券化協会におきましては、これをもとに不動産投資インデックスの作成・公表を行っております。今後このような取り組みが発展していくように、国の指導によって不動産鑑定評価機関の保有する情報を収集するなどの方策の検討を行うべきであるということでもあります。

参考資料の53ページをお開きいただきますと、不動産投資インデックスの今後の課題ということがございますけれども、右側に既存の不動産投資インデックスの問題点ということで、ピンク色の棒グラフ、一番高い88%と記しておりますのは、現在の日本の不動産投資インデックスはサンプル数が少なく、またエリアや用途ごとにも偏りがあるという指摘でございます。

本文に戻りまして、32ページ、これで最後の課題であります。新たな不動産投資形態への対応ということで、中項目の1番目は新たな信託法制度を活用した不動産投資であります。さきの通常国会に提出されました信託法・信託業法改正案の中には、自己信託、事業信託、あるいは限定責任信託といった類型が追加されております。さらに、私法上の有価証券としての取り扱いが可能となったということで、33ページにまいりまして、このようなスキームというのは、今後不動産投資市場の拡大に大きく寄与すると期待されるということでもあります。その場合には、さまざまな資金が二重三重に重ねられたハイブリッド型の投資商品も予想される場所でもありますので、投資商品の情報提供が十分なされるかどうかといったことについて今後検討していく必要があるということでもあります。

これまでに講じた施策としましては、金融商品取引法の制定がございました。

今後講ずべき施策といたしましては、ハイブリッド型の投資商品につきまして、あるいはプロ投資家である場合に投資資金の運用に関する受託責任を負っているかどうか、あるいはその投資家がプロであるかどうかということに着目した上で、ハイブリッド商品、情報提供ガイドラインを業界内において策定すべきではないかということでございます。

(2)としまして、地域における自立的な不動産投資ということで、不動産は地域・必要施設等の管理ということで、先ほども言いましたけれども管理のボラティリティの最小化等の効果も期待されます。ということで、例えば、ということで前回ご紹介しました京都におきます町家の保存のためのスキームのことをご紹介いたしまして、34ページ第2段落目ですけれども、地方中核都市を中心に、現在Jリートに組み入れられる物件は以前と比べて大幅に増加している。ただ、さらにこれを進めるために、法的枠組みの整備ある

いは政策的な支援を行う必要があるのではないかとということでもあります。

③の今後講ずべき施策ということで、まず不特法、資産流動化法の見直しということで、34ページ下から4行目でございますが、不特法についてはシンプルな集団投資スキームであるため、組成コストを勘案すると地方でのスモールサイズの証券化に比較的馴染みややすい事業形態である。したがって同事業について倒産隔離性を確保した上で、地元の投資家が投資しやすい仕組みに改善することを検討すべきである。

それから資産流動化法につきましては、資産の入れ替えの際に流動化計画を変更しなければならないという制約がございます。この点について機動的な資産の入れ替えが可能となるような見直しを検討すべきではないか。

それから最後に、地方の不動産投資市場の活性化支援ということで、地方における不動産証券化を人的・経済的側面から支援するという、投資スキームの組成に必要な初期コストの助成、専門家の育成、円滑な投資資金の調達等を総合的に支援することを検討すべきであるということでもあります。

以上が、ちょっと長くなりましたが3番目の講ずべき課題でございました。

4番目が残された課題ということで、これは今後のこの審議会でご審議いただきたい事項でございます。ここも2ページでございますが、朗読させていただきます。

IV、残された課題

本第一次答申は、我が国の不動産投資市場が今後目指すべき姿を3つに分け、各々目指すべき市場整備の具体的な方向に沿って講ずべき施策をまずまとめられるものから取りまとめたものである。更に以下の点については、今後も検討を深める必要があり、本審議会において引き続き審議を継続し、検討結果を取りまとめることとする。

(1)、「一任サービス」型の不動産投資顧問業の制度設計。年金基金等による長期安定的な不動産投資の受け皿となる「一任サービス」型の不動産投資顧問業制度のあり方については、売買及び賃貸管理を一任する継続的な不動産取引関係などの長期継続的な不動産運用のニーズに応える法制度がどのようなものであるか等宅地建物取引業法上の具体的な制度設計について検討を継続する必要がある。

(2)、新たな信託制度を活用した不動産投資スキームの制度設計。新たな信託法制度等を活用した不動産投資については、成立した金融商品取引法や信託法、信託業法改正案の国会審議の動向も踏まえながら、これらの新たな形態による不動産投資が柔軟かつ的確に行えるような投資スキームとは一体どのようなものなのか、具体的な制度イメージに加え、

制度化する際の実務上の課題について検討を深める必要がある。

(3)、プロパティマネジメント業者の能力評価の基準。また良質な不動産を不動産投資市場に新たに送り出すとともに、物件をバリューアップする上で欠かせない管理の専門家であるプロパティマネージャーについては、アセットマネージャーなど他の主体と連携し、業務を適切に役割分担した上で、適正にその業務を遂行するにはどのような枠組みが必要となるのか、プロパティマネジメント業者の能力の客観的評価基準及び評価の枠組みをいかにすべきか等、さらに検討を深める必要がある。

(4)、データベースシステム等投資家支援サービスのあり方、さらに不動産瑕疵に関するリスク情報を集約したデータベースシステムや投資パフォーマンスを評価するベンチマークとなる投資インデックスの整備、投資家への投資顧問サービスの提供等投資家が安心して不動産に投資できるよう、さまざまな投資家支援サービスのあり方についても今後検討を継続する必要がある。

資料の説明は以上でございます。

【平井部会長】 ありがとうございました。

それでは、ただいまからご質問も含めまして、本報告案を中心に、ご自由にご発言をいただきたいと思います。どうぞよろしくお願いいたします。

石澤委員、どうぞ。

【石澤臨時委員】 現状の部分について、どちらかといいますと、「実物の不動産投資のリスクを中心に」の記述になっているのですけれども、実際のところ、不動産投資商品ということになりますと、実物の運用にかかわる問題ばかりではない。J-R E I Tに対する行政処分勧告の中でも、不動産の査定に係る部分もあったんですが、マネジメントの問題での善管注意義務もございましたので、そういった意味で、少しリスク要因を分けたほうがよいという気がいたしております。実物の不動産の運用に関しては、現状の国内の不動産市場にはそれほど大きな問題はないだろうとは思っているのですけれども、ただ、昨今よく言われておりますとおりに、例えばJ-R E I Tが開発リスクを負担するとか、あるいはホテルの収益と不動産の賃料収入とを連動させて、実質的にはホテル収益がそのまま不動産投資商品のリスクになってしまうようなものもありますし、それから歩合賃料を増やしたほうがよいといった議論もございますし、運用対象が今後拡大することによりまして、実物の不動産についてもリスク要因が増えていくという、これは認識として加えておいたほうがよろしいのかもしれない。

それから2つ目が、先ほどのマネジメント上の問題でありまして、プロパティマネジメントの問題につきまして、PMの問題、AMの問題、それぞれにつきまして、ある程度分けて整理したほうがよろしいのかなという気がいたします。

それから3つ目が、今回はあまり認識されておらない金融商品としての問題がございまして、投資家の方々にとっては、実物の運用の問題だけではなく、金融商品としてのリスクももちろんあるわけで、例えば金利の問題や、あるいは競合商品の問題などについても検討が必要と思われまして。今回こちらで検討すべきものにはそういったものは入っておらないと思われまして投資家の方々の立場では、そのリスクを整理して、1つ1つにつきまして課題を講じる必要があるという指摘は必要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、土田委員からのご指摘にもございますけれども、随分と不動産投資商品の幅が増えてまいりましたが今回はファンド・オブ・ファンズの問題につきましては、あまり記載がないように思われまして。今回の参考資料の中にあります投資家の方々で損害を被ったものの中にも、非常に紛らわしい名称の商品があったということが指摘されておりますけれども、ファンド・オブ・ファンズなどの場合ですと、名称等でその内容を判断するというのは相当に難しいところもございまして、不動産以外の商品を運用対象に組み入れる場合もございまして、名称だけからは判断しにくい商品につきまして、その内容を判断できるような仕組みや方策についても指摘事項として必要という気がいたします。

以上、2点でございます。

【平井部会長】 ありがとうございます。

今のご意見は、金融商品一般のリスクと不動産のリスクと、まず大きく区分けする。それで不動産のリスクの中にも実物不動産のリスクのウエートが少し大き過ぎるのではないかなということですね。

【石澤臨時委員】 さようございます。

【平井部会長】 ありがとうございます。

ほかに、どうぞご意見ございましたら。櫻川委員。

【櫻川臨時委員】 全体的な感じなんです、その前に1つ細かいことで最初に忘れないうちに言っておきますと、3ページの日本の国富（正味資産2,700兆円のうち不動産が2,200兆円）というのが、ちょっと数字がわからない。私たちの最近調べたところで

は、不動産は1, 300~1, 400兆円ではないかなと思うんですが、ピークのバブルのころは2, 500兆円ぐらいあったと思いますけれどもかなり下がった。国民経済計算によると、たしかそのはずで、この数字はおかしいなと思ったのは、引いたところ、国富が差し引き500兆円ということなんですけれども、日本一国全体の機械設備だけで700兆円ぐらいあるはずですから、これはちょっとどこかおかしいんじゃないかなというので、もう1回確認されるといいと思います。

細かいことは……。

【松脇不動産業課長】 それでは精査いたしまして、またちょっと、確認いたします。

【櫻川臨時委員】 それから、まず投資家というものの全体像というのが、ずっと何回か参加させてもらってよくわからなくて、できれば、資料として実際各商品に対して投資している主体別の構成比率というものの数字をつけていただけるとよくわかると思います。投資家のほうが大事だということを言いつつ、一体誰が、具体的にどういう人たちがこのマーケットに参加しているかというのが、あまりよく見えてこないと、特に金融をやっている人間としては直感が働きにくいものがあります。その場合、多分国際比較ができれば、そんなに多くの国にとれないと思いますけれども、例えばアメリカなんかですと、どういう人たちが非常に多くマーケットに入っているのか、多分日本の場合は金融機関、特に銀行が結構入っているんじゃないかと思うんです。銀行というものがこういうマーケットに非常にたくさん、シェアが大きいということがどういう意味を持つのかというのが、長期的にやはり非常にマーケットの成長にとって重要な役割を果たすんじゃないかと予想されるので、その辺も含めてそういうものがあると非常にありがたいと思います。

それとの関係でプロ・アマの区別ということが最近の、金融商品取引法の話あたりから出てきていますけれども、これは要するにプロというのは機関投資家ということだと、ダブっていてそういうことだというふうな区別だと思うんですけれども、日本の場合、プロの投資家がしっかりしているかという、必ずしもそうではないと私は思っていて、日本のプロの投資家がしっかりしていれば、こんな低金利が続くはずがなくて、金融でもっと稼げる国になっているはずなわけです。そういうのが基本的にあって、特に不動産ということに関すると、特定のいわゆる金融の部門ではプロであったとしても、不動産という商品を取り扱うことを含めてまでプロと言える人たちは、果たして日本にどのぐらいいるのかなというのは非常に疑問に思いますので、ほとんど基本的にはアマだと思って対応したほうが私は無難かなと思います。

例えば機関投資家の中で、地方銀行なんかが最近Ｊリートを含め投資信託商品を非常に買っていますけれども、いろいろ聞いた話では、とてもプロの投資家とは思えないような買い方をしているらしいし、その辺は慎重に対応したほうがよろしいんじゃないかと思います。

以上です。

【平井部会長】 ありがとうございます。

それでは、事務局のほうで。

【松脇不動産課長】 1点、投資家の内訳なんですけれども、櫻川委員ご指摘のとおり、また資料とか報告の中に入れたいと思いますけれども、事前にメールで委員からご質問があつて、我々調べました、ちょっととりあえず口頭で言いますと、Ｊリートについては、平成17年3月末時点で金融機関が55.8%、その他の国内法人が14.2%、個人が20.3%、外国法人が9.7%、それから不特事業につきましては、17年度の実績で募集額1,541億円中、開発型案件が1,162億円余、既存物件型案件が378億円、うち個人向けが307億円ということで個人投資家向けは20%程度というような資料がございます。ちょっといづれにしても、これはきちんと部会の報告、あるいは参考資料の中で入るようにしたいと思います。

【平井部会長】 はい、どうぞ、石澤委員。

【石澤臨時委員】 Ｊリートの投資家の内訳はおっしゃるとおりですが、実際、ファンド・オブ・ファンズが全部で今、時価総額の18%くらいを占めるようになっております。直接投資している個人投資家の20%にプラス18%ですと、実質的には個人投資家が4割弱くらいになっていると考えられますので、その点はひとつご留意いただきたいと思います。

【平井部会長】 ありがとうございます。

ほかに、岩沙委員、どうぞ。

【岩沙委員】 この報告書でも指摘されておりますけれども、いろんな面でファンドも投資法人とかアセット運用会社で、手続面も含めてですけれども、投資家に不信を持たせるような不祥事が起きたということは、非常に私なんかそういう事業者の業界団体の理事長をやっているわけですけれども、ほんとに遺憾なことだと思っております。ただ、これはどっちかという、少し不動産の商品としての特性を軽く見ているというところもおかしいんですけれども、不慣れなところがあったというようなものがあつて、結果として意図せ

ざる、悪意で起きた不祥事では今回はなかったのかなと思っていますので、そういう意味では非常に、警鐘というか、今回の金融庁等の処置によって、すごくそういう意味では引き締まっていくのではないかと。関係者も非常にその辺自主行動というか、そういったもっともっとしっかり市場の幅広い投資家の信頼を失わないようにきっちり規律をもってやっていくということになってきていますし、それから東証等も、Jリートに関しては特に、さっきからおっしゃっているように、ファンド・オブ・ファンズを含めると、個人投資家が4割近いわけですので、一層その辺のところを厳正に、信頼を失わないような公正な、情報開示を含めて透明性に富んだ説明責任を尽くされるようにしていこうということで、厳しくまた見直されているというふうに伺っておりますので、この辺は非常に改善されていくのではないかなと思います。

しかし、そういう意味では、今後も、ここで指摘されておりますように、市場参加者全体が規律のさらなる徹底に取り組むとともに、あわせて市場自体のルールや環境整備を進めていくということを今回の提言でしっかり共有できるものにしていくことがほんとうに大事だなと思います。

それについては、私は今日、不動産課長の説明を伺っておりまして、そういった目的性については、市場の自律性に委ねる方向がある意味では重視されている点については高く評価したいと思います。

そこで、しっかりほんとに自律性を持って対応されていかなければ、信頼のできる市場にはならないと思いますので、全体のトーンとしては私はこの方向でいいのではないかと思います。特に、投資家のプロ・アマの問題についても、先ほどから先生方からもご指摘ございますが、私は比較的今回の答申は、そのところ実態に合った取り扱いになっているのかなあというふうに評価したいと思います。特にオプトアウト・オプトインの制度については、非常に実効性があるのではないかなと、このところをしっかりと盛り込んでいく必要があろうかと思っています。

市場は生き物ですので、迅速かつ効率的な対応が求められるプロ投資家間の取引については、やっぱりある程度それぞれの投資家自身の自己責任も含めた中で、きちっとした契約関係に基づく中で、情報開示等説明責任を求められる資格をプロ投資家というのは持っているはずですので、そういう点は市場が発展していくために過剰な規制にならないように、そのところをご配慮いただきたいと思います。

ただオプトアウト・オプトインの制度によって、見かけはプロ投資家のように見えても、

自分でそうでないということであれば、アマチュア個人と同じような扱いを受けられるということは非常に大事なことだと思いますので、この辺のところを私は評価したいと思います。

それから、やっぱり今後の課題ですけれども、私自身も年金基金等、こういった長期安定資金の導入ということが非常に市場を発展させるために大事ではないかと、今回の報告書案にもそういったさまざまな課題と解決の方向について示唆されておりますが、これについては、今後制度検討に当たって、実際の年金等の投資家のニーズ、それからそれに対して我々市場のプレーヤー、参加者がどういうふうに応えていくかという意見を幅広く把握していただいて、実効性のあるそういった制度、そうしてももちろんいろいろな意味で市場の信頼を損なわないような公正な制度となるように、有意義な議論を今後ぜひ進めていただきたいと思います。

以上です。

【平井部会長】 ありがとうございました。

よろしいですか。

【松脇不動産業課長】 はい。

【平井部会長】 どうぞ。

【金本部会長代理】 細かい文言の話ですけれども、最後の今後の課題のところの最後から3行目の、投資家が安心して不動産に投資できるという言葉づかいがあるのですが、ちょっと国土交通省は「安心」という言葉を使い過ぎという感じがあって、やっぱりリスクが残るものはリスクがあると、きちんと認識してもらわないといけなくて、完全に安全な不動産投資物件だけではあり得ないわけですから、その辺は言葉づかいはどうするかは別ですが、きちんと認識してほしいなという気がいたします。基本的にきちんとリスクが開示されているということが重要なのかなといったことがございます。

もう1点、私も実態がどうなのかというのはちょっと、必ずしも完璧に知っているわけではないんですが、21ページの、これはリート関係の最初のデューデリジェンスの瑕疵のところに出てくる話で、これについて後からわかって投資家が損をしたときに、賠償資力の乏しいビークルが賠償責任を果たすことは困難という表現があるのですが、この辺、投資家はオーナーになっているわけで、ビークルが投資家に払うというと、自分が自分に払うみたいところが出てくるということがあって、賠償資力が乏しいということが問題なのかなと。ちょっとそうではないのではないかなという、この辺の構造が、最初に売り

出すときにいた株主たちが賠償するののかというふうな話ならばわかるんですが、みんなが持っているビークルがみんなに賠償するというのはないのかなという気がいたします。この辺をきちっと整理をする必要があるのかなあという感じがいたします。

もう1つ、それに関連して各主体のいろんな責任関係、整理されておられますが、もう少し細かい整理が必要なのかなと、売り出し時の責任と、それから売り出した後の責任というふうに分けてみるということと、それから単にビークルが、今の場合、賠償責任を持つといったことになっているのですが、ビークル本体が売った後に責任を持つというのは、今先ほど申し上げたことからあまり意味がある言い方ではない。そうすると、その時の、当初ビークルの取締役だった人はどういう責任を持つとか、もう少し細かい責任関係を追及していく必要があるのかなと。多分法的な枠組みからいくと、ビークルが責任を持つんだけれども、そのビークルが誰かにまたその責任を追求していくといった構造になるのかなという気がいたします。これは将来の課題のところですよ。

【平井部会長】 ありがとうございました。

【岩沙委員】 関連で。

【平井部会長】 はい、どうぞ、岩沙委員。

【岩沙委員】 そういう意味では、私はこれから一任管理を受けているアセットマネジメント会社のいわゆる説明責任、この投資方針であるとか、それから個々の取引の投資方針への位置付けですとか、リスク・リターンについての説明ですね、開示、すべてやはりそういった意味ではアセット運用会社のもう少し責任というか、使命というか、位置付けというか、役割というものをどこかにきちっと押さえた上で、そのほかのアセット運用会社の一任管理を受けている投資顧問会社のもとでやっていくプロパティマネジメントだとか、いろんなところがそういったそれぞれの役割と責任分担をしていくということになるかと思しますので、できればやっぱり、お話を伺っていて、どこかに、これからの時代はまさにそこが問われるのだということをやっぱり指摘していくことも大事かなと、今、先生のご意見を伺っていて思ったものですから、ちょっと関連質問としてさせていただきます。

【平井部会長】 ありがとうございました。

では、どうぞ、田村委員。

【田村臨時委員】 今のお話、全く同感ですが、運用会社の責任ということが決定的に重要になるということは、ほんとうにそのとおりでございまして、そこを強調していただ

きたいというのはあるんですが、冒頭来、そのお話が出ていますとおり、リートについては、運用会社に対する監督指揮命令が極めてはっきりしていることと同時に、具体的にもそういう指導があったということで、大変緊張をもって自主的にそれを克服すべく業界が一生懸命やっているということが漏れ伝わってはくるわけですが、それと比較しますと、一般的な、リート以外のところのアセットマネジメントが、逆に言うと大変今、弱くなっている。弱いというところちょっと言い方がおかしいですけども、実質的に同じような制度的な保障がないということが1つありまして、そこがちょっと心配だということで、ご説明の中では金融商品取引法の中で、金融商品取引業者になるということはあるものの、そこがほんとうに金融商品取引業者になるだけで、同じような投資家保護の実質が満たされるのかどうかということをもう少し、これは今後の検討課題だと思いますけれども、考えるべきではないかということをおもいます。

もう少し細かい話をいたしますと、例えば資料の28ページのリートにおける関係者の責任関係ということがございまして、ここは、今の話の中とも非常に示唆的なんです、投資主、投資家というのは投資法人のいわば所有者でございまして、そういう意味では投資家が投資法人に対して損害賠償請求を追求するというのは、自分が自分に対してしているようなところもあることはあるんですね。これはただ、おそらく購入不動産投資の本質的な制約といたしまししょうか、あくまでも損害賠償の裏付けというものはその不動産そのものにしか依拠していないというところが、どうしても、追求していくとあると思うんです。例えば運用会社に対して、責任追求ができれば、投資家の保護が満たされるのかという、そういうことではないだろうと思います。なぜならば、運用会社自体がもっと資産が少ない会社でございまして、ですからおそらく本質的な問題は投資家が損害をこうむったときに、その賠償請求がきちんと満たされるような資産があるかどうかというよりも、結局投資家が依拠すべき価値というものも、最終的には不動産にしかないんだということの認識をもう少し強く持ってもらうということが必要なのかなというふうに感じました。

以上です。

【平井部会長】 ありがとうございました。

伊藤委員、どうぞ。

【伊藤臨時委員】 先ほども議論がありましたけれども、長期安定的な不動産投資というのが、もうちょっと比重を多めに表現していただけるといいなあと思っております、不動産の証券化が始まって数年たって、今、いろいろなYKTKスキームも含めて、証券

市場が大きいように錯覚しがちなところがあるのではないかなと。ほんとうはもっと例えば生保がまだノンリコースローンに参入していないとか、長期投資家・長期レンダーといったようなスタイル、あるいはJリートだけではなくて、日本の不動産の海外上場も含めた長期市場というものが果たす役割というのがもっとももっといろいろあるんじゃないかなと思っております。我々はまだ、Jリートはまあ別ですけれども、オルタナティブ型の投資マーケットを見ながら投資家と不動産市場の議論をしているだけに過ぎなくて、もうちょっと長い目で見ると、さらなる新しい時代の投資市場というのが必ずくる。引っ張ってこないといけないと思うんです。不動産も短期的に見れば売りだけでも、長期的に見れば買いであるとか、いろいろなさまざまな投資機関の違いによる投資家があらわれることで、これが不動産の投資開発に与える影響というのは、非常に大きいのではないかなと思っております。別にオルタナティブ型投資がいけないという意味ではなくて、オルタナティブ型投資がどういう影響を持っているのか、長期投資が充実するとどういう影響が出てくるのかなといったような、同じ投資家でも違うんだというところを、第1回目の報告に入れる必要はないかもしれないんですけども、考えていく必要があるのではないかなと。それによっておそらく不動産インデックスの議論ももう10年ぐらいやっているわけなんですけれども、実はそのインデックスがほんとうに必要なようになってくるといのは、やっぱり長期投資の時代がこない、本格的にはなかなかならない。個別案件ごとにオルタナティブで仕組みをつくっている限りは、あったらあったに越したことはないんでしょうけれども、あまりそんなインデックスというほどではないんだろうと。やはり長期投資の時代というのがこないことには、株も不動産も同じだと思わすけれども、いいものになってこないのだろうというふうにはちょっと思っておりますので、補足かたがた……。

【平井部会長】 ありがとうございました。

ほかに、どうぞ。

【土田臨時委員】 私は、一応ペーパーを出させていただきましたので、大体お読みいただければそれでわかると思います。

先ほど岩沙委員のほうからお話がありましたように、今回、不動産商品に対しての金融庁の処分が下されたということで、私から見たらそれほど重い処分とは思えないですが、一石を投じたであろうと私は思っています。特に、アセットマネジメント会社の処分があったということは、私は今回重く受けとめていただきたいと思っております。投資家としては、アセットマネジメント会社の資料、報告がすべてでありますので、そこに瑕疵

があったとすれば、投資家は一体何を信じて投資をしたらいいのかと思います。

そのところは、今回のことはかなり緊張感をもってこれからマーケットを運営されているというようなことが先ほど来言われておりますので、そこに私は期待したいかなと思います。

それから、もう1つは、不動産の管理業務ということで、統一的なマニュアルをつくる、約款をつくるというような方向で動いていると。これは私も賛成であります。しかし、その自主規制、行動基準というのですか、自主規制をかけるということは、各企業のコンプライアンスの姿勢がない限り、自主規制は働かないということをよく考えていただきたいと思っております。

あともう1点は、さまざまな不動産投資ということが考えられている中でやはり居住者といえますか、そこに住んでいる人、その町に住んでいる人、その方たちの思いと、権利が侵されることのないような不動産の投資商品があってほしいと思っております。

【平井部会長】 ありがとうございます。

どうぞ、杉本委員。

【杉本臨時委員】 今回、いろいろ不動産投資のスキームについて整理していただきまして、非常にわかりやすい整理をしていただいたと思っております。途中で私のほうで報告させていただいたことの中で、現在のスキームの中で一番事故といいますが、問題が起きやすいポイントとしては、不動産だけではなくて、いろんな投資対象があり得ると思うんですが、やはりYKTK型といえますか、このバリエーションがものすごく多様なバリエーションがあるということと、それから責任体制、契約体制の非常に多岐にわたる契約関係が構成されているということで、ここはやはり、整理する必要があるポイントだろうなという考えは今もやはり変わっていないわけなんですけれども、そういう意味では、今、現に行われているYKTK型の原型として、特定共同事業法のYKTK型、これは平成6年、7年ぐらいの成立でして、今まで10年間の歳月を経ているわけなんですけれども、ここはあまりその後変化していないといえますか、そういうような気がしてしょうがないわけです。流動化法ですとか、今回の金取法の中でも、特定共同事業法のスキームというのは、一定のリスクを得られているといえますか、制度的にも特別な地位を与えられているわけなんですけれども、そのわりに、今回の報告書の中でも、特定共同事業法については、あまり触れられていないといえますか、ちょっとした改善で特定共同事業法のスキームというのは、まだまだ使えるではないのかなというふうに個人的には思っております、先

ほどのY K T K型の責任関係という話がありましたが、特定共同事業法の責任関係というのも、一種極端な責任関係になっておりますけれども、もう少し改善することによって、将来的に使っていく方向を示せないかなと、そういう思いがしております。

以上でございます。

【平井部会長】 ありがとうございました。

ほかによろしゅうございましょうか。はい、どうぞ。

【櫻川臨時委員】 先ほどのご意見もありましたけれども、長期安定的な投資の対象としてこの不動産、それから不動産投資信託等が伸びていくことが望ましいというのは、まさしくそのとおりでございます。これは全く異論はないのですけれども、例えば株式なんかと比べて、同じぐらいの不動産というもののマーケットを投資対象として信頼を置いているかという、やっぱりまだまだそこには至っていないんじゃないかなと。どういうことかといいますと、収益還元価格に非常に近いところに不動産の価格がついているという状況が本来非常に理想的だという、そういう前提で議論がなされていると思いますけれども、データを見てみると、とてもそういうふうには見えない。大雑把なデータですが、例えば東京における賃料の動きというのは、実はこの5、6年は非常に安定しているのですけれども、ところが地価の下落というのは、最近になってやっと止まったわけですが、それまでずっと、バブルの崩壊から13年ぐらい、年率6%から8%、商業地ですと7、8%のペースでずっと落ち続けているわけで、一方、金利はどうかというと、実はすごく安定していて、だからもし収益還元価格ということで説明しようとしても全く説明できないような状況が起きているわけです。そうすると、どういうふうにかと考えると、今がベストだとするならば、実は去年までずっと13年間、バブルの崩壊以降も、実はバブルというものが存在していて、それが少しずつ潰れていたというふうに見るのか、あるいは実はもっと以前の時期で収益還元価格に、2000年ぐらい、例えばなっていて、そうだとすると実はむしろ逆にマイナスのバブルみたいな下がり過ぎみたいなものが起きていると考えなきゃいけないのかとか、通常の標準的な経済理論からいくと、非常におかしなことがやはりこのマーケットには起きているわけで、やっぱりこういう状況が続いている限りは、ほんとうの信頼というのを得ることは非常に難しいのではないかと思います。一方、株価にしてみますと、結構GDPの動きに比べて、GDPとの比で株価総額というので私たち計算するのですけれども、わりと安定した動きを実はしているんです。個々の投資家でも、例えばPERとかの概念があって、株価というものが実際の

配当、企業の収益に対して高過ぎるか低過ぎるかということに基づいて投資をやっていますから、やっぱりそういうことの長い積み重ねがその価格の安定というものにつながっていくのではないかと思います。その意味でやはり、投資インデックスというものの持つ力というのは、非常に大きいわけで、マーケットというものをどういうふうにとらえていくかということも含めて、答申とは直接関係ないと思いますけれども、やはり長期的な安定的な投資対象としていくためには、やはり非常に難しい問題かもしれませんけれども、その辺からやっぱり対応していくべきではないかなと思います。

情報開示をすればするほどいいという前提で議論しておりますけれども、現在の価格が収益還元価格に非常に近いところにあるとするならば、これはそのまま直感どおりにいい方向に行くと思うんですけれども、もしその実は違うところに現在価格がついているという状況の中で、こういう開示をどんどん進めていくということが、素直にマーケットをよくしていくということになるかどうかというのは、実はあまりよくわかっていないことでもあるのです。そういうことも含めて、やはり実際の価格と収益還元価格というのは、乖離があるのかなのか、あるとしたらどのぐらいあるのかということも踏まえた上で、やはり研究といいますか、そういう積み重ねというのは必要なような気がします。

以上です。

【平井部会長】 ありがとうございます。櫻川委員のご意見でした。

ほかにはいかがでしょうか。どうぞ石澤委員。

【石澤臨時委員】 今回、物件についても瑕疵という言葉が結構出てきたわけですがけれども、実際の不動産投資では、そんなに優良な不動産ばかりが投資対象になっているわけではありません。どちらかというと多少問題があったほうが利回りが高いため実際のところはかなり既存不適格な物件がリートの運用対象に入っておりますし、テナントリスクがあればその分鑑定評価が低くなり投資利回りが高くなるので、あえて問題物件を運用対象に入れているという場合もございます。しかしそれは必ずしも瑕疵というわけでもありませんし、違法というわけでもありません。その部分の記載の仕方によりましては、投資家の方々、特に個人の投資家の方が誤解を受ける可能性もありますので、分けて考える必要があるという気がいたしております。

以上です。

【平井部会長】 ありがとうございます。

いろいろご意見が出ましたが、事務局のほうで整理は大丈夫ですか。

【松脇不動産課長】 はい、また整理させていただきたいと思います。

【平井部会長】 いや、おわかりにならないところについては個別的に。

【松脇不動産課長】 はい、また個別にでもちょっと。

それから不特法のお話が先ほどございましたけれども、まず先ほどのこの1枚紙でいきますと、不特法、ほんとうは全体に触れるとは思いますが、考え方としては、地方の不動産投資を自立的に発展させるという切り口のところに掲げさせていただきまして、ちょっと、※でプロ投資家の規制の見直しということを書いたんですけれども、杉本委員がおっしゃったように、不特法というのは、ほんとうは全体に関係するところがあって、この表し方がすべてではないと思うんですけれども、問題意識としては持っておりまして、また、色々引き続きご意見を、ご指導いただきながら検討させていただきたいと思っております。

【平井部会長】 ほかにご意見ございますでしょうか。よろしいでしょうか。

いろんなご意見が出ましたが、どうでしょうか、この報告案の基本的な枠組みそのものを何か変えたほうがいいというようなご意見はございますでしょうか。

先ほど、運用会社の責任のところ、もう少し責任を明確にしたほうがいいというご意見がありましたが、あれは必ずしも投資家に対する責任ということではなくて、およそ責任一般なんですよね。投資家に対する責任を明確にしろというのは、これは法律論としては難しいところがあるように思いますが。

【岩沙委員】 運用会社の果たすべき役割とか位置付けとか、そういうことをちょっと触れておいたほうがいいんじゃないかと。それがあって初めて全体が非常に整合性がある組み立てになるのかなというご意見を申し上げたつもりですけれども。

【平井部会長】 ありがとうございます。

そうすると、特に大枠について問題があるというご意見がなければ、大体このような線で報告案をまとめさせていただきまして、なお個別的に事務局のほうでご意見を伺って、そして最終的な報告案にしたいと思います。それにはちょっと時間がございません、ということもありましたし、また細かい表現の違いなどもあるかと思っておりますので、きょう出たご意見も踏まえながら、最終的には部会長一任ということにして私のほうから事務局と調整するという扱いにさせていただきたいと思っておりますが、それでよろしゅうございましょうか。

(「異議なし」の声あり)

【平井部会長】 ありがとうございます。

それでは、一応ここでご意見の交換を終わったということにさせていただきます。ありがとうございました。

なお、この部会は議決事項、ただいまそのようにさせていただくということで決定していただいたわけですが、これは社会資本整備審議会運営規則第8条という規定がございます、その当部会の議決事項は当然に産業分科会の議決事項となるという手続を経ているということでございますので、ただいまの議決は、当然に産業分科会全体の議決となるということをご報告したいと思います。

なお、事務局からご発言のお申し出があるということをお知らせしておりますので、よろしく願いいたします。

【川本審議官】 審議官の川本でございます。局長は所用がございまして退席をさせていただきますので、私のほうから一言御礼を申し上げたいと思います。

部会長はじめ、各委員の先生方には大変お忙しい中、ご出席をいただきまして、非常に熱心にご議論をいただきましたことをまず初めに御礼を申し上げたいと思います。8回という会議数を重ねてまいったわけでございますが、やればやるほど難しいということでございます、今日も大変いろいろご指摘をいただいたわけでございます。どうも私どもの理解では、市場自体も非常にまだ動いておりますし、それから投資サービス法、金融庁の法律のときにも議論があったわけでございますが、投資家の保護というような議論をいたしましたときに、どこまでやるのか、それからどういう人、これも議論があったわけですが、どういう人を対象にするのかといったことによりまして、かなり中身に違いが出てまいりまして、そこを私ども国土交通省だけでなく、金融庁も含めまして、まだまだ議論の詰まっていないところがあるのではないかなと思っております。

ただ、不動産投資市場というのは、この不動産部会で今日も議論がありましたように、意外に個人の投資家が参加するマーケットでございまして、これはおそらく不動産というものが非常に普遍的な財だというようなことにも起因するのではないかなと思っております。マーケット自体が安定的にかつ健全に発展していくために、私どもとして、まだやらなきゃいかんことは多数あるかなと思っております。

本日は第一次答申ということで、若干加筆修正等させていただきまして、答申もちょうだいをお願いしておりますが、これを受けてやれることは先に制度化をしてまいります、その後、これはほんとうは7月までというお願いをしておりましたにもかかわ

らず、若干の延長戦もございますが、延長戦というのは、そんなに長いことやりますと延長戦ではなくて再試合になってしまいますので、できるだけ手短に年末までには議論をもっと成熟させてまとめまして、このマーケット自体にある程度インパクトのあるような施策を講じていくよう私ども努力していきたいと思っておりますので、引き続きよろしくご指導・ご鞭撻のほどお願い申し上げます、御礼のご挨拶と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。

【平井部会長】 ありがとうございました。

それでは事務的なことにつきまして、どうぞ。

【松脇不動産業課長】 それでは事務的な今後の進め方でございますが、本日ご議決いただきました第一次報告につきましては、諮問に対する社会資本整備審議会の第一次答申とすることの了解を得るため、後日事務局におきまして金本産業分科会長から社会資本整備審議会長への了解を得る手続をとらせていただきたいと思います。その後、8月7日、来週の月曜日でございますけれども、金本産業分科会長、並びに不動産部会部会長代理から北側国土交通大臣への第一次答申の手交を予定させていただいておりますので、よろしくお願い申し上げます。

なお、今後の不動産部会の開催につきましては、平井部会長ともご相談の上、後日日程調整をさせていただきますので、よろしくお願い申し上げます。

事務局からのご連絡は以上です。本日はどうもありがとうございました。

【平井部会長】 ありがとうございます。それでは長時間にわたりましてご審議いただきましてありがとうございました。これで閉会といたします。

閉 会