

社会資本整備審議会産業分科会 第12回不動産部会

平成19年2月23日(金)

【松脇課長】 おはようございます。それでは、定刻となりましたので、ただいまから、社会資本整備審議会産業分科会第12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、しかも雨の中、足元お悪い中、お集まりいただきまして、まことにありがとうございます。事務局として進行を務めさせていただきます、不動産課長の松脇達朗でございます。よろしくお願いいたします。

本日は、井出委員及び渋谷委員が所用のため欠席となりました。また、岩沙委員から、10分程度おくれるというご連絡をいただいております。その他の委員の皆様には、既に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、3分の1以上の委員及び臨時委員のご出席がありますので、定足数に達しており、本部会が成立しておりますことを、まずもってご報告させていただきます。

前回、12月15日は、第2次中間整理として、不動産投資の一任サービスのあり方につきまして、過去2回、10月23日、11月20日の部会でのご審議を踏まえて、取りまとめのご審議をいただきました。本日及び次回は、第1次答申の残された最後の課題であります、投資家支援サービスのあり方とプロパティマネジメントのあり方につきましてご審議をいただきまして、4月下旬をめどに第2次答申として取りまとめていただきたいと考えております。よろしくお願いいたします。

本日の審議資料といたしまして、お手元に論点メモ及び資料をご用意させていただいております。資料の欠落がございましたら、お申し越し願います。よろしいでしょうか。

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

本日は、ご多忙中、ご出席をいただきまして、まことにありがとうございました。

今、事務局からご説明がありましたように、本日は第2次答申の取りまとめるに当たりまして、最後の課題となっております投資家支援サービスのあり方、及びプロパティマネジメントのあり方についての審議を行うことにしたいと思います。

まず、事務局から、用意されました資料についての説明をいただきまして、その後に、

各委員からのご意見をちょうだいしたいというふうに考えておりますので、よろしく願いをいたします。それでは、事務局から、ご説明をお願いいたします。

【松脇課長】 それでは、座ったままご説明させていただきます。

お手元の第12回社会資本整備審議会産業分科会不動産部会という、横長の少し厚い資料をもとにご説明させていただきたいと思っております。

お開きいただきまして、目次が2ページございますが、その次の右下に1ページと振ってありますページであります。去年の8月の第1次答申におきまして残された課題ということで4項目ございましたけれども、そのうち残されている2つの項目、1つは(3)プロパティマネジメント業者の能力の評価の枠組みの話、それから、(4)としまして、投資家支援サービスのあり方ということで、投資家を支援する小項目としては、データベースシステム、それからインデックス、そして投資顧問サービスなどについて検討課題として残されておりました。これを、先ほど、お話ししましたように、今月と3月と4月ということで、3回のご審議で、第2次答申のお取りまとめをお願いできればというふうに思っております。

それで、前後して恐縮ですけれども、ちょっと戻っていただきまして目次をごらんいただきますと、目次の①と書いてあるページで、まず、これからお話しするのは、投資家支援サービスのうち、データシステムについての話でございます。その中でエンジニアリング・レポートの話も含めて資料を用意しております。それから、2. としまして、インデックスの整備につきまして、資料を用意しております。次のページで、3番目としまして、個人投資家を対象とする助言の顧問業のあり方の資料がございます。最後に、大きいⅢ番としまして、プロパティマネジメントの資料、こんな構成になっております。

それでは、2ページに参りまして、まず、投資家支援サービスの最初の類型でありますデータベースにつきまして、ARE SのJ-REITプロパティデータベース、不動産証券化協会がまとめております、J-REITのデータベースにつきまして、ご紹介させていただきたいと思っております。

このJ-REITのデータベースは、まず、公表時期というところにありますけれども、上場後2期以上の決算を迎えたということで、上場直後は投資法人の能力を見る上では特殊な要因もあるということで、2期以上を迎えた投資法人における保有不動産ごとの情報をもとに作成し、月1回更新している。それから、2番目としまして、全保有不動産の情報がそろった時点でのということで、9カ月のラグがある。これは、投資法人はご案内の

とおり、6カ月決算でありますけれども、各投資法人の決算期が異なっていて、毎月どこかの投資法人の決算がある形になっております。決算から公表までのタイムラグ、約3カ月も含めまして、約9カ月前のデータが確定されて、公表されているということでありませす。

それから、公表されている指標としましては、平均稼働率、平均賃料単価、それから売上高NOI比率ということで、収益性を見る純営業収益の比率が公表されております。

3ページをお開きいただきまして、個別物件の詳細情報がどのように開示されているかということですが、これは日本ビルファンドのNBFプラチナタワーという個別の案件が、こんなふうに書かれていますという例であります。第10期ということで、最新の期の情報ということですが、さっと見ていただきまして、左の真ん中あたりに、不動産会社・PM会社ということで、ここではファースト・ファシリティーズという会社がPMを行っているということが出ております。それから、左の下から4段目のところに、期末稼働率ということで、稼働率が100%であるということが出ております。

それから、右側に参りまして、赤いのでくくった4行ぐらい上ですけれども、賃貸事業損益が1億7,200万、それからNOIの数字が出ております。それから、赤でくくった趣旨でありますけれども、1年以内に必要な修繕費というのは、項目がありますけれども、長期修繕費用の項目はデータベースに掲載されていないということでありませす。これは、各リート法人はもちろん長期修繕費用の開示は行っているんですが、長期の定義が7年とか10年とか12年とか、各投資法人によって異なるということで、この一覧のデータベースにはその数字を載せていないという取り扱いとのことでありませす。それから、その下に、予想最大損失率ということで、PML値が出ております。これについては、また後のページで詳しくご紹介いたします。

4ページをごらんいただきまして、ここからしばらくこのデータベースのもとになります、各法人の目論見書にどんなことが書かれているのか、それと比べた場合、データベースはどのような項目が選ばれて、どのような項目が選ばれていないかと見るためのものであります。

4ページの野村不動産レジデンシャルの物件であります、まず左から見ていって、最初の赤で囲ったところが、建物状況評価報告書の作成者ということで、いわゆるエンジニアリング・レポートをだれが書いたのかということが、ここに書かれております。ごらんいただくとおり、清水建設とか竹中工務店とか、そういう名前がここに書かれているわけ

であります。それから、右のほうで、短期修繕費用の見積額としては、これは劣化が進んでいるために早期に改修が望まれる項目等が書かれております。それから、長期修繕費用の見積額については、先ほどちょっと触れましたけれども、野村不動産レジデンシャルの場合、12年間という期間を見通して、この予測の額を書いているということでもあります。

5ページに参ります。5ページは、一番右の赤で囲ったところですがけれども、鑑定評価機関がここに書かれております。目論見書を見ると、鑑定評価機関の記載がわかるということでもあります。

6ページに参りまして、この図は、第1回のこの部会でお示した不動産の瑕疵というのはどういうものがあるかというものであります。物件の瑕疵、それから管理上の特性に基づく瑕疵があるんじゃないかということですが、それを頭に置いていただいた上で、7ページが耐震性ということで、耐震性につきましてはPMLという概念がありまして、プロバブル・マキシマム・ロスということで、右側の噴き出しのところに書いてありますが、想定する予定使用期間を50年と考えまして、50年に起こる可能性が10%の大地震、割り戻すと475年に1度起こる可能性のある大地震が起きたときに、どの程度の損害をこうむるのか。その損害の予想復旧費が再調達価格に対して何%を示しているのかというのが、この比率であります。

上から12.2とかいろいろありますけれども、一般的には、地震保険を付す目安として15%ということが言われておるそうであります。これは、アメリカで西海岸での不動産投資の実務の中で生まれた概念ということでありまして、475年に1度起こる可能性の大地震というのは、東京都区部の地盤を前提とすると、震度6弱ぐらいの地震となるということでもあります。

8ページに参りまして、今度は瑕疵の2つ目として、土壤汚染についてであります。これは日本ロジスティックファンドが平塚の物流センターについての目論見書でありますけれども、上のほうで右側に、建物状況評価、ERをしたのは清水建設であるということが書いてありまして、下の特記事項、赤で囲ったところですがけれども、そこをさっさとごらんいただきますと、この土地は土壤汚染対策法の適用は受けない。けれども、調査の結果、これはエンジニアリング・レポートの調査の結果ということでもありますけれども、土地の一部に基準値を超える汚染土壤の存在が確認されている。これについて、下のほうですがけれども、将来、再建築の際に予定される土壤改良費用の見積もりをとると、3,300万円が見込まれるので、それを考慮の上、取得予定価格を決定していますという記載が、特記

事項の中に見られるところであります。

なお、ここで、鑑定評価の世界では、平成14年に鑑定評価基準の改定がございまして、これは土壤汚染対策法の公布の前後ということでもありますけれども、現在は、土壤汚染とか将来の土壤改良費用の見積等は鑑定評価の対象となっているということでございます。この平塚物流センターももちろんその後の取得のものでございますけれども、鑑定の考え方はそういうふうになっているということでございます。

それから9ページが、アスベストでございます。これは野村不動産オフィスファンドの広島ビルで、上から4段目に竣工日がありまして、昭和51年ということですからかなり古いビルでございますが、特記事項の一番下のところ、赤で囲っているところにありますように、建物の一部にアスベストが使用されている箇所がありますが、環境への影響はない旨、記載されておりますという特記事項が書かれてございます。

それで、次に10ページでございますが、これは既存不適格というものであります。これはユナイテッドアーバンが持っておりますダイエー碑文谷店でございますけれども、左の上の赤で囲った4行ぐらい上のところに、容積率というところがございまして、ここにありますように、300%、200%ということで、現在の容積率が敷地の位置にも依るんでしょうが、300%と200%とが容積率になっているということなんですが、特記事項の（注1）をごらんいただきますと、このダイエー碑文谷店を建築した当時の容積率は500%あって、その当時においては容積率を満たしていたけれども、その後、容積率の変更があって、平成16年5月31日現在では、既存不適格の建築物となっておりますという記載がございまして。

それで、以上をまとめまして、11ページの表をごらんいただきますと、ここに今まで見てきていただいたような目論見書にどんな記載があつて、それから、一番最初に見ていただきました、データベースにどういう記載があるかというのをまとめているんですが、赤で囲った項目は目論見書には記載はあるけれども、データベースに記載がないということで、今ごらんいただいたようなエンジニアリング・レポートの作成会社、建物状況調査会社とか鑑定評価機関はそういう分類になっております。それから、長期修繕費用、土壤環境汚染、既存不適格等がそのようなものであります。それから、逆に、修繕履歴とか修繕計画等は目論見書にもなくて、データベースにもないようなものというふうに分類しております。

そこで、12ページに参りまして、今までのをまとめまして、論点ということござい

ますけれども、ARE S、不動産証券化協会が自主的にまとめているプロパティデータベースなんですけれども、これは一覧することが可能で、他のリートとの比較が容易ということで、便利なデータベースであるというふうに思われます。

その上で、このデータベースは、最初申し上げましたように、平均稼働率とか、平均賃料単価とか、売上高NO I比率といった収益性に関する事項が、今のところ、中心のデータベースになっておりますが、この一覧性のあるという特徴を生かす上で、その他にも開示する意義のある項目が考えられるかというような項目を挙げております。例えばエンジニアリング・レポートに関する調査会社がどこかとか、そういうようなことはどうでしょうかということでもあります。もちろん、これは、先ほど申し上げたように、証券化協会が自主的にまとめている資料で、国交省がまとめている資料でも何でもないんですけれども、投資家に対する情報開示という意味で、こんなことも考えられるかという観点から、論点として挙げていただいたらというふうに思っております。

続きまして13ページで、ここからはエンジニアリング・レポートそのものについても、その質についていろんな動きがあるということをご紹介します。上の青い下地のところにありますように、平成13年に社団法人の建築・設備維持保全推進協会、略してBELCAという協会と、日本ビルディング協会連合会がガイドラインを作成しております。その後、現在改訂作業中でありまして、下の黄色い地の囲いのところでもありますけれども、そのポイントとしましては、①として、ERというものは客観的データそのものではない。言いかえると、技術者によるオピニオンであるということで、ERを見る方、それから使う方は、それは客観的データそのものというんじゃなくて、そこにはERの技術者の判断が入っているということで、もう一回、活用する側において主体的に判断する必要があるということが明確になるようにするというのが、そのポイントの1番であります。

それから、調査対象、手法、有効期限の明確化、作成者の説明責任、あるいは倫理の明確化。4番目としまして、国際基準への対応ということで、例えば土壤汚染リスクの評価につきましては、米国のASTM基準に準ずることとするということで、ASTMというのは、下に「※」にありますように、米国試験・材料協会ということで、19世紀の終わりにできた協会ということでありますけれども、1995年ごろから、国際標準化の動きもあったので、ASTMインターナショナルということで改称されて、現在100カ国以上の技術者等が会員となって、このような基準をつくっているということであります。

14ページに参りまして、今度は不動産鑑定とエンジニアリング・レポートの関係とい

うことで、現在、不動産鑑定評価部会というのが国土交通省の国土審議会の土地政策部会に置かれておりますが、そこで証券化対象不動産の鑑定評価基準について策定を行っております。その中で議論になっている項目ということで、1番ですけれども、不動産鑑定士によるエンジニアリング・レポートの評価能力の向上ということでもあります。エンジニアリング・レポートというのは不動産、特に証券化に関する不動産鑑定においては非常に重要であるということで、不動産鑑定士はエンジニアリング・レポートを主体的に判断・活用していく立場にあるということでもあります。

しかしながらということで、現状としては、鑑定士が鑑定評価の依頼者を通じてエンジニアリング・レポートを受け取るのみで、作成者と直接接触しないようなケースも少なくないということでもあります。したがって、ER作成者の説明があると理解は当然深まりますので、不動産鑑定士が依頼者にそのような機会の提供を求めること、そして、みずから主体的にエンジニアリング・レポートの読み方、使い方に精通するよう努力をする必要があるということの問題として掲げまして、検討の方策としましては、日本不動産鑑定協会において、ERの読み方、使い方に関する手引きを作成し、そして不動産鑑定士はこの鑑定協会の研修を受講することを原則とするというような方向を議論されているところであります。

それから、2番目としまして、鑑定評価書の中で記述として、ERなど、他の専門家の作成資料について明確化するというところで、問題の所在の2番目の「○」でありますけれども、鑑定評価書の記載事項について、他の分野の専門家との連携と役割分担のもと、鑑定評価を行っているということについて、鑑定評価書の記述の中で明らかにする必要があるということでもあります。特に、不動産証券化の関連の業務では、依頼者のみならず、関係者間で鑑定評価書が幅広く表示されることを踏まえた対応が求められているということでもあります。

検討の方向性の最初の「○」では、依頼者からのエンジニアリング・レポートの入手の経緯、確認・調整状況を明記するということと、エンジニアリング・レポートをそのまま活用した場合、あるいは、みずからの判断で活用しなかった場合、それぞれの根拠もあわせて明記する必要があるということが書かれております。

15ページに参りまして、ここでエンジニアリング・レポートに関する論点としまして、エンジニアリング・レポートの情報提供と同時に、エンジニアリング・レポートそのものの質の向上も求められているということで、ただ、現状として、エンジニアリング・レポ

ートは作成者もいろんな業態にわたっておりまして、作成手法もばらつきがある。活用する側もERについての理解の程度もばらつきがあるという状況の中で、どうしたら統一的な理解を促せるかということでもあります。例えば先ほどのBELCAなどによって作成されたガイドラインの活用とか、AM業者とER作成者との情報交換の場の設定などがどうかと考えられておりますけれども、その促進の方策として何が考えられるかという論点でございます。

16ページに参りまして、ここから次の話題でありますインデックスであります。投資家支援サービスのうちの小項目の2番目とも申しませうか、インデックスについて、現在どんな取り組みがなされているかということで、最初にIPDジャパンの取り組みを紹介いたします。IPDは、インベストメント・プロパティ・データバンクという、英国に本社がある不動産投資の分析会社の日本法人ということでもありますけれども、ここで、沿革にありますように、2004、5、6とIPDジャパンのインデックスを公表されております。

17ページに参りまして、このビジネスモデルがどうなっているかということですが、このIPD社は、投資家や不動産ファンドからデータの提供を受けまして、データの提供者に対しては有償でポートフォリオの分析サービスを提供する。これが主な収益源になっているわけなんですけれども、あわせて不動産市場に対して無償でインデックスを提供するということでもあります。下のポンチ絵にあるとおりですけれども、その中で左にある縦の棒ですけれども、不動産ファンドは提供されたポートフォリオ分析サービスを、今度は投資家などに説明する際に活用するというので、そういう外部の利用が図られているということでもあります。

18ページに参りまして、このIPDのインデックスの位置づけということでもありますけれども、これはIPDの世界のグループの中で日本がどういう位置づけになっているかというような位置づけなんですけれども、現在、IPDジャパンのインデックスは、マーケットのカバレッジが、後のほうに出てまいります、10から15%というふうに見込まれておりまして、20%を満たしていないという点と、それから、原則として提供者の持っているすべての物件データを提供されることが必要ですけれども、一部のデータしか提供されていないという点において、他国のIPDインデックスとは異なっているということで、諮問インデックス、コンサルタティブインデックス、参考データとしての位置づけになっているということでもあります。

ただ、組み入れの不動産データは年々拡大しておりまして、最新のものは2005年末のデータをもとにして去年の8月に発表されたものですが、835物件をもとにインデックスが発表されています。それから、「※」にありますように、去年の末の時点のデータは、集計中ですが、約1,200物件ということで、物件数は拡大しているということがあります。データ提供会社は、ここにあるような会社が、IPDから公表されておりまして、生損保等の会社がデータを提供しているということがございます。

19ページに参りまして、このデータの公表時期は年に1回、8月ごろであるということと、情報提供のインセンティブは先ほど申し上げましたけれども、ポートフォリオ分析が与えられるということで、提供者はそれを利用して中での戦略の再構築とか投資家への説明に利用できるということでもあります。

20ページに参りまして、市場レポートの掲載項目はごらんいただくような項目であります。

21ページに参りまして、これはIPDジャパン社に私どもの者が行ってインタビューをしたところでもありますけれども、IPDジャパンでは、現在データベースの拡充が一番大きな目標でありまして、J-REITの運用会社とか、ファンドとか、不動産会社とか、生損保等にマーケティングを進めている。その中で、どんな認識を持っているかを聞いたところ、1つは、まず、企業年金につきましては、インデックスの必要性に対する認識がまだ低い状況である。生損保につきましては、必要性をご理解いただいた数社からは情報の提供をいただいているけれども、それは一部の提供をいただいておりますが、データ提供を行う際には、不動産の時価評価が必要ということで、時価評価に伴うコストという問題点があるということでもあります。それから、その他としまして、データベースへの参加主体が少ないことを理由に提供を見送られることがあるという、現在の認識をヒアリングしているということのご紹介であります。

22ページに参りまして、先ほどもちょっと「※」のところで触れましたけれども、2006年末データは1,200物件をもとに算出されておりまして、カバレッジとしては10から15%というふうに推計しているとのことでもあります。さらに、データベースの内訳としまして、リート以外の情報提供が促進されるということ課題としているということでもあります。

23ページ、これはちょっとまた別の話になりますけれども、東京証券取引所が平成15年4月から公表している東証リート指数のご紹介であります。データベースの位置づけ

のところにありますように、リート全銘柄を時価総額の加重平均をした指数であるということでもあります。時価総額をもとに算出しておりますので、あくまでも証券インデックスとしての位置づけであるということで、青い線でグラフがあります。最近で言いますと、去年の11月10日が1,786、ことしの2月16日、先週ですけれども、2,331.63ということで、3カ月余りで545ポイント余の上昇が見られたというところでもあります。

24ページに参りまして、次に、今度はまた不動産証券化協会が、先ほどのデータベースとあわせてインデックスの公表も行っているということでもあります。これは、名前のとおり、J-REITのプロパティ・インデックスということで、J-REITのみを対象としていますので、位置づけとしては、少なくとも現時点では、日本の不動産マーケットの全体、私募ファンド等も含めたものにはなっていないということでもあります。それから、データ収集は、開示情報をもとに集計・算出をしているということでもあります。

25ページに参りまして、不動産証券化協会の不動産の物件としては、最新のもので647物件のものであります。それから、公表の時期につきましては、さっきデータベースでお話したのと同じような9カ月のラグ等があるということのご紹介であります。今後の方向性としましては、逆に言えば課題としては保有物件が少ないと、これは当然ですけれども、個別の保有不動産の影響がインデックスに強くあらわれやすいという問題点と、それから、各社の決算期のばらつきとか、定義の差異がインデックスに影響し得る点が課題として認識されているということでもあります。

26ページに参りまして、今度はアメリカのインデックスということで、NCREIFのプロパティ・インデックスでございます。NCREIF（全米不動産投資受託者協会）の出しているものでありますが、四半期ごと及び年次にて、リートマーケットではなくプライベートマーケットにおけるトータルリターン情報を提供しているということでもあります。

沿革としましては、当初は年金コンサルティング会社のラッセル社がクライアントのニーズに応じてインデックスの作成を始めましたが、その後、この作業に協力していた不動産投資マネージャーによって、1982年にNCREIFが設立されて、ラッセルNCREIFプロパティ・インデックスに改称され、さらに95年には、NCREIFの単独の公表データとなったというような沿革のご紹介であります。

27ページに参りまして、データベースでありますけれども、2番目の「○」にありま

すように、現在4,700の不動産が組み入れられており、時価評価額が1,600億ドルということで、1ドル120円で換算しますと、約19.2兆円ということでもあります。これは機関投資家が保有している不動産のおよそ40%強が反映されているということでもあります。それから、NCREIFは中立的な非営利データバンクとしての立場をとっているということでもあります。

データ収集は、会員は四半期ごとに時価評価マニュアルに基づいて不動産データを報告するということでもあります。それから、情報提供のインセンティブという欄でありますけれども、この集計データにつきましては、まず、非会員に対しては一般情報のみ購入可能である。これはちょっと補足しますと、インデックスそのものは無料でオープンにしておりますが、個別のデータにつきましては有料で、購入可能な形で非会員には提供している。さらに、会員に対してはより詳細なデータを提供するというので、この詳細の部分が情報提供のインセンティブとなっているということでもあります。

28ページに参りまして、今度は英国のインデックスということで、先ほど出てきましたIPDの英国の本社のほうで出しているインデックスでございます。1985年から公表されていて、世界で歴史の長いインデックスの1つ。IPDは世界20カ国でサービスを提供している。3番目で、時価評価額については鑑定士による評価額が用いられていて、取引価格であらわされているわけではないということでもあります。対象となっている不動産は、1万1,000の物件で構成されておまして、約1,210億ユーロということで、1ユーロ158円で換算しますと約19兆円ということでもあります。英国の投資不動産マーケットの約45%をカバーしているということでもあります。それから、会社の独立性を確保するため、業務を不動産パフォーマンスの客観的計測と分析のみに特化しているということもございます。

29ページに参りまして、今度また、日本国内に戻ってまいりまして、昨年、私ども、国交省の土地・水資源局がインデックスの普及に関するアンケート調査を行いました。アンケートの対象は、機関投資家や銀行、不動産会社、アセットマネジメント会社ということでもありますけれども、そのアンケートの結果としまして、まず、インデックスについては、7割の回答者が有用であるということをおっしゃいます。有用であるという答えはある程度予想された答えかと思っておりますけれども、費用負担につきましても、全額負担とか一部負担を是認する意見が半数ほどあったということで、対価を求めることについての理解が半数あったという結果が出ております。

それから、30ページに参りまして、インデックスの作成に当たりましては、これは実物不動産の賃料収入とか維持管理コスト、評価額とか取引額にかかるデータが必要ですが、これまでも、これまで一般的には、日本ではこういう情報収集は難しいと言われておりました。しかし、この意識調査、アンケートによりますと、「守秘義務等があるので情報提供は困難」とするという答えも2割ありましたけれども、逆に2割程度にとどまっていたということでもあります。主体別に分析しますと、情報提供に積極的な傾向は不動産会社、アセットマネジメント会社、投資顧問、そこに年金基金が続いておまして、生損保や銀行等の金融機関は消極的な傾向が見られたということでもあります。

31ページに参りまして、この報告書の提言的な部分でありますけれども、まずデータフォーマットの標準化等により、情報の蓄積を進める必要があるということと、一方で、ARE S、証券化協会が出しておりますインデックスが、今後、J-REIT市場が拡大することによって、J-REITインデックスが不動産市場のベンチマークとしての機能を果たすようになるのであれば、新たなインデックスを作成することに特にこだわる必要はないとの意見をまとめております。

32ページに参りまして、今までのインデックスの資料をまとめた論点でありますけれども、日本では一般的に個別不動産の収支情報、鑑定評価額について一般に公表されるのがまれであって、インデックスが進まない要因として指摘されておりました。しかし、この不動産市場を今後健全に発展させていくためには、やはり平均収益率との比較が可能であることが必要だということで、インデックスが求められているということで、どうやらリート以外の部分について個別不動産情報を収集できるかということで、事務局として、例えばということで投資を望んでいる年金基金からの情報提供を受ける仕組み等が考えられないかということで、ご議論の材料として提案しております。

33ページに参りまして、新たな話題としまして、個人投資家等に対する助言サービスについてであります。ここで不動産投資顧問業登録規程ということで、去年秋にご議論いただきました一任型の総合不動産投資顧問業とあわせまして、助言型の一般不動産投資顧問業のご紹介をここでしております。平成12年の建設大臣告示によって定められました一般不動産投資顧問業の登録要件はここにあるとおりでありますが、下線が引いてある部分で、人的要件としまして、ここに書かれているような資格が掲げられております。以下、それぞれについて後のほうで説明いたします。

次のページが、一般不動産投資顧問業のうち、どんな資格がということなんですが、不

不動産コンサルティング技能士というのが大変多くなっておりまして、それからビル経営管理士、不動産鑑定士、公認会計士ということで、弁護士の例はないということでもあります。

35ページに参りまして、そもそも投資助言契約というのはどういうものかということなんですが、この登録規程における定義は、不動産の価値、不動産の価値分析に基づく投資判断に関して、口頭、文書で助言を行うということで、それに対して報酬を受け取る契約。ただし、宅建業の業として行うもの、それから不動産鑑定評価として行うもの以外のものだということでもあります。具体的には、マーケットの分析、それから、投資に当たった不動産の評価、保有する不動産の運用に関する評価・分析ということでもあります。

36ページも調査の報告書ですけれども、同じ中身の業務の内容が書かれております。

37ページに参りまして、不動産投資助言業者について、データベース、これも去年の秋に総合不動産投資顧問業者のデータベースの例でご紹介しましたけれども、これは一般不動産投資顧問業者も同じようにデータベースが公表されているという例であります。登録番号1番ということで、これはケン不動産投資顧問株式会社でありますけれども、開示されている項目は、例えば真ん中の下の12番のところ、不動産投資顧問業以外の事業ということで、ごらんいただきますと、資産流動化コンサルティング業務、2番のところ、それから、5番のところ、不動産の売買・貸借・仲介、それから鑑定などというようなことが書かれております。14番を見ますと、役員の兼職の状況と、このように無料で公開されているということでございます。

38ページに参りまして、不動産コンサルティング技能試験の紹介であります。この不動産コンサルティング技能試験登録事業というのは、財団法人の不動産流通近代化センターが行っておりまして、平成4年の建設大臣告示でスタートしたものでございます。背景を口頭で補いますと、昭和61年6月に不動産業の中長期ビジョンの研究会というのを立ち上げまして、そこで今後の不動産業のビジョンを検討しているんですが、不動産関連の戦略分野の1つとして、顧客の保有不動産の有効活用等についてのコンサルティングを行うという、不動産コンサルティング業務が今後重要だということで、そのための高度なサービスを提供できる人材育成ということで、この不動産コンサルティング技能試験ができたということでもあります。具体の登録要件は、宅建主任者の登録をした後、5年以上の実務経験、同じように、不動産鑑定士の登録後、5年以上の実務経験というような資格になっております。

39ページが、技能試験の出題範囲ということで、ごらんいただくような範囲でござい

ます。

40ページに参りまして、この登録証の有効期間は5年でございます、その後、更新する場合には、財団法人不動産流通近代化センターにおきまして、こういう要件を課しているということで、研究報告を提出するか、あるいは専門教育を受講するか、レポートを提出するというようなことを要件としているということでもあります。

41ページは、そのうちの専門教育という、いわば講習のコースが書かれておりますけれども、さっと見ますと、コース名は実務・総論とか、相続対策、借地・借家、土地有効活用とか、そのようなコースが掲げられております。

42ページをごらんいただきますと、不動産流通近代化センターでは、不動産コンサルティング技能登録者の情報を無料で公開、あるいは検索できるようになっておりまして、下の左のほうをごらんいただきますと、不動産コンサルティング技能登録者検索サービスということで、住所とかを選んだ上で、業務内容、関心がある、例えば土地の有効活用とか、権利調整とか、不動産投資・運用分野とか、不動産経営とか、債権回収とかチェックをつけるようになっておりまして、それで検索をすると、右側にあるような個別の業者名が出てまいりまして、連絡先と、それから講習受講履歴ということで、先ほどの継続のときの講習で、実務・総論とか相続対策をとっていますとか、それから、こんな業務内容ですというようなことがわかるような公表をしているということのご紹介であります。

43ページに参りまして、ビル経営管理士というものであります。これは財団法人日本ビルディング経営センターが創設した資格ということで、平成3年の建設大臣告示に基づいているということでもあります。これも時期的に同じように、昭和61年の不動産業の中長期ビジョンの中でビル・マネジメントというのが重要であるということを受けて、このような資格制度が設けられたということでもあります。ビル経営管理士ということで、オーナー代行する管理士の資格ということで、要件としましては、賃貸ビル経営管理に関して3年以上の実務経験がある等の要件が定められています。

44ページとしましては、その試験の範囲、分野であります。

45ページに参りまして、ビル経営管理士も、登録の更新については研究報告書の提出等が要件となっているということのご紹介であります。

46ページは、講習の具体例でございます。

47ページに参りまして、個人のコンサルティング業務として、フィービジネスがどんな状況かということですが、左側は、先ほどの一般不動産投資顧問業者が登録の際に申請

書に書いてあります、兼業業務としてどんなのがあるかということをもとめました、不動産コンサルティング業、不動産管理業、不動産鑑定業とか、こういうような業務の兼業が見られるところです。

右側のほうは、私どもの職員がインターネットでフィービジネスということで検索をかけて、不動産関係はどんなのがあるかというふうに見たものでありますけれども、最近結構、対価を支払ってフィービジネスを受ける傾向が出てきているということが言えるようでありまして、例えば、ここにありますように、マンション購入の際の内覧会とか、重要事項説明とか、引き渡しの際に立ち会う、5万円程度とかフィーをとって立ち会うというようなビジネスが出てきているということでもあります。言ってみれば、それだけ消費者がお金を払っても、安全・安心ということを重視するようになってきているんだということかと思えますけれども、そういうのがあります。それから、契約価格交渉とか、あるいは資産運用と相続対策に係る助言とか、インターネットで検索するだけでこのようなビジネスが出てきているということでもあります。

48ページに参りまして、今までのことをまとめまして、不動産投資助言業として、今後、投資家がどのような業務を求めているのか。論点2としまして、そのような投資家のニーズにこたえるためには、どのような能力が必要と考えられるのかという論点を掲げております。

49ページから、残されたもう一つの課題でありますPM（プロパティマネジメント）の関係であります。プロパティマネジメントのご議論は、去年の夏ごろにかけて、この部会でも一度深めていただきましたけれども、そのときの議論をまとめますと、不動産のバリューアップに関する責任を持つということで、プロパティマネジメントは非常に重要だ。

留意点としましては、金融商品における運用とは概念が違うということで、不動産投資における運用という言葉では、例えば不動産の賃貸とか、あるいは適切な管理というのは概念に含まれているということと、それからもう一つ、押さえておかなきゃいけないのは、具体的な管理業務、メンテナンスとか清掃とか警備とかはPM会社の指揮のもとで専門会社が個別に担当している場合が多いということでもあります。

50ページに参りまして、不動産証券化協会がアセットマネジメント業者に対しまして、不動産運用の能力のアンケートを行いましたけれども、その中でどのような能力が出てきているかということで、①市場の分析から、⑤ポートフォリオの管理、この辺はアセットマネジメント業者みずからの能力かと思えますが、⑥として、投資不動産の管理というこ

とで、PM業者に求められる能力ということで、今触れたのと同じように、ビルメンテナンス業者をどう選定するのか、あるいはテナントのリーシングの戦略をどう立てるのか、あるいは、修繕等の工事の時期等の戦略、それからそれを現場にきちっと反映させていく能力等がPM業者に求められる能力として挙げられております。

51ページに参りまして、では、PM業界における資質向上のためにどんな取り組みがあるかということですが、1つの取り組みは、先ほども名前がありました財団法人日本ビルディング経営協会が、ビル経営管理講座という講座を持っておりまして、ここにあるような中身の講座を行っているということでもあります。

52ページに参りまして、もう一つの取り組みとしまして、IREM（全米不動産管理協会）の日本法人が行っているセミナーであります。下にヒューレット・パカード社の電卓の写真を入れておりますけれども、金融電卓入門ということで、ヒアリングしますと、パソコンはうそをつくことはあるけれども、電卓はうそをつかないということで、その趣旨は、お客様の目の前でパソコンを操作すると、例えばプレゼントバリューとかがぱっと出てきて、パソコンですとやはり操作があるかもしれない。目の前で電卓ですので、お客様が信頼してくれるということで、この金融電卓についての入門とか応用についてセミナーを行っているということでもあります。

それから53ページで、さらに上で、CPMという米国不動産管理士の教育課程であります。教育課程では、倫理というのがまず最初に強調されておりまして、それから、いろんな中身はありますが、最後のほうにありますように、レポーティング能力とか、あるいは与えられた情報から2日間でプランを書く試験とか、そういうレポート能力を非常に重視した教育課程の資格制度があるということでもあります。

54ページで、IREMは、アメリカにおいてプロパティマネジメントの専門協会であるということで、IREMジャパンは日本において不動産経営管理士の育成を目的とした協会であるということでもあります。

55ページをごらんいただきますと、このCPMというのは、日本では資格を持った方はまだ約80名ということで、逆にあまり広げるといような戦略はとらずに、一定の資質を保とうという戦略をとっておられるようでありますけれども、そのような数字になっているということでもあります。経験としては、不動産管理業務実務経験が3年以上、以下、ごらんいただくような要件が掲げられております。

56ページに参りまして、プロパティデータバンクという、これもまた別の民間会社の

ご紹介でありますけれども、PM業務において、1つの新たな支援ツールとしまして、アットプロパティという支援ツールをこのプロパティデータバンク社が提供しております、そのご紹介であります。

まず、プロパティデータバンク社は、もともと清水建設の社内ベンチャーで起こされた事業でありますけれども、独立して、今は、出資者にありますように、清水建設、ケン・コーポレーション以下、ヒューレット・パッカード社までがあります。行っている業務はASP事業ということで、57ページにASP事業、アプリケーション・サービス・プロバイダー・サービスということで、これはお客様がインターネットでデータバンク社にあるサーバーに接続いたしまして、そのサーバーからソフトウェア機能の、いわば貸し出しを受けて、対価を支払って、プロパティデータバンク社はその使用料を徴収するというビジネスになっています。お客さんにとってみると、ソフトウェアは買うんじゃなくてインターネットを通じてアクセスするというので、全国どこからでもアクセスできるとか、あるいは、バージョンアップ作業をお客さんが自分でする必要がない、それから同じ画面を参照しながら照会できるということで、サポートサービスが簡単に受けられるというような利点があるということでもあります。

このサービスの対象となる業務については、アセットマネージャーへの報告の頻度とか、運用情報の関連という2つの観点から抽出をしているということで、具体的には、基本的にはテナント面積とか収益とかキャッシュフローなどの情報管理を支援できるスキームをつくっておいて、さらには、複数不動産を運用するオーナー向けの総合分析とか、あるいは複数のPM会社を抱えるオーナーについてはIDの発行権限付きのログインIDを交付するなどのサービスを行っているということでもあります。

59ページに参りまして、現在、この会社のサービスが導入されている建物は約7,000棟に達しておいて、それから、約200の法人に導入されているということでございます。

60ページに参りまして、先ほど申し上げましたけれども、最初は大手ゼネコンの社内ベンチャーとしてスタートしましたということですが、現在は中立性を保つビジネスをとっているということでもあります。初回の契約手数料が10万5,000円、以下の料金体系になっているということでございます。

61ページに参りまして、CRE（コーポレート・リアル・エステート）ということで、これも最近非常に注目されておまして、一般企業が持っている所有不動産の有効活用等

について、支援をしていくサービスということで、実際いろんな会社がこのCREの業務について提供している、あるいは提供しようとしているというふうに、私どもは認識しておりますが、このプロパティデータバンク社におきましても、このCRE戦略に対応したサービスを提供しているということでもあります。

主なサービス例の3つ目にありますように、CREの1つの特徴としましては、一般企業ですと、会社の中の事業部門とか、あるいは子会社等のグループ内各法人間の情報共有が、その中でも誰も知らないということも往々にしてあるようですので、その情報共有をどういうふうにしていくのかということについて、専門的な支援を与えるということで、CRE戦略、今は大変注目されているということと認識しております。

それから次に、SLA、KPIということですが、これは、そもそも契約関係では当然のことですけれども、委託者と受託者の間でどういう契約がなされているかということがしっかりと認識されて、その成果がきちんと評価される必要があるということで、SLAのほうはサービス・レベル・アグリーメントということで、サービス基準について具体的に明確にする。その上で、キー・パフォーマンス・インディケータということで、どのような成果がなされたかということが、どの指標で見るとかということをきちっと決めて、業績評価を行うということでもあります。

先ほどのプロパティデータバンク社のプロパティでは、例えば各物件ごとの平均故障回数とか苦情回数というのをKPIに集計できるように工夫しているということでもあります。片や、先ほども出ましたBELCAという建築関係の社団法人におきましては、基本的考え方を発表しているということでもあります。

63ページで、今までのまとめとしまして、論点。不動産の価値向上のためにPM業者の質の向上は欠かせないけれども、PM業者が単にAM業者の指示を受けるだけでなく、AM業者に対して逆に企画提案ができるとか、そういう質の高いPM業者を育成していくためにはどんな方策が考えられるのか。それから、電子化・情報化を活用して、管理業務の進行状況を適時に把握するというので、いろんなビジネスが展開してきているわけなんですけど、こうした電子化・情報化を今後も促進するための環境整備としてどのようなことが考えられるのか。

それから、PM業者の能力を客観的に評価する枠組みが必要だ。これは第1次答申で掲げた表現そのものですが、例えば、ここはご議論を深めるために1つの選択肢ということですが、例えば登録制度をしいて、人的資格要件を、現行の民間資格があり

ますので、それを位置づけるとか、あるいは、市場におけるパフォーマンスを開示するとかいうことが考えられるかどうかということ論点として挙げております。

最後のページといたしまして、これはご紹介ですけれども、賃貸管理につきましては、やはりオーナーさんと賃貸管理業者の間で口頭での約束とか不明確な問題があるということで、これもかなり前になりますが、平成6年に標準契約書というのを一度、当時は建設省でありますけれども、策定しております。ただ、現状、率直に言って、非常に認知度が低いという点と、それから、現在の業務の実態が合っていないということが指摘されております。

私ども、昨年、土地総合研究所と研究いたしましたして、不動産賃貸管理業とか賃貸不動産管理業のあり方の研究会をやったんですが、その中でも、この標準管理委託契約書について、まず周知を図る必要があるということと、よく賃貸管理の実態を把握した上で、記載事項の自由化とか、簡素化とか、弾力化とか、要は関係者が使いやすいような見直しを行っていく必要があるんじゃないかということ研究会がまとめておりまして、これをご紹介させていただいております。

もう一つの資料は、今までの資料でありました論点メモをもう一回まとめたものでございます。論点メモ、2枚紙でございますけれども、データベースシステムについては不動産証券化協会のプロパティデータベースが大変一覧性がある、便利なものではございますけれども、収益性以外にエンジニアリング・レポート等、他にここで開示したらいい項目も考えられないかということでもあります。

論点2は、そもそもリートということに限られているけれども、私募ファンドについて、これはプロ同士でいいじゃないかというご議論もあるかもしれませんが、逆に、プロ投資家といってもなかなか不動産投資の知識・経験はさまざまですので、透明性を高める方策は考えられないか。

論点3としましては、ERそのものの質の向上ということで、ERをつくる作成手法とか、ERを活用するほうの理解もばらばらな面もありますので、BELCA等が作成しているガイドラインの活用とか、情報交換の場の設定等、何か方策は考えられないかということでもあります。

インデックスについては、今までインデックスはなぜ進まないかという、情報が提供されるのが一般に公表されるのがまれであるということが指摘されておりましたけれども、だんだん不動産投資インデックスがないと、もう投資市場の健全な発展が難しいという認

識があつて、それから、対価を払ってもいいというようなアンケートも出てきております。そのような中で、論点としましては、対価云々は別としまして、例えば不動産への投資を望んでいる年金基金から情報提供を受ける仕組みが考えられないかというようなこと、そういう形で米国のNCREIFのインデックスのようなものを整備していく仕組みが考えられないかということ掲げております。

3番目に、個人投資家等を対象とする不動産投資助言葉ということで、投資家が望むサービス業務はどのようなものがあるのか。例えば不動産投資助言葉者の開示、先ほど、今開示のインターネットのものをお示ししましたけれども、例えば、さらに業務に関する実績の開示などの環境整備が必要なのかどうかといった論点であります。それから論点2は、助言葉者はどのような能力が必要か。

4番目の柱としまして、プロパティマネジメントについては、不動産の価値向上のためにはPM業者の質の向上が欠かせないけれども、AM業者に対して、言われるままじゃなくて企画提案できるなど、質の高いPM業者の育成のために、例えば業界団体、そもそもPM業者の業界団体そのものがまだ明確でないということもあると思いますけれども、しかし、そういう自主的な業界団体による研修とか資格というものが考えられるかどうか。

それから論点2は、ASP事業等の電子化・情報化を活用する事例、今後それを促進するための環境整備としてどのようなことが考えられるか。

論点3としましては、投資家のためにPM業者の能力をきちんと査定していく必要がありますけれども、能力評価の枠組みとしてどんなものが考えられるかということで、例えば登録制度によって資格要件を位置づけたり、実績の開示を求めたりすることが考えられないかということ、ご議論の材料として提出させていただいております。

事務局からは以上でございます。

【平井部会長】 どうもありがとうございました。

大変広い範囲にわたってご説明をいただきましたので、しかも事務局で主として収集された情報の紹介、それに基づいてどう考えるかという論点が掲示されておりますけれども、いろいろご質問もあるかと思しますので、どういうふうに進めようかと思つて考えたのですが、目次の順序に従つてご質問やご意見をいただくというのも1つの考え方かと思つたのですが、どちらかといいますと、フリーディスカッションというふうな形式のほうがよろしいかと思つたので、順序にかかわらず、あるいはご質問、ご意見にかかわらず、ご自由にご発言をいただきたいと思います。一応、事務局のほうで論点は準備しておりますが、

もちろんこれに即してご意見をいただくのも結構ですけれども、これに必ずしもとらわれることないご意見もいただいて結構だと思います。要するに、自由にご意見をいただくというのを基本方針としまして、進めたいと思います。

どうぞ。石澤委員のほうが先でしたので。

【石澤委員】 こちらの本業にかかわるところが少し多いものですから、内容も少し細くなるのですが、論点メモに沿って幾つかお話を申し上げたいと思います。

論点メモの項目1の論点1ですが、開示の意義の高い項目ということですのでけれども、4つほど挙げたいと思います。まず1つは、キャップレートの変遷、もう一つはNOIの推移、3つ目は、エンジニアリング・レポートの調査の手法、それから4番目は、こちらの委員会の本論から外れるかもしれないですが、実質的な売買の履歴です。

まず、第1番目のキャップレートの変遷ですけれども、最近、不動産の価格が随分上がってきておりますが、価格が上がった要因の分析をやらなければいけない。不動産評価額の変動要因には収入の増加と、キャップレートの低下という2つの要素があると思いますが、どちらが現状で評価額に大きく影響しているかを明らかにする必要があると思います。

問題は、キャップレートの設定が鑑定評価機関によって、かなりばらばらで、項目にも統一性がないということもあると思いますけれども、これにつきましてはキャップレートの水準そのものよりも、むしろその傾向を示すことが、不動産の市況リスク等を判断する際には重要になってくるのではないかと。あるいは、現在の不動産価格の高騰についてはバブルという指摘もありますが、バブルかどうかを判断する際にも、キャップレートの動向を見るのはかなり重要なのではないかと思います。

2番目のNOIですけれども、最近、当方でいろいろと感じておりますのは、物件利回りは高いが、どうもそれが最終的な収益として、投資家に還元されてないと思われる事例が結構ございます。おそらく修繕費の見積もりとかマネジメントフィーの設定が各社によって違っていることが影響していると思いますが、そうなりますと、やはりレバレッジをかけていない段階での物件の利回りがある程度確認をする必要が出てくると思います。リートの場合には全部開示されていますが、個別物件でかなり特殊要因が多いという問題もございますので、このような特殊要因を排した形でのNOIの公表も必要になってくると思います。一部のリートでは対応しておりますけれども、この範囲を広げることによりまして、個別物件のパフォーマンスのデータがより詳細になると考えます。

3番目のエンジニアリング・レポートの調査の方法ですが、おとし、アスベストの間

題が表面化した段階で、各リートが実地調査を行ったのですが、エンジニアリング・レポートの内容と違った結果が随分と出てきたようです。エンジニアリング・レポート作成の段階では図面調査しかやっていない場合が多いため、おそらく実地調査をすればかなり状況は変わってくるだろうと思います。そうなりますと、エンジニアリング・レポートの結果をうのみにするわけにはまいりませんで、例えば図面調査だけで済ませているのか、実地調査を行ったのか、あるいは、破壊調査をやってサンプルをとって実際に調べたのかと、そこまでやっている例はほとんどないだろうと思いますが、そういう調査のレベルも開示する必要があると思います。

4番目の売買の履歴ですが、最近、当方で非常に当惑いたしますのは、物件の売り主がSPCという場合が多くなってきておりまして、利益相反性を判断する際に、果たしてこれは売り主と買い主の関係がどうなっているかが公表されているデータからだけでは判断できない場合がございます。売り主のSPCの実態については積極的に公表されている例もありますが、利益相反性等を判断する場合には実質的な売り主、買い主と、その売買の履歴につきましても、できる限り開示されたほうが好ましいと思います。

論点1に関しましては、この4つの点を申し上げたいと思います。

論点2についてですけれども、当方の認識では、私募ファンドを購入している投資家は、リートを購入している方と大体重なるとい認識をしております。すなわち、私どもの経験ですと、リートを購入している地方金融機関は私募ファンドも購入している場合が多いように思います。その点を考えてみますと、おそらく私募ファンドの開示動向については、リートの開示内容が基本になってくると考えておりまして、実際に私募ファンドを購入している機関投資家、あるいは国内金融機関の場合にも、開示のレベルにつきましましてはリートの開示のレベルを基本に考えている場合が多いようです。そうなりますと、まず、少なくともリートの基準に合わせるが必要になってくるだろうと思いますが、このリートの基準につきましましては、昨年10月に東証が上場規程を改定しておりまして、この中で、スポンサー企業との関係や鑑定評価機関の選定の基準等についての開示を求めています。おそらく、これはことしの金融商品取引法の施行をにらんでの改定だろうと思いますが、そういう形でリートそのものの開示事項もかなり厳しくなっておりますが、それに合わせていくことが基本と思います。

ただ、これにつきましましては、何か規制をかけるといいますよりも、国内金融機関の場合は、ことし、新BIS規制の問題が出てまいりますから、おそらく開示内容を少なくとも

リートレベルにしないと投資がしづらいという形になってくるだろうと思います。そういった点では新BIS規制の動向を把握して、足りない部分を補っていく、そういう対応の仕方がより現実なのではないかと考えております。

それから、論点の3番目ですが、これにつきましては、ご関係の方からご異論もあるかと思いますが、2つ、申し上げたいと思います。1つは、PML値の設定の方法と、2つ目は、エンジニアリング・レポート等で問題が指摘された事項につきましての改善の状況に対する報告ということです。

まず、第1番目のPML値の設定についてですが、PML値が地震リスク等の判断基準として適当かどうかはいろいろと異論もあるところだと思いますが、最近、PML値の調査機関がこの基準を相次いで改正し、リートの公表資料でもPML値がどっと下がったという状況がございまして、私どもも当惑しております。PML値はやはりハードウェアの専門家でないと内容がよくわからないところがございまして、私どもにとりましても実質的にブラックボックスに近いところがございます。

それと、もう一つの問題は、リートの場合ですと、物件を購入する際には個別物件のPML値を調査しますが、決算期ごとにはポートフォリオ全体のPML値の見直しだけで済ませてしまう場合が多く、個別物件のPML値は大規模改修でも行われたい限りは見直されないのが通常です。ところが、このポートフォリオ全体のPML値は物件の分散の度合いでほとんど決まってしまう。そうなりますと、これは果たしてほんとうに地震リスクの算定方法として適当なのかという疑問点が出てまいります。そういった点で、ポートフォリオ全体につきましては分散の度合いがPML値の算定にどれぐらい効いておるかということと、それから、PML値の算定基準を見直す際には、どのような部分で算定基準が見直されたのかという理由をわかりやすく開示をしてもらうことも必要になってくると思います。

それから、PML値の算定は調査会社によって全く違っておりますので、その算定基準をある程度ならしていく、あるいはIS値等、ほかの地震リスクの算定基準との関係についても、ある程度調整を図ることが必要になってくると思います。

2番目の問題解決の状況ですが、昨年、オリックス不動産投資法人が行政処分を受けた段階で、不動産の価格算定についての問題点が指摘されておりますが、それぞれの問題点は金融庁等の調査で初めて表面化したものではなく、もともと投資法人のほうで問題点としては認識しており、決算短信や目論見書等に記載されていた事項だったようです。そう

なりますと、問題の存在よりも、問題を放置していたことが厳しく問われたということだと思いますが、エンジニアリング・レポートでも問題の項目を出すだけではなく、その問題について現在どのような改善対策をとっており、またどのような形で問題の改善が見られたかという、そういう問題改善の度合いについての開示を求めることが必要になってくると思います。

第1番目の項目については、以上でございます。

それから、第2番目の項目についてですが、リート以外から情報提供を受ける仕組みですが、個人的な意見を申し上げますと、おそらくリートだけの開示情報でも、詳細に分析すれば、それで十分なのではないかという意識を持っております。不動産は非常に個別性が強いので、同じような物件でも、例えば賃貸マンションでも間取りとか、あるいはターゲットとする入居者層によって全く状況が違ってきます。それに対して、リートの運用対象になっております物件はグレードのばらつきが少なく、シングルタイプやコンパクトタイプといった似たような仕様のものが中心になっておりますから、いろいろと幅広くデータを集めるよりも、むしろばらつきの少ないリートのデータを中心にしたほうが、それぞれのエリアの状況を知るには、より有意義なデータが得られると考えております。

あえてリート以外から情報提供を得るのならば、物件のクラス分けが必要になってくると思います。オフィスビルの仲介会社ではAクラスビル、Sクラスビル、あるいは大規模ビル、中小ビルという形でクラス分けを行っていますが、それをもう少しわかりやすい形でクラス分けをしてデータの整備をすることが必要になってくると考えております。

4番目の項目のプロパティマネジメントのあり方ですが、この論点の1番目については、アセットマネジメント会社でPM会社を選定する際にいろいろな評価項目をつくっているらしいのですが、この提供を求めて、類型化といいますでしょうか、フォームをつくっていくことが必要なのではないかと思えます。これは伊藤委員のご専門ですけれども、アセットマネジメント業者のPM会社に対する要望も随分とそのときの市況によって変わっているようです。一時期、PMマネジメントに対する料金が随分下がった時期がありました。今少し戻して安定していると聞いておりますが、むやみにコスト削減を求めるだけではなく、最近では、管理の質とコストとのバランスを求めるといった形に変わってきたようです。いずれにいたしましても、AM業者が何をPM業者に求めているかという項目を整理してみることが、第一段階として必要なのではないかと考えます。

論点2についてですが、アットプロパティの仕組みにつきましては、私どもも非常に興

味を持っておりまして、リートの運用会社は大体20社以上がそのシステムを使っていると聞いておりますけれども、その一方で、リート各社が独自のシステムを使っている場合もある。どうもフォームの統一性がないようです。もちろん、これはそれぞれの民間事業者がやっていることですから、フォームの統一を図るのは難しいところもあると思いますが、できれば電子化・情報化を進めるためには、そういうフォームの統一を図ることが必要になってくると思います。

個人的には、ASP事業者がシステムの提供だけにとどまっているのは大変もったいないという意識を持っております。もちろん守秘義務等の問題がありますが、できればここで使われたデータの蓄積を何らかの形で一般に開示し、また、それを不動産データベースの充実に生かす方法が図られてもよいと考えております。そういった面で、この論点2の部分につきましては、電子化・情報化を進めるというだけではなく、その成果を一般の不動産投資にどのように生かしていくか、そういう筋道につきましてもシナリオを描いていくことが重要になると考えております。

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。全般について、貴重なご意見をいただきました。

事務局でも大変参考になったかと思いますが、それはまた後回しにさせていただきまして、金本委員が挙手をされていますが。

【金本部会長代理】 私のほうは甚だ初歩的な質問で、全体像がよくつかめないので、ベースとなる数字とか業者数というのを教えていただければと思うんですが、投資助言業者については数字がいろいろあったりするんですが、不動産コンサルティング技能登録については、私が聞き漏らしたのかもしれませんが、人数とか、どの程度広がっているかというのがないというのがあって、そういうのがほかのところでは、ビル経営管理士にもなくて、あと、今のアットプロパティのようなものについても、ほかに対抗業者がいて、マーケットがどうなっているとか、そういったことがすべての分野について多分必要な情報なのではないかなという気がしますので、何か……。

【平井部会長】 何かお答えできますか。

【佐竹室長】 アットプロパティのような業者について、ちょっと残念ながら、私もいろいろなところに聞いておるんですが、あれだけ大々的にサービスを提供しているところというのは、今のところ、聞いておりません。J-REITの中で半分ぐらいというこ

とを、私どももお聞きいたしました。それ以外は、やはり個社の対応になっているということからしますと、どうも大きなものはないようございまして、そこは引き続き情報収集いたしたいと思います。

【松脇課長】 あと、不動産コンサルティング技能試験の登録者数ですが、平成5年から17年の累計で2万7,021人です。

【佐竹室長】 ビル経営管理士は、登録者数が、平成17年現在で2,706名ということになってございます。

【金本部長代理】 その数字はかなり行き渡っていると見ていいのか、ごくわずかと見ていいのかという感じはどうなんですか。

【松脇課長】 不動産コンサルティング技能登録士は、結構人数が増えてきていると思うんですけども、私の個人的な意見になりますけれども、資格を取ったんだけどどう活用されるのかというのがよくわからないという声がよく聞こえてくる資格でございまして、どこかでやったのと同じような話なんですけれども、行き渡っているかという、そもそもその前の段階で、結構登録者数は増えてきてはいるんですけども。

【金本部長代理】 これを見ていると、これをやった人に何を頼もうかなというのがちょっと。ビル経営管理士のほうはどんな状況？

【松脇課長】 同じようなものだと思います。

【金本部長代理】 数はもっと少ないんですか。

【松脇課長】 数は少ないですね。

【平井部長】 よろしいですか。では、石澤委員のほうで。

【石澤委員】 アットプロパティ等の件ですが、似たような事業をやっているところは幾つか、ソフトウェア、あるいはシステム提供の会社でございまして。ASP事業の一環としてやっている場合が多く、個人のビルオーナー向けにそういうシステム等を買ったり、あるいは大手の不動産会社のビル等につきまして、個別の不動産会社で独自システムで対応している場合がありますが、それは何らかの形で、システム会社から売り込まれたものということになると思います。

実は、私もそういうシステム会社のセミナーに講師として引っ張り出されたことがあるので、ある程度存じ上げています。アットプロパティほどよく知られた存在というのは珍しいのですが、一般のシステム等を提供している会社がASP事業の一環としてやっている例ということであれば、かなりの数があるようです。

以上です。

【金本部会長代理】 アットプロパティができた当初にヒアリングをしたことがあるんですが、もうちょっと同じようなのが出てくると、競争で、相乗効果でマーケットが広がるのかなと思ったんですが。これはもともと自分が管理していたときに何が必要かというノウハウを外に出してというところで、そういうところがベースになっているところがやらないとまずいということのようですが、そのときに、使っていただくとする、いろいろなものを、例えばデータについて、ここが自分のところに持ち込んで何か使おうとすると、企業秘密を出すことになりますので使ってもらえないということで、かなり厳しくして、そういうものは使わないということで設計をしています。そういう設計をしてやるところがどれぐらいあるかというところで、ほかのゼネコンの方にちょっと尋ねたことがあったような気がしますが、あまりそこまでやる人はいなかったという感じがあります。ですから、データをとるとしてもこういうところからとるというのは無理で、使っている方からとらなきゃいけないという感じだと思います。

【平井部会長】 ほかに。どうぞ、杉本委員。

【杉本委員】 話がもとの論点のほうに戻るんですけども、先ほど、石澤委員のほうから、こちらの開示データとしてキャップレートですとか、NOIですとか、FFOとか、そういう数値が重要なのではないかというご発言がありまして、まさにそのとおりだというふうに思います。

今現在、鑑定評価書等に記載している情報の一部をリート等では自発的に開示しており、また、取得のときの適時開示情報についてもNOIというものを自発的に開示しているという状況ではないかと思うんですけども、こちら辺の言葉の定義といたしますか、NOIですとか、FFOですとか、あるいはキャップレートの計算根拠といたしますか、これは当然、会計情報ではなくて、会計監査の対象にもなってはいないんですけども、人によってはNOIなんかは会計情報なんじゃないかと思っていらっしゃる方もいるみたいですね。そういう意味では、定義をある程度ははっきりさせなくちゃいけないんじゃないのかなというふうに、常に思っております。

そういう観点から言うと、NOIでもFFOでもこういう数値、ほかにも企業価値の評定とかでいろんな数値が用いられるんですが、会計データ程度に定義をはっきりさせますとかえって使いづらいといたしますか、そういうことがあるのかわからないんですけど、定義がだんだんはっきりしてきますと、また別の指標が用いられて、どんどん新しいほうに流

れていくということが過去にはあったような気がするんですけども、そういう意味では、業界の自主ルールですとか、あるいはNAREITなんかではFFOの定義についてホワイトペーパーというものを出版して、業界段階でその定義の明確化というのを進めているようなんですけれども、そういう点が重要なんじゃないのかなというふうに常に思っております。

それから、そういう意味では、今、鑑定評価基準の改正が進められているようでございます。パブリックコメントとかに入っているものの中にも、そこで用いられた割引率の比較といいますか、根拠というものを記載するというにはなっているようなんですけども、収支項目の統一化ということをもくろんで議論はスタートしたようなんですが、やはり分母のほうでは率の計算、こちらが収支項目よりもむしろ重要なんじゃないのかなというふうに考えております。

次に論点2なんですけど、私募ファンドなんですけれども、先ほど、ご説明いただきました、例えば地銀さんですとか、そういうところが投資している私募ファンドというものは、ある意味では、私募型の公募に近いようなものといいますか、形式的には私募ファンド、匿名組合等々を用いた組合型の投資が多い。しかしながら、募集対象は適格機関投資家ですとか、かなり広い範囲を想定されているというものを多分念頭に置かれて、開示情報のことをコメントいただいたんだと思うんですが、広く私募ファンドといったときには、そうではない、全くクラブディールのものも含まれるのではないかなというふうに思います。

これまでの議論の中にもあったんですけども、私募ファンド等々の開示情報が問題になるケースとしては、やはりかなり広い範囲の投資家を想定しているものについての開示情報が不足しているということは、現状においても、リートに比べますとそのとおりであるというふうに思われるんですけど、そもそも私募ファンドとしてクラブディールの組成しているものは開示をしないので私募ファンドにしているというケースも考えられますので、そういう意味では、その点、私募ファンドについてはどちらのほうの類型に当たるのかということをはっきり分けて考えていただいたほうがいいんじゃないかなというふうに考えます。

以上でございます。

【平井部会長】 ありがとうございました。

事務局は、ご意見を整理する役割なんですけど、何かその観点からご発言がありましたら、

どうぞ、ご自由に。

【松脇課長】 必ずしも我々は専門的なのが高くないもので、逆にちょっと確認したいんですけども、石澤先生が最初おっしゃった、NOIがばらばらだというときに、どういう要素が理由になってばらばらというのは、すいません、ちょっと理解できなかったんですけども。

【石澤委員】 今のご指摘でも幾つか問題点があります。まず、通常NOIとは、賃貸事業損益に減価償却を加えたものを言いますが、実際のところ、賃貸事業収支の項目もデベロッパーやビル管理会社によって違っており、付帯費用を収益に含めている場合もあれば、除いている場合もありますのでNOIの定義自身もはっきりとしないところがございます。

それから修繕費、マネジメントフィーなどの内容がリートや資産運用会社によってばらばらなものですから、NOIのパフォーマンスがそのまま投資家が受け取る利回りのパフォーマンスにならないという例もございます。そういうパフォーマンスの相違が物件に起因するものなのか、あるいはマネジメントに起因するものなのか。それを判断するには、個別物件の利回りを、複数のファンド等を並べて比較してみることも必要になってくるのではないかと。

そして、もし可能ならば、大もとになっております賃貸事業収支の項目、収入項目1つとりましても、ビル会社や管理会社によってばらばらなところがございますから、そういう内容につきましても統一的な基準が必要になってくるのではないかと。そうでないと、投資商品のパフォーマンスを比較するということが難しいだろうと思います。その点につきまして、できれば統一的な基準が欲しいというところでございます。

【松脇課長】 ありがとうございます。

【平井部会長】 よろしいですか。ほかに。どうぞ、濱口委員。

【濱口委員】 論点2のところなんですけれども、確かに私募ファンドはプロ同士の取引なので、市場の自立性にゆだねる。これは私も言いましたので、これでいいと思うんですけども、最近、ダヴィンチの例が出ましたけれども、まさにみんなは何となく不透明だと思っていた一端が、金融庁の検査の結果に出たわけです。私募ファンドとリートの間取引がかなり盛んになっている。私募ファンドの投資家のほうは、年金も含めて経験なり知識に限界があるんですけども、一応監視はできる。一方リート側でどういう監視が行われているのか。まさに、石澤さんのようなアナリストの方がいろいろ調べて監視が行

き届くということかもわからないですけれども、キャップレートなり、NOIの議論にしても、そもそも監視するベースのデータさえ十分ではないというぐあいにおっしゃっているわけですから、非常に問題が多いと思うんです。

例えば先ほどの補足資料の5ページ目に、野村不動産の目論見書の例が出ていますね。ダヴィンチの例でもそうですけれども、鑑定評価が一番問題があるわけですから、まさに鑑定評価額とぴったりの価格で買うわけですよ。これは野村不動産がつくった物件を野村のリートで買うという、典型的な利益相反ですよ。

そもそも鑑定評価というのはキャップレートの例なりでもそうですけれども、当然幅があるはずですよ。キャップレート的前提を変えれば10%や20%変化します。今後、金利がどう動くかわからないが、1%、2%の範囲で動く可能性があるわけですから、鑑定評価額というのは2割、3割、ぶれるわけですよ。どのキャップレートが正しいかというのはなくて、その前提次第で、公正価格自体が本来幅があって、その周辺で実際の取引が行われるというのが、正常な市場のメカニズムですよ。ところが、この例は鑑定評価を1円単位で決めて、それで取引するという。これ自体を見て、だれも、ああ、そうかと、プロなら絶対に思わないです。リートだと、あえて言うと、それを監視する人がいないので、これがまかり通っている。

私は今の状態がどの程度深刻なのか、十分にまだわからないんですが、この状態を放置しておいていいのか。今後の市場の発展のためには、今の時点で抜本的に、例えばリート絡みの取引については利益相反が明確な状況の取引は禁止するとか、考えるべきではないのか。そうすると、今せっかく市場が発展しようとしている段階を阻害するから、それはよくないとか。でも、多少セットバックがあっても、将来の発展のためにはできないことはないわけです。リートの会社と関連する利益相反の相手とは売買しないということを決めようと思えば決められないこともないと思うんですけれども、何か今の時点でそれなりの抜本的な対策をとったほうがいいような気もするんです。

それは情報が開示されればいいという問題でもないと思います。開示はされていますけれども、例えばキャップレートが開示されたとして、それでどうなるのかということですね。結局それで取引されてしまうということです。開示をされて、アナリストの方がどんどん増えて、これはおかしいと分析される、もしくは東証のルールとかでこれはおかしいということ公表する、そういう監視の目が膨らんでいけばいいということなのかわからないんですけれども、その辺、何らかの対策が必要なのかどうかというのは、私は何か

やる必要があるのかなという気がしているんです。

【金本部会長代理】 その点、よろしいですか。

【平井部会長】 どうぞ。

【金本部会長代理】 買っているのはオーケーだと思うんです。リートに投資する人にとっては、リートがどれだけのベースのアセットを持って、これからどれぐらいの利回りがあるかというのがわかればいいわけです。これだけで買ったというのがあったときに、このアセットの価値というのは、これをそのまま信じる人もいるかもしれないですが、普通は信じないですね。場所とかいろんなのを見て、収益が上がりそうなものだというのを、だれかアナリストなんかが、計算をして投資するというのが基本的な姿だろうという感じがします。今までの経緯もあって、今そういうのを禁止するというのもできないですし、禁止したとしても、買っている人がどれだけ買いたたいっているかとなるといろんなケースがあり得て、それについては投資家としてはいずれにせよわからないということになると思うんです。多分問題になるのは売ったとき、安い値段で自分の関係のところ売ったというのは問題だろうと思います。それについては何らかの手当てが必要なのかもしれません。

あともう一つ、今さっきの石澤さんのご議論にも関係するんですが、こういうのを見て、アナリストがどれぐらいかということ进行分析しなきゃいけないんですが、それをできる情報があるかということですね。その辺のところをもう少し何かやる必要があるかという感じだと思います。

あと、全体のことに关しては、それを公的な機関が決めるというのはどうもうまくいきそうにないという感じがあって、これはマーケットにいる人たちが議論をしていかざるを得ないのかな。その場をどうつくっていくかということが問題なのかなと思います。投資家を引き寄せようと思えば、開示の仕組みを、投資家が欲しい情報を開示するインセンティブが提供者側にもあるはずで、それがうまく機能するような仕掛けをどうするかということじゃないかなという気がします。

【平井部会長】 どうぞ、石澤委員。

【石澤委員】 今の話と直接つながらないところもあるのですが、利益相反の問題とは別に、やはりよい物件を売っているか売っていないか、よい物件なのかどうなのかという点が重要になってくると思います。それには足元でちゃんと利回りがとれているかも重要ですが、例えばリートのように、永続性のある投資機関の場合には、将来に

わたって資産価値を維持できるかどうか、あるいはリートも場合によっては出口戦略を考えなければいけないのですが、リートが転売を考えたときにちゃんと売ることができるかという、将来に対する価値判断が重要になってくると思います。

おそらく、ディスカунテッド・キャッシュフロー法による価格算定では、割引率あるいは復帰価格にその部分が反映されていなければいけないと思いますが、現実問題として、なかなかそういう市況の先読みまですることはできないようです。ただし、物件がどの程度資産価値を維持できるかの見込みにつきましては、何らかの判断基準が必要になってくると思います。

リートの場合、築年数とか、あるいはリニューアルの履歴が、公表されていますが、数字だけではわからないところもありますので、通常の鑑定評価や利回り計算とは別に、例えば資産価値を保持できる見込みを示すようなデータも必要だと思います。

利益相反等の問題は、もちろん売り手と買い手の関係からいろいろと疑われるところはあるのですが、結果的にちゃんとしたものをちゃんとした値段で売っているのであれば大きな問題はないと思われま。あやしいけれども、いいだろうという判断の資料として、将来的な資産価値の維持に対する見込みを示すデータも何らかの形でつくっていく必要があると思います。

以上です。

【平井部会長】 ありがとうございました。

どうぞ。

【櫻川委員】 先ほど、石澤委員のほうから新B I S規制への対応という論点も大事じゃないかということをおっしゃったんですけども、私もこれは非常に大事だと実は思っていて、いわゆる市場に向かってどう開示していくかということも非常に大事なんですけれども、今、3月か4月ぐらいか、新B I S規制で、いわゆる貸し出しごとにリスクウエートを変えていくということをやろうとしているわけで、そこで、どうも金融庁の人とお話すると、やはりファンドというものに対してものすごい警戒感を持っている。それはなぜかという、ファンドという形態でいろんなお金が流れ出すと、基本的に金融庁が資金の流れを把握することができなくなるので、やはり非常に神経質になっている部分があるんです。

それは新B I Sにも反映されておまして、貸し出すときのリスクウエートというんですけれども、通常B I S規制というのは貸出額に対して何%自己資本を持ちなさいという

規制ですから、基本的に貸出額は押さえていこうというふうなインセンティブがどうしても働いて、そのときに、通常の貸し出しですと、例えば10億の貸し出しをしたときに10億と評価してくれるんですけども、ファンドに対して融資したときには、最低100億の貸し出しなんだけれども1,250億とみなすという、ファンドというものに対して非常に厳しく見るというふうな傾向が、多分これから流れてくると思うんです。

例えば不動産のファンドというのはどういうふうに見るんだというふうに聞いてみますと、それはさまざまで、ケース・バイ・ケースだということをおっしゃっていて。ということになると、要するに、いかにこちらのサイドでどういうふうはこの商品というものは、ファンドなんだけれども、そんなにリスクの高いものじゃないですよというような対応をしていかないと、特にものによっては非常に仕組みがわかりにくいものもありますよね。例えばSPCを通さないで匿名組合を通したものであるとか、どうもそういうものに対してあまりいいように思っていない。そういったときに、いわゆるクラブディールの的なものであるからといって、あまり情報開示をしていかないとことを続けていくと、突然ばつと網をかけてくるということが、いずれ、例えばこのまま不動産価格が上がっていったときにないとは限らない。

そういうことも含めますと、やはりある程度は、私募ファンドといえども情報開示をこちらから積極的に、先に進めていくとかいうような対応というのはしていったほうがいいのか。何かそういうふうな気がいたします。

以上です。

【平井部会長】 どうぞ、岩沙委員。

【岩沙委員】 先ほども杉本委員からもお話が出ていましたけれども、やはり私募ファンドについては投資家の特性というか、そのところによってすごく扱いが違ってくるだろうと思うんです。プロ・プロの場合は、やはりそういうことをわかった上で、それぞれの投資方針というか、リスクリターンを考える中でハイリスク、ローリスク、ミドルリスク、いろいろ考え、また物件等の内容についてもそれなりのデータを理解し、読み解き、分析する力があるということですので、そこはやはりかなり自由度というか、市場に任せべきだと思いますが、おっしゃるとおり、年金なんかでも企業年金等、そんなにアメリカのように規模が大きくないですから、また適格機関投資家ではありますけれども、実際そういう判断力というか、分析力というか、収集力というか、それがないような投資家を相手にしたプライベートファンドの場合と、やはりちょっと違うなという気はいたします。

そこにおける投資家の属性によって、その辺のデータとか情報開示のあり方についてルールがあってもいいのかなという感じはいたします。

ただ、プライベートファンドの場合、ある意味では匿名性というのが、商品の構成上、やはりすごく大きなウエートがありますので、全部、何もかも開示してしまうということになると、そもそもプライベートファンド自体が、市場が成り立たないというおそれもありますので、その辺のところは過度な規制にならないようにしていくべきではないかと思えます。

それから、J-REITについては、個人の投資家も参加されている、ほんとうにオープンマーケットですので、今の情報開示は非常に厳しいと私は思うんですけども、情報開示をさらにいろいろご議論いただく中で透明性に富んだもの、それから投資家の判断に資するアカウントビリティーに富んだものにしていくかという点で、建設的な議論をしていく余地はあろうかと思いますが、これも基本的にはアセットマネジメント会社の運用能力とか、市場での競争を通じた中で業者の選定とか、それから投資家に対してはアセットマネジメント会社の投資方針とか運用方針などの説明責任とか、そちらのほうとあわせてやはり考えていくべきではないかと思えます。それは相当市場も成熟期に入って、金融商品取引法もこれから施行になりますし、そういう中でクリアになっていくのかなという気がいたしております。

日本のリートというのは、私の感じでは、世界のリート市場の中でもかなり投資家に対して情報開示は詳しく、アカウントビリティーに富んだものに、現在既にありますので、何でもどんどん情報開示、説明責任ということだけで行ってしまいますと、逆に言うと、その辺のところ、やはり専門的な目でもって、一任勘定を受けているアセットマネジメント会社が責任を持って投資家に対しての説明をしていくという、消化して、理解を深めてもらっていくようなことをするという、業務本来のところもありますので、その辺のところは、私は今以上にやるとなれば、先ほど、石澤先生からいろいろありましたけれども、少し議論を専門的にしてみる必要があるのかなという気がしております。NOIについても、マーケットは動いていますから、その辺の観点の中でどこまで分析すべきか、少し実務的に議論してみる必要があろうかと思えます。

それから、利益相反の問題については、ファイヤーウォールをどう建てるかという問題とも絡むわけですけども、金本先生からも言われましたけれども、むしろ形式的に、例えばリート組成のスポンサーの不動産会社が持っていた物件をリートが買うことになるか

ら、それから、それが参加しているプライベートファンドからリートが買うことになるから利益相反だと、こういう形式的なところで判定するべきではなくて、実態でやはりファイヤーウォールがどうなっているとか、それから、情報開示やアカウンタビリティがどうなっているかの中で、利益相反的な取引となっていないということがきちっとクリアされていれば、それはいいんじゃないかと思います。ですから、利益相反の問題というのはもっと全体の仕組みの中で判定していくべきで、形式的な形とかの中で一律的にやるべきではないと、こんなふうに思います。

プロパティマネジメントのほうも、これもさまざまでございますので、基本的には、私は市場の競争の中で、それぞれのアセットマネジメントをされている、運用を担っているアセットマネジメント会社自身の能力ともこれは絡むわけですが、それぞれのファンドの特性に応じたというようなプロパティマネジメント会社を選択し、使っていくと。駄目であれば変えていくと。何かあまり規制とか資格だけでそういうものをとらえるのはどうかなという感じがいたしておりますが、ただ、足りない部分、確かにもっと必要な部分もあると思いますので、この辺ももうちょっと実務的に、なかなかこの場では議論し切れないと思いますので、ほんとうにそういうことであれば、もっと作業部会とか、そういう実務的な議論をする場でちょっと検討されたほうがいいんじゃないかという気はいたします。

【平井部会長】 ありがとうございます。

どうぞ、伊藤委員。

【伊藤委員】 まず、PM業者のところについて何か言わないといけないのかなと思っただんですけども、いろんな業種から現在参入が行われておりまして、元不動産を持っていたとか、不動産を持っているから自分はPM会社になっていくという、不動産業的な立場もあれば、メンテナンス業の立場もあればということで、いろいろ特徴を持ったプロパティマネジメント会社が今たくさんいるという状態なんだろうと思うんです。

それぞれ特徴を持っているので、一律の枠をはめてしまうというよりは、やはりその特徴を生かして各社がみずから売り込んで、競争の中で成長していくというためには、今少しはまだ時間もかかるのかなと思いますので、明らかに低下していつているということはないので、レベルは上がっていつているというふうに思いますので、見守っていく必要があるのかなと思っています。

それから、論点2のシステムの問題ですが、これはもう大変なスピードで実は変わって

いっている世界でございまして、アットプロパティのお話もありましたが、実はもっともっとシステムはたくさんございまして、世界中に有力システムというのももうかなり絞り込まれております。つい先だっては、ある大手のシステム会社が別のシステム会社を国際的なM&Aで買収して、統一化の流れが既にかかなりのスピードで進んでおります。

この背景には、2つぐらいあるんだと思うんですけども、1つは、やはり日本の不動産をオーストラリアに上場させるとか、要は世界のお金と日本の不動産、あるいは日本のお金と世界の不動産、クロスオーバー状態にどんどんなっているということで、人もそれにつれて移動していったりしている中で、やはりシステムの統一化というのは物事を比較するときが一番便利なんです。だから、デファクトスタンダードのものが定着するであろうというパソコンのソフトと同じように、そういうことで、ある意味、力わざに近い部分もあろうかとは思いますが、おそらく数年以内にシステムの競争というのはほんとうに絞り込まれてしまうのではないかという感じがするのと、もう一つは、実は不動産に限らず、投資信託の運用にしても、昔は非常にもうかる商売という面もあったかもしれませんが、今はほんとうにコストを削減して、オフィスコストも経費も削減して、販売手数料も、ノーロードに限らず減らして、長期にお客さんのお金をこつこつと運用していくような投資信託の評価というのも非常に高くなっているというふうに思うんです。

同じように、不動産に関しても、オルタナティブ型の運用は別でしょうけれども、そんなにアセットマネジメント・ビジネスというのがすごくもうかるものではないという認識というのは最近大分広がってきたかな。今年あたりは、さらにそれが進むのかなという面もあるかなと。そうすると、実はアセットマネジメントをやっている組織の効率化ということも、投資信託と同じように、不動産のアセットマネジメント会社も考えないといけない。そのとき、こういうシステム部門、あるいはバックオフィス業務というののアウトソーシング、効率化、こういったようなことがテーマに、今年あたりは当然もっとならないとおかしいというふうに思います。その意味で、やはりさっきのシステム化というのは、今年、さらに進んでいくのではないかというふうに見ております。

それから、論点2のやつですが、私募ファンドの透明性という部分なんですけど、実は、もう何年も不動産の証券化が進展して、金融業界から不動産、あるいは不動産業界から金融みたいな感じで、非常にまざった状態になっていると思うんですけど、いま一つ、我々が考えなきゃいけないのは、やはり金融というか資産運用業というものと不動産業というものはどう違うんだと。今、接点が非常に見えにくくなっているんですけど、意識しておかな

ければいけないんじゃないか。実は不動産の証券化というテクニックを使っていても、資産運用業として使っている場合と、不動産として使っている場合は、意味が明らかに違うと思っています。

やはり我が国は資産運用業という概念が非常に弱い国で、エージェント型社会でもないものですから、資産運用業という概念は弱い。ここは国家的にも非常に強くしないといけない分野だろうと思うんですが、一方で、不動産業で自己資本の関係からたくさんの不動産プロジェクトにリスクを全部張れない。だったら、他人資本も利用させてもらいながら、不動産開発をやっつけていこうじゃないか。これは不動産業として他人資本を利用している。そうじゃなくて、人のお金の運用として不動産投資をしていると、これは資産運用業ですと、J-REITはそっちのほうに入るという場合に、多分分けていく必要があるかなと思っています。私募ファンドはどちらかというと、オルタナティブ投資が中心になるものですから、どうしても不動産業的な感覚もあるものの、どっちかという資産運用業の中の1つなのかなというふうに思います。

それによって、ここの透明性のところの議論が多分違ってくる。資産運用業の透明性というのは大変厳しいもので、その中のJ-REITという制度設計されたものは、その制度の中で担保される透明性というのが必要ですけれども、制度設計されていない私募ファンドの資産運用業でも、資産運用業はこうあるべきだというのが国家的にあっているのではないかと、横並びで。そういう意味で、その範囲で透明性というのがあったほうがいいんだらうなという点と、それから、もう一つは、やはり疎明責任の問題があるかなというのはと思っています。投資家が運用者を訴えた場合、私は法律の専門家ではありませんので、田村先生のご意見もお伺いしないといけないんですけど、やはり投資家が運用者を訴えると、そのとき、訴えられた運用者が証明しなきゃいけないという社会なのか、それとも訴えた側が証明しなきゃ社会なのかによって、この透明性のやり方というのは当然違ってくるんだらう。それで、日本の場合はどっちかという、訴えた側がある程度証明していかなくちゃいけないというしんどさもあるのかなと思っているので、その責任の度合い、やり方の違いによって、透明性の担保の仕方が違うというのが、文章的にいうとロジックが合う文章になるのかなというふうに、見ていて思いました。

私のほうから、以上です。

【平井部会長】 ありがとうございます。

終了時間といいますか、タイムリミットが12時でございまして、私はこれは厳格に守

りたいと思っておりますので、あと5分程度ですが、ほんの1人か2人、なるべく短い時間でご発言を。田村先生、どうぞ。

【田村委員】 きょうのすべての論点に通じるテーマの中で、今、伊藤委員からもお話がありましたけれども、最終的にさまざまなインフラを使って、投資家に対して情報を提供していくときに、その責任を負う主体というのは一体どこなのかという問題が大変重い問題としてあると思います。

結論を言うと、それはやはり資産運用会社の責任がより重要になってきているということだと思えます。資産運用会社も、今年あたりは、相当、金融商品取引法の側面からビジネスモデルをほんとうに真剣に考えなければ生き残りができないばかりか、投資家からの信頼も受けず、行政処分だけを受けるといようなことにもなっていくと思うんですが、とりわけ資産運用といっても、不動産の運用というものが極めて新しいモデルなものですから、リートの運用会社はもちろんございますけれども、大変透明性はあると思いますが、つい最近の例でも、鑑定を依頼する際の注意義務に違反をしているというような事態に対して、では、実際に行政処分以外にどういう民事上の責任を負うのかという問題もまだよくわからないというのが正直なところでございますが、そういったリートのものではない、一般の私募ファンドも含めまして、たくさんのそういったアセットマネジメント会社があるわけですが、この中で、資産運用の部分と助言業の部分、またはみずからの投資の部分等々、これをどういうふうにして内部管理体制を整えるかについて、正直、基準が全くないところでございまして、そういったものを、例えば不動産投資顧問業という切り口の中で、1つモデルをつくっていくという作業が必要ではないかというふうに感じております。

以上です。

【平井部会長】 ありがとうございます。

ほかに、ごく短い時間しかありませんが、よろしゅうございましょうか。そうしますと、いろいろご意見もおありだと思いますが、それは個別的に事務局のほうにお伝えいただいて、次回、また最後の議論に反映させていただきたいと思えます。

この問題は大変難しい問題だと思います。要するに、市場をどのように活性化するかというのは大変難しい問題で、市場は自然発生的にできるのが多いと思えますが、しかし、そのままに放置しておきますと、結局、競争というものがなくなってしまう。そこで、何らか公権力が介入しなきゃいけない。しかし、介入し過ぎると、今度は市場の力そのものを奪ってしまう。新しい市場、しかも変化しつつある不動産投資業というのは特にそれが

非常に難しい問題だと思しますので、その点のいろいろご意見を聞かせていただければと思います。

それから、先ほど、岩沙委員から、具体的な進め方について、専門家の作業部会はどうかというご提案がございましたけれども、これは事務局のほうと十分相談したいと思いますが、作業部会というのはかなり目的が特定化されてきて、これについてこうすべきだという点で合意があって初めてできるんじゃないかというふうに私は思っておりますので、その点は事務局のほうで説明をさせますけれども、十分相談していただいて、今後の進め方について考えてみたいと思っています。具体的にご提案があったものですから、私、司会者としてはその点について言及をする必要があるかと思しますので、申し上げました。

それでは、今回は、第2次答申案の取りまとめの方向性についてご議論いただきたいというふうに考えております。事務局から何か、意見の整理の上で特に発言したいことがありますか。

【松脇課長】 ございません。

【平井部会長】 連絡事項はいかがでしょう。

【松脇課長】 それでは、連絡事項ということで、次回につきましては、3月23日金曜日、10時から12時、同じ時間、同じこの会議室でございます。本日の審議事項の取りまとめのご審議をお願いしたいと思いますので、よろしくお願いいたします。

それから、今後の部会の開催予定ですけれども、具体的には、3回目ということですが、後日、日程の調整をさせていただきたいと思っておりますけれども、イメージとしましては、4月の下旬に第1次答申以降の課題に対する審議の取りまとめを第2次答申としてご審議いただく予定としております。取りまとめでいただきました第2次答申を、5月の連休明けぐらいに国土交通大臣に手交いただくことを予定しております。大体のイメージは以上でございますので、具体の日程調整はまた後日させていただきます。よろしくお願いいたします。

事務局からは以上です。

【平井部会長】 それでは、本日の不動産部会、これで終了いたします。長時間、熱心にご議論いただきまして、大変ありがとうございました。厚く御礼申し上げます。

— 了 —