

社会資本整備審議会 産業分科会

第10回不動産部会

日時：平成18年11月20日（月）16：00－18：00

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】 それでは、定刻の16時になりましたので、ただいまから第10回の社会資本整備審議会産業分科会不動産部会を開催いたします。

本日の会議には、マスコミの取材がございますので、よろしくお願いいたします。

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。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、金本部長代理、岩沙委員及び福士委員が所用のため欠席となりました。また、岩原委員につきましては、所用のため1時間程度おくれるとのご連絡がございました。そのほかの委員の皆様におかれまして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もってご報告させていただきます。

続いて、本日の部会の議事に入ります前にご紹介いたします。

本日は、不動産証券化の実務側から見たご意見をいただくために、社団法人不動産証券化協会の専務理事であります巻島一郎様に、5月29日の第6回不動産部会に続いてのご出席をいただいております。

【巻島専務理事】 巻島でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

【松脇不動産課長】 それでは、続きまして、本日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、事務局作成の「第10回社会資本整備審議会産業分科会不動産部会資料」という厚い資料、横長の資料がございます。それから、「不動産投資の一任サービスをめぐる論点メモ」という2枚紙。それから、濱口委員からご提出をいただきました、「年金に対する不動産投資一任サービスのあり方について」というペーパー。それから、不動産証券化協会の巻島専務理事のプレゼンテーションのための、「不動産の投資運用者に求められるスキル・行為規範・情報開示等について」というパワーポイントの資料。以上4点でございます。資料に欠落等ございましたら、どうぞ事務局までお知らせください。よろしゅうございましょうか。

それでは、続きまして、本日の議事次第でございますが、まず、議事の開始後、事務局から、第9回部会においてご議論いただきました不動産投資顧問業制度のあり方について、前回に引き続きご説明させていただきます。

続いて、年金に対する不動産投資一任サービスのあり方につきまして、濱口委員からご発言をいただきます。

そして、不動産証券化協会巻島専務理事より不動産投資一任サービスのあり方についてご意見をいただき、その後、一括してご審議をいただきたいと存じます。よろしく願い申し上げます。

それでは、これから議事に入りますので、議事進行につきましては平井部会長にお願い申し上げます。

それでは、平井部会長、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、大変お忙しいところ、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。先ほど事務局からご説明がありましたように、本日の議事は、最初に事務局から、前回部会に引き続きまして不動産投資顧問業制度のあり方についてということでございます。

それでは、事務局からご説明をお願いいたします。

【松協不動産業課長】 それでは、お手元の第10回不動産部会資料という資料に基づきまして、43ページと大変厚くなっておりますけれども、なるべくポイントを絞りまして、簡潔に25分ほどでご説明申し上げたいと思います。

まず、目次をめくっていただきまして1ページでございますが、本日の議題でもあります不動産投資顧問業者に何が求められているのかということ、まず第1番目に、市場において投資家が求める能力というのはどういうものかというものであります。ただこれは、一番下のところに不動産証券化協会のクレジットがありますけれども、証券化協会が84社にアンケートをいたしました。これは、不動産の運用を行っている不動産会社とか、建設会社とか、そういう事業会社が顧客である投資家から、特に年金基金も含めてでございますけれども、求められているスキル、能力というのはどういうものがあるのかといったものをまとめたものでございます。さらにこれは、後ほど巻島専務からのプレゼンテーションで詳しくご説明されますので、その中身を私が詳しくご説明するよりは、どのような論点かということにつながるところを、上の要点のところをご説明したいと思います。

黄色いバックになっているところではありますが、3点ということで、①としまして、投資準備段階で、要は市場のマクロリスクとか、あるいは投資家のニーズをどういうふうにとらえて、それにこたえる戦略をどういうふうに組み立てていくのか。そういった能力が

第1番目に求められているというふうに、不動産運用会社は考えられている。2番目に、デューデリジェンスとありますが、要は不動産の価値を見きわめる目。投資段階におけるそういう能力。3番目は、保有段階におきまして不動産の価値を維持・向上させる腕といった、保有段階における能力。そういったような3点が言えるのかなというふうにまとめてみました。

2ページに参りまして、1ページの事業者アンケートではなくて、年金そのものの生の声はどうかということで、ここは、下にありますように、企業年金連合会が毎年、その会員であります各年金、1,400件以上のものですけれども、それに対して実施しているものを取りまとめたものでございます。上のほうに青い棒グラフで示してありますけれども、ちょっと見ますと、生の声ということで言いますと、年金基金というのは大変規模の多様性があるということで、その多様性を反映して不動産投資に対する考え方も多様性があるということが、率直に言って感じられます。

例えば、一番上の伝統的資産のみで十分であるとか、商品知識が少ないとか、こういうお答えをされている基金というのは、そもそも不動産投資に対するニーズがあまり高くない。あるいはそのリスクに対して懐疑的、あるいは消極的な意見を言っている基金というのがあるのだらうと思います。ただ、真ん中あたりで、自身の管理体制が整っていないとか、優良な商品を見つけるのが困難とか、こういう選択肢を選んだ基金というのは、全部でないかもしれませんが、おそらく不動産投資への関心はある。あるけれども、その専門的能力をどう確保するのかといったところについて解決できていないというところがあるのかなど。そうしますと、この辺につきましては、今の部会のテーマであります不動産投資顧問業といったサービスが受け皿となり得るのではないかと思います。ただ、いずれにしてもこの件につきましては、これも同じように濱口委員から後ほど年金基金の立場から見た不動産投資顧問業の一任サービスに対する期待等についてご発言いただきますので、そちらのほうをお聞きいただきたいなというふうに思います。

3ページに参りまして、次に不動産投資顧問業者に求められる最低限の要件ということで、もちろん市場で投資家を選んでいく能力というのはあると思うのですが、最低限の要件として法律なり制度なりで担保するもの、そういうものはどういうものがあるかというときに、ここに書かれておりますのは、リートの不動産投資の一任を受けておりますリート運用会社、これが宅建業法の取引一任代理の認可を受けるわけですが、その要件がどんなものかということでもあります。

下のほうに条文を引いておりますが、一番上に五十条の二ということで、取引一任代理を受ける場合の4つのパターンということで、これは前回杉本委員から4タイプというご発言ありましたけれども、そのときちょっと私、勉強が不十分でお答えが十分でありませんでした、この4タイプでございます。投資信託法、それから資産流動化法、それぞれについて、信託形式のもの、法人形式のものということで、合わせて4タイプのものにつきまして取引一任代理の認可を行っているわけでございますが、その基準としましては、その下の五十条の二の三でありますけれども、一号の財産的基礎、二号の収支見込み、三号の知識及び経験ということを法律に定めまして、4ページに参りますが、その法律を受けて省令で具体的な基準を定めております。十九条の二の二ということで、一号で、例えば財産的基礎につきましては、資本金の額が5,000万円以上というようなことを定めております。三号に参りますと、知識、経験ということで、イですけれども、経営体制、経営方針、それからハとしまして、重要な使用人のうちに宅地建物の売買、交換等の判断に関する知識及び経験を有する者が含まれていることということで、これはさらに、省令には書かれておりませんが、実際には不動産コンサルティング技能登録者、ビル経営管理士、不動産鑑定士、公認会計士、弁護士などの資格を有するということを見まして、この知識、経験を有する者というのを見ているわけでございます。ただ、ここに掲げました趣旨は、そういったことで知識、経験等の最低限のレベルを見っておりますけれども、特に高度なものまでを法制度で見ているという仕組みにはなっておりません。その点につきましては、やはり市場において投資家のほうが判断されるだろうということで、一番基本的なところについて最低限の要件を定めている、そういう仕組みになっているというご紹介であります。

5ページに参りまして、ここからはちょっと話題が変わりまして、米国の事例につきましてしばらく資料が続いております。まず米国の年金の仕組みについて見た場合に、このページの米印がついている一番下のところでありますけれども、E R I S A法(Employee Retirement Income Security Act)、従業員退職所得保障法というのがアメリカの年金の仕組みの大もとでありまして、このE R I S A法によりまして、不動産投資顧問業が年金基金に対して不動産投資顧問業務を行う場合には、証券投資顧問業法上の登録、S E C(証券取引委員会)への登録が要求されるということがまず基本であります。この証券投資顧問業法自体は、それ自身は適格要件とか経歴制限等を厳しく求めているわけじゃありませんけれども、証券取引委員会(S E C)への登録ということで、証券取引委員会による検

査とか、あるいは、登録申請書、年次報告書、訂正届出書など証券取引委員会に提出されたものが公衆縦覧されるという仕組みを通しまして、投資家から見てこの投資顧問業者の資質といったものが担保されると、こういう仕組みが一番大きな大枠かと思えます。

6 ページに参りまして、以下、具体的な中身を、アメリカの仕組みを見てまいりたいと思えますが、まず6 ページは登録の関係でありますけれども、基本は3,000万ドル以上の運用資産額がある投資顧問業者はSECへの登録が必要であるということであります。ただ、例外としまして、2,500万ドル以上3,000万ドル未満の場合には、登録することができるという任意の規定になっております。それに対しまして、2,500万ドル未満の場合にはSECへの登録ができないということで、できませんと、先ほどのERISA法の規定によりまして、年金基金からの投資の一任を受ける、そういう仕事はできないということにつながるわけでございます。

7 ページに参りまして、次に情報開示関係ということでありますけれども、登録投資顧問業者ということで、SECに登録した投資顧問業者は、まず帳簿や証憑記録を作成・保管する義務を有するというところで、真性で正確かつ現状を示す帳簿等を作成して保管しなければならないということでもあります。

それからもう1つは、クライアントに対しまして書面による情報開示を行う必要があるということで、下の緑色のバックになっておりますところの規則の204-3に書面(フォームADV)により情報開示を行う必要があるということで、フォームADVにはどのような中身を書くかというのを下の※印で掲げておりますけれども、SECに登録する資格の有無、②のところにありますけれども、それから飛ばしまして、⑧で顧客取引への参加又は利害関係ということで、業者・顧客間の取引の有無とか、推奨証券を自分でも売買することがあるかないかとか、利害関係を有する証券を推奨することの有無などについて、開示するということになっております。

8 ページに参りまして、続いて行為規範関係であります。行為規範関係につきましては、まずインサイダー取引につきましては、内部統制を構築する義務というのが法律の204条のAいうところから出ております。続いて、スキャルピングとか不実広告、それから利益相反の不開示の禁止につきましては法律の206条の(1)ということで、これは顧客から詐取ということで、そのために策略、計略、技巧を用いること。その解釈として、このような不当な行為は禁止されているということでもあります。

それから、顧客への開示、顧客からの同意なしに顧客相手の取引をしてはならないとい

うことが、この（３）ということでもあります。

以下、（４）ということで、これに基づく規則によりまして、その他の行為規範関係の規制が制定されているということでございます。

以上が、米国の投資顧問業法におきます規制の中身として、事務局として調べたものでございます。

続きまして、９ページに参りまして、今申し上げましたERISA法が投資顧問業をどういうふうに位置づけているかということ、角度を変えまして枠組みを見たのがこれです。下のほうに長方形を幾つか重ねておりますけれども、まず一番大きな白い長方形が指名受託者（named fiduciary）ということで、これが年金のプラン、英語でプランとなっておりますが、年金基金の全体の最高責任者がこの named fiduciary であると。そのもとで資産の運営・管理の責任を負うのが信託受託者（trustee）ということで、薄い緑のところであります。この２つでもいいのですけれども、trustee からさらに投資マネジャーが委託を受けている場合があって、その場合には投資を実際に担当する者として投資マネジャーが存在する。その場合には、この投資マネジャーに対しましてもERISA法による義務が課される。言ってみれば、trustee に課される義務、その分については trustee の義務が免除されまして、投資マネジャーに課されるという仕組みになっております。この投資マネジャーには、先ほどの一番大もとのところでご説明しましたように投資顧問業法上の登録業者がこれにならなきゃいけないということで、こういう構造の中でERISA法による位置づけ、義務づけが投資マネジャーになされているということでもあります。

10ページに参りまして、今度は受託者責任ということでもありますけれども、ERISA法における受託者責任としまして、これは受託者責任で一般的であります、①の忠実義務と②の善管注意義務があるということで、①のほうは、加入者・受給者の利益のことだけをもっぱら考えて行動するという義務を負っている。それに対しまして②の善管注意義務ということで、これは、同程度の能力を有し、同じような課題に精通している慎重な者（prudent man）が発揮するような、同じような注意、技術、慎重さ、勤勉さを持って責務を果たさなければいけないという、プルードントマン・ルールというものがある。それを具体化しまして、分散投資をしないことが明らかに慎重であるという場合を除いて、リスクを軽減するためには年金資産を分散投資しなければならないといったことが、この善管注意義務、プルードントマン・ルールから出てくるということでもあります。

矢印を経ましてその下で、DOL（労働省）の解釈の通達によりますと、今の同等のリ

ターンに対してリスクが高いか低いかに見て、その投資を行っていく必要があるということでもあります。この場合に、ちょっと下のほうにオレンジ色と青のグラフがありますけれども、これは、要は米国の株式がマイナスのリターンであった年を1973年から、年は飛んでおりますけれども、その趣旨ですけれども、マイナスであった年の不動産のリターンがどうであったかということでもあります。これは必ずしも逆相関とは言えません。全体的には同じような流れだと思えますけれども、ただ、米国の株式のリターンがマイナスであった年に不動産がプラスであったということは少なくともこの8つの年からは言えるわけでありまして、それを補う役割を不動産が負ったということで、そういうような中では、分散投資といったことでは、不動産に対して投資を行うということが分散投資の趣旨からすると必要であるということが言えるのではないかということでもあります。

それから、11ページに参りまして、ここでは、ERISA法における禁止取引、年金のプランと利害関係者の取引につきましては、一番上の○のところですが、要はいろんな形態の取引が法律上原則禁止になっております。その次の○であります。まず法令上の適用除外がありまして、例えば加入者への一定の融資など、そういったものについては法令上の要件として適用除外だと。3番目の○のところに来まして、「さらに」ということで、個別に、あるいは類型化されたタイプごとに労働省への申請によって適用除外になるものがある。その場合の労働省の判断としましては、加入者と受給権者の利益にかなっているとか、あるいは加入者と受給権者の権利を擁護するといったことが要件になっているということでもあります。4番目の○で、「しかし」ということで、労働省に事前に申請するということは、それなりに時間もかかります。また、金融資産とは異なって不動産の取扱いには難しいものもあるということで、その結果、例えば運用不動産取得のタイミングを失ったり、あるいは気づかないうちに規定違反を犯したりするという懸念が生じるということで、矢印の下ですけれども、1984年に労働省のほうで禁止取引適用除外の通達がなされております。その通達では、例えば——これは、すみません、直前に勉強しましたけれども——オフィスを賃貸する場合、そのオフィスの相手先が、年金の加入者である、その従業員を雇用している雇用主であって、例えば、雇用主とか、あるいは投資マネジャーに対して顧問料は払われていないというような要件とか、それから、賃貸する面積が一定のもの以下であるとか、そんな大きくないとか、そういうような要件を満たしている場合には、この原則禁止から適用除外になるといったようなことが1984年の労働省(DOL)の通達で出されているということでもあります。

以上までがE R I S A法関係の資料でありまして、12ページ、このフロー図は実は前回の第9回部会でもお示しいたしましたものであります。ただ、一番左のピンク色の年金全体の投資戦略というところで下のほうに書類を持っている男の人が立っておりますが、総合年金コンサルタントという業態の方がチーフインベストメントオフィサーに対して、この段階では助言をする。助言をして、インベストメントオフィサーが判断をして、不動産投資にはこのぐらい割り当てようと。そうすると真ん中に来まして、不動産投資戦略について、今度は不動産専門の年金コンサルタントが不動産のインベストメントオフィサーに対して助言をする。その結果、このコンサルタントが外部の専門家の紹介もいたしまして、それに委託されて、これから以降は一任という形で実物不動産なり証券市場を通してのリートなりに対しての投資がなされていく。こういうような仕組みであるということがあります。

13ページに参りまして、これは別の角度からの図でありますけれども、アセットマネジャー（AM）ということで、これは投資アドバイザー、投資顧問会社の位置づけになりますが、要は、それ以下のプロパティマネジメント（PM）とか、リーシングブローカーとか、あるいはPMの業者の下にはコンストラクションマネジャーとかコントラクターがつながっているわけですが、この全体を取りまとめて選定とか業務委託の判断をしていく、それから物件そのものの買収・売却のアドバイスをしていくということが、この投資アドバイザーの役割であるということを示した図であります。

14ページに参ります。今まではどちらかという仕組みの話だったのですけれども、実態としてどんなトラブルが起きているのかということ、私ども、米国の仕組みに詳しい方にヒアリングをしたり、それから、ここにありますように、ちょっと古いですが、平成8年に住友生命総研でまとめました実態の調査研究がありましたので、それなどをもとにまとめたものであります。

どんなトラブルがあるかということですが、(1)としまして受託者責任義務の不履行によるトラブルということで、これは先ほどの十分な情報開示が大事だということですが、開示をせずに購入をした場合、それから、不動産の評価を恣意的に高くして、それによって報酬を高く受け取ったような場合、そういった場合がトラブルとして考えられる。それからもう1つは、E R I S A法の禁止取引規定の条項に抵触するトラブルということで、投資顧問会社の関連会社の商行為などを十分な開示をなさずにやって、それが、不動産投資顧問会社、あるいはその関連会社の利益につながっているのではないかというような類

型のトラブルがある。その他ということで、例えばジョイントベンチャーを組んだ場合に、投資顧問会社が組んでくれたのだけれども、顧客にとってベンチャーの相手があまりいいパートナーじゃなかったというような場合とか、あるいは合同投資ファンドにおいて報酬が高過ぎるといったようなトラブルがあるということでもあります。

では、そういう利益相反を回避するために、先ほどの法律の規定でありましたけれども、契約上どんな工夫をしているかということでもあります。例えば物件取得の機会リストを作成して、これは順序に従って公平に割り振る。あるいは、順序に従ってというわけじゃないけれども、むしろニーズが似通った投資家にはどのような物件があるよというのを開示した上で、最も投資目的が一致すると運用会社が判断した投資家から順番に打診していくといったもの。それから、セイムボート出資は、これは前回金本委員からご発言ありましたが、要は同じ船に乗って、この船が沈むときには、投資運用会社、自分も損するよということを明確にする。例えば、同じ物件のエクイティーに投資運用会社が自分でも出資することによって、損をするときは自分も損するのだから、逆に自分は一生懸命やるんだということを示して投資家の信頼を得る、といったような仕組みを工夫しているということでもあります。

15ページに参りまして、今度は、またこれも角度が変わりますが、米国において年金基金が不動産投資顧問業者をどんなふうに公募しているのかという例であります。一番下にありますように、この例は Illinois State Board of Investment が公募したものを、その項目を書いただけですけれども、最初に公募理由があって、2番目に投資ガイドラインという、要は投資にかかわる相手方の条件はこんな条件ですよと。それから、3番目のアプローチということで、ここは、第三者評価と監査とか、こういうような手続を要件にしますよと。あと、タイムスケジュール等を条件として示しているということでございます。

16ページに参ります。ここからまた変わります、アメリカの仕組みは15ページまでで終わります、販売・勧誘のルールで、金融商品一般のルールの中で不動産固有のルールというのをどういうふうに組み立てて組み入れているかということでありまして、この図は実はかなり前にもお示したことがある、今回の金融商品取引法の改正に伴いまして宅建業法の改正を行いました。そのときの資料であります。要は、今、下のところ、左のところに販売・勧誘のルールと書いてありますけれども、金融商品の共通の項目も説明いたしますが、あわせまして右側の不動産固有の項目、登記された権利とか法令に基づく制限、こういったものを金融商品取引業者が宅建業者を兼ねている場合には説明の義務を

課している、そういう例であります。

17ページは、その細かい規定でありますので、省略いたします。

18ページは、今度は不動産にかかわるいろいろな資格の一つということで、きょう巻島専務がいらしておりますけれども、巻島専務が5月29日の第6回のこの部会でご紹介いただきました(社)不動産証券化協会の認定マスター制度であります。ということで、そのときにご説明あったものでございますので、詳しい説明は省略させていただきます。

19ページは、その具体的な中身ということでございます。

20ページに参りまして、その他不動産に関してはどんな専門的な資格があるかということですが、まず宅建主任者というのがあります。一番古くて、現在、合格して、さらに登録した人が76万8,000名ということになります。最近の合格率は、ここにありますように17.3%ということになっております。

2番目にビル経営管理士ということで、これは、5階以上とか1,000平米以上というような、規模がある程度以上になります賃貸ビルを経営管理するための知識を見るということで、財団法人の日本ビルディング経営センターが行っているものであります。登録者数はそんなに多くありませんで、2,700名余ということになります。

3番目は不動産コンサルティング技能試験ということで、これは、一番左の宅建主任者の登録者とか、あるいは不動産鑑定士の登録者を対象に、さらに高度の専門知識、証券化などの知識も含めた試験を行うということで、2万6,620名の技能登録になっております。

それから、マスター資格試験。今の(社)不動産証券化協会のものでございます。

21ページに参りまして、これは参考としまして証券アナリスト制度の概要であります。右側の沿革にありますように1981年に資格がスタートいたしまして、その下にありますが、二次にわたる試験がありまして、それを合格した上で3年以上の実務経験がある人について検定会員として認定されるというものでありまして、現在までに2万582名の検定会員があるということでございます。

22ページに参ります。また話題が変わります。これは前回お示しした資料をもとにしておりますけれども、利益相反行為について、不動産についてどう考えるべきかといったことでもあります。

論点の1、2、これは前回もお示ししましたが、ちょっと復習で見ますけれども、論点1としましては、現行の不動産投資顧問業登録規程では、不動産の取引ということで売買、

交換、賃借のみを対象にしておりますけれども、ただ、不動産の一任サービスになった場合、当然のことながら管理行為も含めた総合的な運用サービスであるということで、管理行為についての利益相反行為も想定されるのではないかということでもあります。

論点2では、今度は、不動産は典型的な有価証券とはかなり違うということで、日々頻繁に取引されるものとは違うので、有価証券の利益相反行為の類型を適用できない場合があるのではないかということ論点として挙げました。

きょうお示ししました論点3はいわば論点2をさらに敷衍したものでありますけれども、不動産の世界でファンド間取引と言われているものであります。不動産ファンドビジネスでは、例えば開発やバリューアップをある運用会社が持っている1つのファンドで行っていて、その開発がなされた案件は、開発が終わると、今度は安定した賃料収入を期待する別のファンドに、同じ運用業者が持っている別のファンドにファンド間で取引する場合があります。不動産ファンドの場合にはそういうことで効率的に行っているということでもありますけれども、上で言いました有価証券の利益相反のルールから言うと、本来は市場に1回出さないといけないということになってしまうのですが、市場に出してしまうと結構そこでコストがかかたりしまして、顧客の利益を害する可能性があるんじゃないかということが言われております。したがって、ファンド間取引も、一律に禁止するのではなくて、例えば各々のファンドの顧客の同意のもとに認めるということが合理的ではないかという論点であります。要は、最後は価格の問題になりますので、ファンドの顧客が鑑定を取ってくれとか、あるいは複数から見積りを取ってくれとか、そういうことがあれば、そういうことをすることによって市場における公正性とか投資家保護といったものを満たしていくことによって、事前規制するよりは、一旦こういう形で認めるというのが合理的ではないかという論点であります。

23ページ以下は具体の想定例で、これは前回ご説明しましたので繰り返しの説明は省略いたしますが、1点、31ページのところで、ここは、要はマンション等の共有持分を投資運用業者が自分で持っていて、顧客にもその持分を取得させることによって、いわばそのマンションが一体処分できるようになる、高値で売却可能になるというような場合で、これは前回伊藤委員から、こういう例は、意図を説明しないとスキヤルピングかもしれないけれども、意図が十分伝わっていれば正当な共同投資の場合もあるのではないかというご指摘がありました。ということで、ここでは下から2行目で「顧客に説明無く」ということを入れておりますけれども、ご指摘のとおりでありまして、そういう要件を絞らない

と正当な行為との区別がつかないということでもあります。

全体をまとめた33ページの表で言いますと、今のところは上から3段目のところにあります。⑨のところには○が当たっておりますけれども、「特定の不動産に関し～価格の変動を利用して」とありますが、「正当な根拠を有しない投資判断に基づく」ということで、現在の大臣告示におきましても正当の根拠の有無ということを要件にしているということをお知らせさせていただきます。

続いて、34ページに参りまして、今度はまた少し角度が変わりまして、不動産投資顧問業者の運用実績の開示についてということで、ここではGIPS (Global Investment Performance Standards) というものであります。これは、ここにありますCFA協会、国際共通基準として決められているものでございますけれども、真ん中の目的のところにありますように、いわば世界共通のベストプラクティスだということで、これを通して信頼性や比較可能性を高めるということで、資産運用業界における自主規制という考え方でこのスタンダードが決められている。

不動産に関する改訂ということで、今年1月から新たに不動産に関する規定も盛り込まれた。その不動産については、真ん中の3行ですけれども、少なくとも12カ月、1年ごとに市場価値で評価する。それから、この1年という期間につきましては、2008年1月1日以降は四半期ごとの評価が必須になる。少なくとも36カ月、3年ごとに不動産鑑定士等による外部評価が必須となるということでもあります。それから、開示内容につきましても、例えば、外部評価された不動産投資の割合とか、外部評価人による評価の頻度等の開示が必須となっているというような改訂がなされております。

35ページは、ではそのGIPSの中身は具体的にどういうものかということでございますけれども、これは例であります。Sample Realty Management Firm ということで、こういう会社を例にとり、仮の空想の会社でありますけれども、要は、左から3番目の合計のところを見ますと、ここでSample Realty社の毎年の、例えば1995年だと0.8%というリターンがあったと、こういうのが分かってくるわけです。このポイントは、その左側にインカム・リターンとキャピタル・リターンに分けて、それを表示するというのが1つあります。

それから、合計の3つ右にNCREIF不動産指数ベンチマークというのがあります。NCREIFというのはNational Council of Real Estate Investment Fiduciaries (全米不動産投資受託者協議会) のインデックスということで、全米の平均的な不動産投資が

その年どうであったかということでもあります。例えば1995年でありますと、全米全体はマイナス5.6%だったけれども、このSample Realtyは0.8%で、よかったねということが分かるということでもあります。

さらに、その0.8%は平均だけれども、具体的な中身、リターン範囲とか、その散らばりといったものを見ることができる。それから、右側のほうで、レバレッジの割合とか、先ほどありましたけど、そのうち外部評価は何割受けているのか。この業者は100%ということで、これは外部評価をかなり受けているなというのが分かるといったことが、このGIPSの表から分かってくるということでもあります。

36ページ、37ページは、今の表の見方を、英語でありますのを日本語に訳したものを載せてあります。

38ページに参りまして、では我が国においてこのGIPSの基準といったものはどんな準拠状況にあるかということではありますが、ここでは、2003年ということで若干古いのですが、今年の『証券アナリスト ジャーナル』に載っていた資料をとってききましたが、67の会社。その内訳は、注1にありますように、信託銀行13社、生命保険5社、投資顧問49社ということで、その67社が準拠を表明しているということでもあります。さらに第三者の監査法人等による検証を受けている社も58社ありますが、この67社の持っている企業年金受託残高は現時点で約90%に上っているということでございます。

39ページに参りまして、このGIPS準拠を活用する例としまして、年金積立金管理運用独立行政法人、これは年金福祉事業団が今年4月に独立行政法人になったものでございますけれども、ここがその年金の受託機関を公募する際に、下にありますようにGIPS準拠を表明したものであって、さらに第三者の検証を受けていることとか、あるいはGIPS準拠の開示フォームの提出を求めたりしているという例であります。

40ページに参ります。また話題がかなり変わりますが、不動産投資顧問業も含めてですけれども、顧客や消費者から何らかの受託を受けているものについて、不正行為をどういう風に抑止したらいいのか、あるいは不正行為を起こした業者に対する市場の監視をどうしたらいいのかということで、国土交通省では、昨年の構造計算書偽装問題もありまして、国民の安全・安心を確保するということで、ネガティブ情報の公開といったものについて取り組んでおります。これは、事業者等の過去の処分歴とか事故等の、いわば事業者にとってみるとネガティブな情報をインターネット等によって公開することによって市場による監視も効かせようということで、現在、その関係課の課長クラスが入った、それか

ら学識経験者も入りました委員会で検討しているところだということのご紹介であります。

これが市場規律の確保に有効な手段ではないかということで、41ページに参りまして、不動産投資に近い宅建業法は現在どのような公開になっているかということですが、宅建業法では、まず監督処分がなされますと、その監督処分というのは業務停止以上ですけれども、方法のところにありますように、官報、あるいは都道府県の場合には公報で公告されます。もう1つは、業者の名簿の閲覧というのを行ってございまして、この閲覧によりまして、こういう業者が指示処分を受けたことがあるとか、業務停止を受けたことがあるということがわかることになっております。ただ、この閲覧名簿は、国土交通省で言いますと各地方整備局に行かないと見られないということでもあります。

そういうようなことを受けて、42ページになりますけれども、上の黒いところで言っているのは、関東地方整備局で免許を受けている業者は例えば近畿地方整備局では見られないけれども、それを見られるようにするために行政情報閲覧システムという地方整備局を専用端末で結んだシステムをつくりまして、そこで、大臣免許業者だと、他の整備局の免許を受けているものでも、どんな処分を受けているかが見られますということです。これが平成13年1月から運用開始しまして3,600アクセスということですが、ただ、これも地方整備局まで行きませんと専用端末で見られませんので、これをインターネットでも見られるようにしようということで、現在、来年度の概算要求で1億1,000万円余ですけれども要求しております。これは建設業とほかの業種も一緒に同じシステムを使ってやったほうが効率的ですので、こういうことをして、19年度にはシステムを開発して、20年度に運用開始しようということでもあります。

それから、赤い字で下の方に書いてありますけれども、もう1つ、事業者のコンプライアンス向上のために、国土交通大臣の宅建業免許とか、あるいはマンション管理業の免許業者に対する監督処分の統一的な基準を決めようということで、現在、パブリックコメントをかけております。11月23日まで1カ月間のパブリックコメントをかけておりますけれども、そのご意見も踏まえて、できれば今年中を目処に監督処分の基準を策定して公表したいと思っております。この監督処分基準は、例えばこういうような重要事項説明の違反を行った場合には業務停止7日を標準とするとか、こういうことが定められているのですが、それとともに、指示とか、業務停止とか、免許取り消しの処分内容につきましては公表していこうということも基準として定めております。これによりまして、現在、一部の地方整備局では先行的にホームページ上でこういう処分をしているというのを公表し

ているところがありますけれども、全国的に大臣免許業者について地方整備局でのホームページ上での公表が始まるということでもあります。

43ページは、そうは言うけれどもどんな処分をやっているのだということで、9～10月の2カ月の処分事例ですが、免許取り消しが32件。ただ、この32件は、本当に悪いことをして免許取り消ししたものもありますけれども、事務所が確知できなくなってしまった、倒産していて確知できなくなってしまって、職権で免許取り消ししているようなものも含まれています。それから、業務停止と指示処分については、ご覧いただくような件数の処分を行っているということでもあります。

この資料は、不動産投資顧問業についても、改善勧告等を行った場合には同じようにインターネット等で一定期間公表すれば、市場において、こういう業者はこういう改善勧告が過去にあったのだなということが分かるということになるんじゃないかということで、その参考として挙げました。

25分の予定が少し長くなっておりますけれども、もう1点、論点メモ、これをご説明したいと思います。

前回に続きまして、今日の論点メモの参考としてこれを示しておりますが、まず大きな1番としまして、不動産の一任サービスの事業者に求められる能力について。論点1は、先ほど最初の1ページにありましたような、投資準備段階とか、投資段階とか、保有段階とか、いろんな能力が求められますが、およそこれらの能力を制度的に担保しようというのは絶対無理であるというふうに思われまして、原則としては市場評価によって事業者の選別をしてもらうということが妥当ではないかと考えられるかどうか、ということでもあります。

論点2は、これは実物の不動産だけじゃなくて、例えば金融商品取引業者の場合でも、不動産証券化商品とか不動産の信託受益権を取り扱う場合には、実質的には上と同じような能力を市場から求められると考えられるが、どうでしょうかということでもあります。

論点3は、以上論点1、2で言ったように市場評価が原則であるかとは思いますがけれども、例えば先ほど取引一任代理、リートの運用会社で言いましたような、例えば財務基盤とか、あるいは反社会的勢力とのつながりがあるかないかとか、それから不動産取引運用の基本的な知識・経験があるかといったことについては、制度的な担保ということも最低限の担保として有効ではないかということが論点3であります。

論点4としましては、今後年金基金等が不動産関連投資に入る場合に、その事業者の選

定・評価の補完の意味から、任意の登録制度というものの活用も考えられるのではないかと
いうことであります。特に年金の場合には、小規模のものもあり、専門性を有していな
いものもありますので、任意の登録制度というのが有用な場合があり得るのではないかと
思います。その場合に、専門性の担保として具体的にどのような資格が想定されるかという論点であ
ります。

2ページに参りまして、今度は「行為規範はどうあるべきか」ということでありますが、
論点1は、先ほどの利益相反行為の禁止についてどうあるべきかということでありま
す。1つは管理とか賃貸についてどう考えるべきかということと、もう1つは、有価証券の行
為規範とは異なるものがあるのか、具体的にどう異なるのかということでありま
す。

論点2は、先ほどGIPSの話をしていただきましたけれども、トラックレコード等の比較可
能な開示ということでGIPSの準拠といったものが望ましいと考えられるが、どうかと
いうことであります。

論点3は、行為規範の違反者に対しまして市場による監視が効くような形で、一定期間
インターネットで公表するといったことも考えられるのではないかとということが論点の3
であります。

事務局の説明、ちょっと長くなりましたが、以上でございます。

【平井部会長】 ありがとうございました。

この後、今日予定されているご発言者の発言が終わった後に、一括してご意見やご質問
等をお願いしたいと思いますので、今のご説明は伺ったことにして、次に進みたいと思
います。

濱口委員から、年金の求める不動産投資サービスについてご発言をお願いしております
ので、どうぞよろしくお願いたします。

【濱口委員】 それでは、簡単ですけど用意しました別のメモに従ってお話ししたいと
思いますが、まず大枠としては、金融商品取引業の新しい取り組みの中で、不動産の信託
受益権という形式をとるものに限られるとはいえ、年金基金に対して不動産の投資一任サ
ービスを提供できる方が、従来の信託銀行、実質的には従来の信託銀行以外に広がるとい
うことで、そもそもこの審議会でも何回か議論になりましたけれども、市場競争を通じて
サービスの向上と投資の促進が期待できるということは言えると思います。ただ、いわゆ
る実物の不動産、証券化されてないものについてはこの枠組みではカバーされないので、
これについても、いずれ信託銀行以外に年金の業者選定の選択肢が広がるように何らかの

手当てをしておく必要があるのかなというふうに考えています。

例えば一例ですけれども、最近、金融庁のいろいろ不動産信託の検査が厳しくなって、幾つか報道されるような事故もあって、それで信託銀行のほうで非常に保守的になって証券化業務は一部で滞りそうになっているという話も聞きますので、それは良い面悪い面両方あるでしょうけれども、証券化だけがすべてではないですし、そういうことになるとすぐ、マーケットは違う方向を探していくとか、常に流動的ではありますので、そういう意味では全体をカバーするような取り組みが必要かなというふうに思います。

それで、こういう形で年金基金の不動産の投資は本当に促進されるのかと、増えるのですかということで、先ほど松脇課長のほうから企業年金連合会が調査したアンケートがリファアされましたけれども、先ほどの資料の2ページ目ですか、一番上の「伝統的資産のみで十分である」と答えた基金が40%あるということですが、これは逆に言いますと60%の人はやってもいいと答えているわけで、現に、いわゆるオルタナティブ投資ということで言いますと、日本の年金では世界に類を見ない状態でヘッジファンドという商品に対する投資が拡大しておりまして、最近の調査でも五、六割ぐらいの基金がいわゆるヘッジファンドに投資している。これは全体で千数百基金の母集団ですから、それこそ先ほどの、年金は小さいんだ、あまり担当者はいないという話もありましたけれども、そういうところまで含めても、そのぐらい投資は盛んになっている。

ここの2番目の「商品知識が少ない」とか、「組み入れ効果がよくわからない」「リスクが高い」、例えばこういう点については、ヘッジファンドに投資することが良い悪いは別にしまして、ヘッジファンドに投資することによるこういう効果については、五、六年前から大変な勢いで皆さんが年金基金にいろいろご説明をされて、いろんな資料をつくられて、例えば「組み入れ効果がよくわからない」というところで言うと、ヘッジファンドを入れれば、いわゆる効率的フロンティアが改善されて、こんなにいい効果がありますと、もうそういう資料はいっぱいできて、日本中でそういうコンファレンスは行われて、そういう過程でそこまで伸びてきたということで、まさに情報不足なところが改善された。あれほど難しい商品がそれだけの業界の努力で広がったわけですから、同じような効果が期待できる可能性は十分あるかなというふうに思っています。

ただ、一部年金の人にも直接聞いてみたのですが、企業年金連合会とか、国の年金ですね。先ほど言いましたGPISとかは非常に大きな基金ですのでスタッフもいっぱいいるわけですが、中小ではないかと。確かに一部の基金さんは、そういう投資顧問業者さんが

どんどん来られても、わけがわからないと。やはり従来のコンサルタント的役割を果たされている信託銀行さんに意見をやっぱり聞きたいんですよねというようなご意見も当然あって、それはそれでいいと。年金基金の責任者として十分にその辺の、例えば不動産投資顧問業者のデューデリジェンスをやる自信がなければ、そういうコンサルタントとしては信託銀行とかその他コンサルタントを採用されればいいわけで、中小基金はそういう手当てがやろうと思えばできるわけですから、何もそれを業界全体の枠組みとして規制をはめる必要はないわけで、こういうふうを選択肢が広がれば、少なくとも一部の大手年金基金のニーズには十分こたえられるのかなというふうに思います。

それと、前回の議事録を見ていまして、そんなに年金が不動産投資に入ってくると市場が加熱する心配はないかというようなご意見があったように記憶しているのですが、それは全然心配ないと思っています。年金の行動というのは、これは海外でもそうですけれども非常にゆっくりでして、それこそ受託者責任もあるのであらゆるプロセスがゆっくりゆっくりということでもありますから、そこを心配する必要は全然ないと思っています、むしろ今、いわゆる外人の投資家、これは海外の年金基金も含めますけれども、世界中、あえて言うと割安な優良物件を押さえようと、そういう動きと申しますか、そういうファンドが結構ポピュラーになっていまして、外資系の投資顧問会社とか不動産の専門会社を通じて、そういうファンドに海外の年金基金とか投資家が投資している。彼らの目から見るとまだ日本の不動産は割安だという判断もあるようでして、国内にいますと、割高だ、割高だと、加熱しているという意見も聞くのですが、例えば債券利回りとの比較とかで言いますと、アメリカでも、オーストラリアなんかと比較しても日本は不動産の利回りが、ここまで下がってきたといっても、まだ高いというような相対比較もありますので、むしろ日本の市場を早く効率化しないと、日本の投資家相手の内容を早く効率化しないと、私は何となく、日本の優良物件がみんな外人投資家に買い占められてしまうのではないかと、いう恐れも時々感じるぐらい彼らはアグレッシブですから、皆さんご存じの東京の結構いい物件はかなり外人の年金基金を含め大きな投資家が買っていますから、むしろそっこのほうが心配だなというふうに思います。

続きまして、2のところですが、不動産の専門的な能力を担保する仕組みとして、資料の中で何回か触れられていますけれども、いわゆる不動産投資顧問業の登録規程を活用できるのかどうかということですが、これは前回もご意見があったようですけれども、それから先ほども松脇課長のプレゼンにもありましたけれども、一定レベルの能力があること

は当然なんです、しかし要求される能力が、従来の内容から、最近では金融全般、それから例えば倉庫とかリテールの物件なんかですと事業性全般についての評価まで広がっているということで、まさに収益還元法が普及していることをバックにして、むしろそちらのほうの事業性の評価なり金融市場のノウハウというものがより重要性が高まっているということが言えるのかなと思います。これは現に、米系のそういう不動産専門の投資顧問業者とかの、例えば日本にいるそういう方たちのバックグラウンドを見ても一目瞭然ですけども、いわゆる金融、証券、ファイナンスの分野から来ている人が大半でして、いわゆる従来不動産のプロという方たちとは違う、そういう経歴を持った人が多くなってきているということもその表れだと思うのですが、そういう意味では、そういう背景からしますと、いわゆるプロの投資家との関係ということと言いますと、その業者にそういう能力があるかどうかというのはやはり、投資家が判断できること、投資家がいろいろ相对比较をしながら判断していいということではないかというふうに思います。したがって、何らかの登録等を通じた規制があるとするれば、その投資家が適切に判断できるディスクロージャーの整備を主体とした内容にするべきではないかというふうに思います。

この資料にも幾つかあって、登録規程をそのまま基準として、もしくはそれを多少変えて基準として使う場合はどうかということなのですけども、これは、例えば宅建免許自体が本当に必要なかどうかということも、いろんな議論もあると思いますので、それもおそらく物件なり取引の内容によっても変わってくるかと思うのですが、今後金融庁との間でいろいろ議論されるというふうに聞いていますので、その詰まり方ぐあいとか、あと、いわゆる証券一任免許でその辺のいろいろ内容も含まれていますので、その辺との整合性も見ながら、最終的にこういうことでどうかというところをもう一度この場ででも議論できればいいのかなというふうに思います。

あと、利益相反行為防止の方策についてということですが、これは、皆さんもご存じのように日本の不動産業者の現状では、例えば私がこの審議会の大分初めのほうに言いましたが信託銀行がやられているいろんな取引に利益相反の種があります。それはまさにそういう業界ですし、あと、いわゆるディベロッパーさんが非常に強い力を持っておられる。これもある意味で日本の特徴的なところですから、そういう意味では投資家としては、そこで有利な投資物件を探していくためには、時にそういう利益相反の事象に突き当たるといのは、ほとんど100%間違いないと言ってもいいぐらいだと思うんですね。ただ、その事象が、利益相反自体がばつというわけじゃないでしょうから、それをどう取り仕切

るかというところで、本当に、それは、どの程度不利になるのか、場合によっては有利に働くことはないのかと。これは、一般に業界の方で言っていますのは、ご存じのように例えばリートにしてもスポンサーから物件を買う、それは有力なリソースであると、確かにそれは一定の合理性があるわけで、まさにプラスマイナスの判断だと思いますので、その辺を画一的な規制で典型的に取り締まっていくというのはやはり、かなり困難なのではないかなと。その辺をあまり厳しく規制していきますと、かえって我々投資家にとっては優良な投資機会を逃すというような可能性も出てくるというふうに考えます。

したがって、これも先ほどの能力判定と同じですが、プロの投資家に関しては、ケース・バイ・ケースの判断は基本的には投資家に委ねるべきではないかと。その規制の内容が、もしあるとすれば、そういう判断が適切にできるようなディスクロージャーが十分にされるということを担保するような内容に限るということではどうかというふうに思います。

そういう中で、先ほども例がありましたけれども、アメリカの例でもそうですが、いろんな利益相反の問題を補うようないろんな工夫がされて、結局それは投資顧問会社と投資家の間の議論の中で解消されていくということでもいいのかなと。一般的には、例えば今のリートなどは、先ほどのスポンサーからの物件の取得にしてもそうですけど、極端に言うと利益相反関係の固まりみたいなところがありますね。だから、それをリートという、あえて言うとアマの投資家対象のプロダクトでそれなりの市場の判断にゆだねるのであれば、一般的にはプロのほうについては同じようにそういう市場なり投資家の判断に任せるということでもいいのかなと。年金がそのプロの投資家に入るかといいますと、これも一概に、年金はプロです、アマですという議論自体、やっぱり無理がありますね。年金の中にも本当の不動産のプロを採用しているところも実はありますし、数は限られていますけれどもね。一方で年金基金の人というのは当然、先ほどのヘッジファンドじゃないですけど、いろいろ勉強されてやられるわけですから、あなたはアマでしょう、あなたはプロでしょうということで線引きするのは、やっぱり無理があるのかなというふうに思いますね。

ただ、投資家の自己判断に任せられる大前提として、健全な競争状態があることが前提でして、利益相反のいろいろな度合いで、ある投資家はこちらのほうがいい、ある投資家はこれでいいと、そういうチョイスがなければ自主判断ということもあり得ないので、そういう意味では、今回の点で信託銀行以外にもそういう話ができるというチョイスが広がれば、その競争の中で利益相反の問題も軽減されていくというふうに期待できると考えます。

あと、アメリカの例が先ほど幾つか紹介されていましたが、最低限というか、悪質な場合に、我々年金基金としても何らかの法的措置がとれるような根拠にできるような、そういう規程を、基本的なものを入れておく。その細かい内容は、もし本当にそういう問題になればそれこそ裁判のところで話されるのかもわからないですけども、少なくともその根拠になるような条項が入っているということぐらいは必要かも知れませんが、その辺は法律的にどう仕立てるかというのは、私、必ずしも知見はないのですけれども、そういう基本的なところに限るということでもいいのかなというふうに思います。

以上です。

【平井部会長】 ありがとうございました。

それでは、引き続きまして巻島専務理事から、不動産投資一任サービスのあり方につきましてご意見をお願いしたいと思います。

どうぞよろしく。

【巻島専務理事】 今、濱口委員のお話を伺いまして、私、もう何も話すことはないのかなというふうに感想を持ちました。ということではありますけれども、このような機会をせっかく頂戴いたしましたので、簡単にお話をさせていただきたいと思います。

お手元の、上に青いバーがついております資料をご覧ください。1枚あけていただきますと目次がありますが、この5点についてお話をさせていただきたいと思います。

もう1枚めくっていただきまして、2ページのファンド運営の流れでございます。この図は、投資物件についてあらかじめ、ここに運用方針と書いてありますけれども、投資の基準を決めておきまして、条件がかなった物件があれば、ファンドマネジャーの判断で機動的に買うと。機動的な意思決定というのが不動産投資には重要でございますので、そのようなブラインド・プール型の不動産私募ファンドを想定した話になっております。

ちょっとこの図とは離れますが、アメリカの不動産投資の教科書を見ていますと、ファンドマネジャーというか、アセットマネジャーに必要な能力は4つであると書かれております。1つは不動産の取得の能力。評価能力といいますか、それが1つであります。2つ目が、プロパティマネジメント会社の選定・監督する能力。それから3つ目が、ローンを借りるためということだと思うのですが、金融機関との関係のマネジメントの能力。4つ目が出資を募るためのパートナーとの関係のマネジメントの能力ということで、先ほど濱口委員から、金融系といいますか、証券系といいますか、そういう方からプレーヤーの参入が相次いでいるというお話がありましたけれども、どこの能力に強みを見出すかとい

うことで、もちろん銀行系、それから、証券会社といいますか、投資銀行系のプレーヤーの参入も非常にアメリカなどでは多いと。それから、ほかのファンド、プライベートエクイティとか、事業再生とか、いろいろなファンドをやっている人たちが不動産のファンドをやろうというので入ってくる例もあると。この辺は、出資者を集めるのに力を発揮しているという、そこに強みを見出しているということだと思います。

それに対して不動産会社系の、それを分けますと、ディベロッパー系の人が入ってきたり、ブローカーから入ってきたり、プロパティマネジメント系の会社が入ってきたりということで、そういう人たちは、不動産のレバレッジ前というか、裸の状態での利回りを上げる能力があるといいますか、そこに強みを見出して入ってくる。それから、取得のときの目ききといいますか、そういう能力で入ってくる。

問題は、先ほど濱口さんからもお話ありましたけれども、資本市場との連動というか、不動産市場が影響を受けるようになったことで、大きな不動産サイクルの、今、先ほど日本は外資から見るとまだまだ底にある状態に見えると、日本の新聞はバブルだと書いておるといような見方の違いの話もありましたけれども、そういう違いがあって、重要なのは、どこにというか、いろんな強みを持つプレーヤーが入ってくるような制度にすることではないかと。

どの出自というか、どこから入ってきたプレーヤーの運用利回りが高いかというような、そういう研究もありまして、不動産会社系のプレーヤーの数は、アメリカだけとってみますと確かに数は少ないのですが、不動産系のファンドの利回りのほうが一般的に高いという研究結果もあったりするということを、このファンド運営の流れのところでは申し上げたいというふうに思います。投資家を募集して、物件を選定取得して、資金を借入れ、その後はプロパティマネジメント会社を使って管理運営する。物件の売却といいますが、収穫をするということでもあります。それ以外に、ポートフォリオ全体のパフォーマンスを向上させるためのポートフォリオ・マネジメントもありますというのが、運営全体の流れでございます。

3ページ目以降は、この流れに沿ってどんな能力が求められるかということのスキル別にまとめたものでございます。一任を受ける能力というのは、ファンド運営の流れ全体の段階で必要とされるリスクだろうと。先ほどの不動産サイクルのどんな段階に今不動産市場があるのかというあたりもこの辺のところが必要とされる能力でしょうし、最近では海外物件の情報収集ネットワークが必要だと。ここに羅列しましたのは、私どもの会員社に

対するアンケート調査の結果でございます。ですので、もう海外物件をみんな視野に入れてやっているのだということがわかるというわけでございます。

次のページ、4ページをご覧ください。市場分析でございます。これもファンド運営のあらゆる局面に必要なスキルですけれども、ここでは、不動産市場特有の建築の法規とか、都市計画関連の法規とか、私も開発の現場から離れてもう5年ぐらいなるのですけれども、容積割増しの制度等が東京都では5年前とは随分違っていると、そういうようなことも市場に与える重要な要素といえますか、知識になります。

5ページをお開きください。ファンドの組成のスキルでございます。これは、ファンドの企画と、エクイティーと、別途の調達といえますか、それからポートフォリオの管理という局面で必要となるスキルだということで、ここにはアレンジャー業務全般についての知識と経験というふうに書いてございます。ストラクチャーの策定能力とか、ドキュメンテーションとか、それから、これは不動産特有のものだと思いますけれども分業体制、リーシングにしても、プロパティの管理にしても、非常に多くの専門業者がかかわってまいりますので、これをまとめる、この中では関係プレイヤーとの折衝能力という言葉で書かれていますけれども、この辺は結構重要なのではないかなというふうに思います。

次のページがデューデリジェンスでございます。物件の取得段階で必要とされるスキルでございます。デューデリジェンスというか、物件を見極める知識そのものと、それから、どうしてもこれはいろんな専門業者に、汚染にしても、構造にしても、それからテナントとの契約書についても全部見るわけでございますけれども、委託いたしますので、外部委託した専門業者から上がってきたレポートを読みこなす能力といえますか、そういうものが要求されるわけでありませう。

次のページ、7ページ目をご覧ください。情報開示とか説明の能力でございます。情報収集、対象物件の分析及びレポーティングに関するスキルということで、投資家の募集と、それから運用開始後の局面で必要とされる能力でございます。最後のところに長期的な資産配分や分散投資方針の構築、ポートフォリオ理論等に関する知識というのが書いてございますけれども、金融というか、資本市場の投資に対する理論の知識も必要となるところでございます。

次の8ページをご覧ください。資産の管理でございます。プロパティマネジメントとか、リーシング戦略の構築能力でございます。最近では、経年劣化を的確な修繕といえますか維持工事で防いでいくということから、経年優化管理みたいなことも、特にショッピングセン

ター等ではフードコートとかエンターテインメントの部分をリノベーションして魅力を増していくというようなことも含めて、この分野というか、この能力で要求されているところだと思います。

9 ページ、ポートフォリオの管理でございます。ポートフォリオの管理は、投資している不動産が基本的には別々のビークルに入っている、1 つ1 つ個別のビークルに入っているということで可能となっているものでございます。適切な資産の入れ替え能力ということだと思いますけれども、入れ替えるには、個々の不動産の品質とか性能に対する目利き能力、判断能力というのが基礎になると。もちろん先ほどの不動産サイクルのどこにあるのかということも必要かとは思いますが。

以上ここまでで、どんな能力が必要かというのを、アンケート調査をもとにご説明させていただきましたけれども、結論としては、不動産というのは資本集約的なビジネスで、1 個1 個投資金額が大きいわけですし、流動性が低いということで1 回投資をしたら簡単には売却できないということで、不動産そのものに関する判断能力といいますか、プロフェッショナルな経験とか能力がベースとして重要ではないかというのが、私の考えでございます。

では、次に10 ページに移りまして、行為規範、それから特に利益相反防止規定についてお話をさせていただきます。この辺については先ほど来、いろいろともう話が出ておりますので、11 ページをご覧くださいまして、これは、ここにおられる岩原先生が座長といたしますか委員長をしておられた「不動産の集団的投資スキーム等のあり方に関する調査検討委員会」の報告書から抜粋したものでございます。先ほど来出てきたいろいろな論点がもう既にこのときに指摘されていたということで、ちょっと下線部だけ読み上げさせていただきますが、「必ずしも忠実義務に反するとは言えない行為については、行為そのものを禁止するのではなく、被害が出た場合に追求できるよう」云々とありますが、「体制作りを充実させる方法等が、より重視されなければならない」と。

2 番目は、「情報開示手段を活用し～投資家が判断できる形で情報が開示され、或いは当局にもモニタリングされ～当局が採る監督ルールの実施も、極めて重要な手段であり効果的である」と。

3 番目のパラグラフでございますが、「投資家がプロである場合は～形式的な事前防止的ルール～よりは～事後的追求体制が整備されているかどうかといった点がより重視されたルールとなることが望ましい」ということで、先ほど来出ていることで不動産市場の特

性ということを考えますと、潜在的な利益相反の行為そのものを、可能性そのものを禁じるということではなくて、事後的な追求がきちんと行われる体制づくりをするということ、市場の自律性といいますか、発注者側の判断といいますか、クライアントの判断といいますか、そういうことができるような形で忠実義務を全うしていくというような仕組みづくりが求められるのかなというふうに思います。

では、12ページに移らせていただきます。GIPSの話ですが、先ほどもう既に詳しくご説明がありましたところですので、ここでは、13ページをご覧いただきまして、GIPS全体の構造の話で1点だけご説明させていただきますと、この第6節というのは不動産のパフォーマンスの計算のルールを決めているものなんですけれども、これは、第0節から第5節、その前の一般的な部分、それを補完するものであると。どういうふうに補完するかといいますと、下線部のところですが、「不動産投資の評価、ディスクロージャー、リターンの提示・報告については、優先適用される第6節の必須基準を満たさなければならない」ということで、それ以前の節と不動産の節で齟齬が来したというか、足りない部分があるというか、不動産についてもっといっぱい報告しなければいけないとか、要は不動産の節のほうを優先的に考えてくださいねということでございます。その下に、市場価値とか、鑑定的外部評価とか、インカム・リターン、キャピタル・リターン、両方を提示しなければいけないみたいなことが書いてありますけれども、説明は省略させていただきます。

では、14ページでございます。前回の不動産部会で主に年金の不動産運用ニーズに関連して一任サービス型の不動産投資顧問業の制度設計が必要であると。それから、金融商品取引法が施行されれば不動産と経済的な同一性を持つ信託受益権というものを扱う投資顧問業者が出てくることについてどう考えるか。実質的にそういう投資顧問会社ができるわけですので、その専門的な能力をどう担保するかというようなことが論点で出されたわけでございます。本日の論点もその延長線上でございますので、そのことに関して14ページにある3つのことをお話しさせていただきたいというふうに思います。

(1)の一任運用制度につきましては、15ページでございますけれども、4つほどお話しさせていただきますが、不動産の一任運用業者、先ほど来幾つかのスキルを分けて説明させていただきましたけれども、不動産特有のものがあるのは間違いないのだろうと。あるというわけですので、前回私どもの理事長の岩沙委員からも、投資家保護という観点から、例えば不動産投資顧問業登録制度を入れることで不動産運用に関する能力をわか

り求めていくことが必要であるという意見が出されました。私も当然そう思います。ただそのときに、岩沙委員のほうからも指摘があったと思いますけれども、先ほど来マーケットとか投資家が自律的にそういう能力を求めるとか、評価するとかということが優先されるべきだと思いますので、すべてを制度とか規制によって担保するというのではなくて、適切な範囲にとどめていただきたいということだと思います。

その適切な範囲というのがどの辺にあるのか。二重規制の回避というふうに言うわけですが、じゃあどう二重なのだと。金融商品取引法が想定している運用というのと、これから入れようとする不動産投資顧問業が想定している運用というのは、概念上、ダブるところもあるし、ダブらない不動産固有のところもあるわけですが、ダブリが多く規制すると、多分二重規制ということなのだろうなど。どう機能を分担して、市場の自律性といいますか、ひいては市場の発展を阻害しないという形にするのかということが課題であるというふうに思います。

それをこれから具体的に議論していく必要があるわけですが、1つポイントは、4つ目に書かせていただきましたけれども、不動産投資顧問業登録制度を導入することで、証券会社、銀行、生命保険会社等、先ほど市場が健全な競争状態にあることが前提なんだという話が濱口委員からありましたけれども、多様なプレーヤーが参画できる制度設計でないはずのだろうと、私も思います。不動産投資顧問業を入れ込むことによって、それを阻害しないような措置をお願いしたいというふうに思います。

ちょっと話の方向がずれますけれども、利益相反について2つほどお話しさせていただきたいと思います。金融商品取引法の投資運用業の利益相反行為に対する措置ですが、不動産の分野に画一的に適用されたり、拡大解釈して適用されると、心配していることが2つありまして、1つは利害関係人に対する規制でございます。米国のファンドでも、垂直統合と言っておりますけれども、AM業者とか、PM業者とか、リーシング業者とか、グループ内にワンセットでいろいろな不動産の投資周りの業者を抱えているグループが、あるその中のファンド部門が投資を受けるという構造がありますけれども、リートも先ほど濱口委員からありましたように利益相反の固まりのようなところもあるというようにお話しはそういうようなことを差しているのだろうと思いますけれども、市場のいろいろな機能とテナントに接近できる総合力を持った担い手に資金をゆだねたいという投資家もあるわけございまして、単に、ファンドの運用業者とか、PM業者とか、そういうものを利害関係人に該当するというだけで、画一的な分断といいますか、業務ができなくなる

ようなことがないようにお願いしたいということでございます。

2つ目は、先ほども出ておりましたファンド間売買の話でございます。自己取引の原則的禁止規定というのと同じ話だと思えますけれども、一定規模のポートフォリオに育つまで不動産の運用業者がみずから自分のファンドにストックして、それから開発型のファンドでも、開発後、リースアップといたしますか、テナントさんがきちんと入ってキャッシュフローが安定するまで、つまりそれは投資商品としてふさわしいものに育ったり安定するまで、製造過程といたしますか、そういう過程はみずから保有するというわけでありませけれども、ある意味それは投資家にとっても望ましい行為ですし、きちんとした商品になってから投資家に販売するというところでございますので、それをファンド間売買とか自己取引の原則的禁止規定ということでできなくなってしまうようなことがないようにお願い申し上げます。

ちょっと時間がなくなってまいりましたけれども、16ページをお開きください。

16ページですけれども、金融商品取引法で証券投資顧問業の投資一任業務が個別の投資家から運用をゆだねられる一任運用業と多数の投資家から組合などの形式を用いて運用をゆだねられるファンド運用業になったわけですけれども、このファンド運用業のほうに一定の人数以下——適格投資機関家が1名プラス49人ですけれども、人数以下の場合には金融商品取引法の業規制が原則としてかからない特例業務届出者、2つ目の・(ポツ)でございますが、金商法の63条の規定がございます。これから不動産投資顧問業登録制度というのがどういうふうに入っていくのか、このプロ投資家向けの規定というのが今の不動産投資顧問業にありませんので、是非メリハリある規定というのを不動産投資顧問業にも考えていただきたいということでございます。これが2つ目でございます。

最後に、17ページでございますが、これも先ほど濱口委員から実物不動産への投資の選択肢も必要だという指摘がございましたが、私も、本来的には実物不動産投資の分野における不動産投資顧問業のあり方というのにも議論されるべきであって、不動産の固有のルールを適切に反映した不動産投資顧問業のあるべき姿みたいなのがあれば、それを今度は逆に、金融商品取引法に反映するというのはちょっとあれですけれども、金商法の中で不動産投資顧問業を位置づけるときにきつと、実物まで見通した不動産投資顧問業を考えたときには、もう一度再整理することが必要になるというか、再整理すべきだろうなというふうに思います。

あわせて、ここの2つ目の・(ポツ)のところの不動産特定共同事業法の見直しについて

も、現在、実物不動産の集団投資スキームというのはこの事業法がネックになって、TMKを除いてはなかなか、倒産隔離スキームができない、投資商品に仕立てづらいというわけであります。この部会の第一次答申のところから2つ抜き出しておきましたが、是非とも倒産隔離性を確保した、不動産に投資しやすい仕組みの改善というものを最後にお願ひしたいと思います。

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。

それではこれから、ご質問、ご意見等も含めて議論に入りたいと思います。ただ、残り時間が、予定された閉会時間までにやや少なくなってまいりましたので、大変申しわけございませんが、ご発言等はできるだけ簡潔にお願いをしたいと思います。ご質問、ご意見、どちらでも結構でございますので、ご自由にご発言ください。

どうぞ、石澤委員。

【石澤委員】 不動産投資顧問業の話ですが、もう少し幅広く、不動産に関するいろいろな情報提供とかアドバイスをする者と考えますと、今日のお話では国内の一般の法人の需要（ニーズ）を対象に踏まえたものだろうと思いますが、投資家のニーズといいましてもかなり状況によって変わってくる場合がございます、特に最近では外国人の投資がかなり増えてきております。リートの場合ですと、昨年の春頃から外国人が買い越しになり、今年になりましてからいきなり買い越し額が増えたという状況でございます。

そういった点では、投資家のニーズといいますものもそのときに状況によりましてかなり違うということ踏まえていく必要があると思います。外国人の方々の不動産に対する考え方は、国内の一般の投資家とはかなり内容が違っております。投資の期間、あるいはリターンに対する要求水準なども違いますし、それから、国際的な比較の中で投資判断をされますから、それらについての情報提供が必要になってまいります。

それから、仮にこういった不動産投資顧問業、あるいは不動産に対するアドバイスの話があれば、是非とも、個人投資家の方が使える内容にしていきたいと思うわけです。やはり個人の投資家のほうが情報は不足している状況でございます。例えば、市場等にその判断、評価は任せるといふご意見がありましたけれども、今申し上げましたとおり市場の評価といいますのは一様ではありませんので、それを個人の投資家等に伝えていく際には、どのような基準でそれを評価するかが問題となります。これはおそらく、法人の投資家のニーズとはまた違った観点で評価をし直して、それを伝えていく努力が必要になって

くるのではないかと思います。そういった評価の応用可能性につきましてもぜひご検討いただきたいということ、これが第1点目でございます。

それから、第2点目であります。いろいろな基本的な仕掛けを含みまして基本的なスキルが必要だという話がありましたけれども、先ほど来お話に出ておりますとおり、市場は生ものでございますので、これも状況が随分と変わってまいります。私どものほうでもここ数カ月間、海外不動産に対する情報のニーズが急に増えました。ただ、この海外不動産に対します情報のニーズも、基礎的な資料とは少し違うものです。要するにいろいろな国のデータを日本と比較をしてみようというニーズが多いのですが、例えば、アメリカのデータでしたらNCREIFでありますとか、ヨーロッパであればIPDでありますとか、いろいろなインデックスはあることはあるのですが、それぞれ基準が違うデータですので、横並びでは比較できないというところがございます。そうなりますと、単に情報に対するアクセス能力だけではなく、それを加工してベンチマークとして仕立て上げる能力も必要になってまいります。すなわち、不動産のアドバイザーに求められますスキルも、情報にアクセスする能力というよりは、アレンジする能力ということになろうかと思えます。あえて言うならば、先ほど総合力という話があったけれども、むしろこういったもののほうが重要になってくる可能性はあると思います。

それから、不謹慎な言い方かもしれませんが、最近、特に国内の投資家に対して不動産投資に関する規制が厳しくなっている。そういうことになると、政策面での動向など投資の本来の姿とは離れたところに対してアドバイスを求められるようなところもございます。そういった面で、単に専門家の育成、あるいは投資顧問業といいますが、例えば制度面でありますとか、あるいは行政サイドの動向でありますとか、そういったものも含めての総合力であるという点で、おそらくこれは、不動産、あるいは投資という範疇を超えた部分もあるのではないかとこの点でございます。これが2点目でございます。

それから、第3番目でございますけれども、これは私自身もどう考えたらいいかかわからないところがあるわけなのですが、最近、リートの資産運用会社に対します行政処分等の影響で、外部の専門家に委託した調査結果を資産運用会社でさらに精査する必要性が増えているようでございます。あえて言うならばリートはアウトソースの典型例ということになるかと思うのですが、逆にアウトソースが通用しなくなってまいりまして、仮にそうであるならば、リート等が判断しております内容を、いろいろな細かな分野に対して、その判断基準等について開示を求める。これでかなりの部分をカバーすることができるよ

うに思います。すなわち、今あります情報開示のルールをさらに厳格化し、また開示内容というものを昇華していく形によりまして、投資家に対するアドバイザーに代わるものとしてかなりの部分対応できる場所もあると考えている次第でございます。

以上、3点でございます。

【平井部会長】 ありがとうございました。

ほかにご意見ございましたら。

どうぞ、櫻川委員。

【櫻川委員】 2点ほどですけれども、一任サービスというと何か非常に仰々しくて、よく正体がわからないのですけれども、要するにこれはお任せ商品ですね。大体、お任せでうまくいくための条件として、ここではこういったお任せサービスを提供する側に対していろんな義務であるとかいうことを中心に議論されていますけれども、お任せ商品が実際うまくいくためには、任せる側の態度というのが非常に重要じゃないかと思います。

実際にいわゆる国内における投資信託、最近になって非常に調子がよくなってきたわけですけれども、もともとはバブルのときに投資信託、証券会社が大々的にやって、ものすごい失敗をしたわけですね。いろいろスキャンダルが出たりとか、利益の付け替えがあったりとか。何でああいうことがあったかという、あのときに法律が不備であったわけではなくて、実を言うと法律自体はちゃんと読んでみるときっちりしたことが書いてあるのに、それが適切に運用されなかった。その背景の一つとしては、やはり商品を買っている一般の投資家自身が株式市場に対する知識をあまりにも持っていなかったということが非常に大きかったと思います。ですから、最近になってうまくいっているのは、その辺のことをものすごく、いわゆる株式投資の勉強というものをすごく皆さんするようになって、いい加減な投資信託を販売して手数料だけで非常に儲けようとするとか、そういうことに対して非常にディフェンスを張れるようになって、投資家自身も、もう騙されないぞというようなことが一つの規律づけとして非常にきいているんだと思うんですね。普通の投資信託に関しても、ここまで学ぶのに我々は15年以上の時間がかかっているということで、そう簡単にできているわけではないんですね。

不動産投資に関して同じようなことがい具合にいくかという、やはり商品に対する知識というものが実際に任せる側にもやはりある程度ないと、なかなかうまくいかないのではないかなと思います。特に不動産の場合には、我が国は資産の時価会計というのが非常に遅れていますから、その意味で土地の評価であるとかということの情報は、株式市場

の情報に比べて非常に少ない。その中で情報開示を必要だということを議論していますけれども、実際物理的にどの程度可能かというのは、まだまだ時間がかかるでしょうし、その意味で事を急ぐというのはあまりよくないのではないかなと。

例えば年金基金が、僕は長期的にはこういうマーケットに参加するのは非常にいいことだと思うのですが、短期的に見たときに、まず手張りで実際不動産投資というものをやってみて、そこでいろいろ経験を踏まえたり、それから知識を得たり、そうした中である程度不動産に対して自分でも目ききができるというような段階になってこういう商品にも参入していくというような形をとったほうが、手堅いのではないかなというのは一つ思います。

もう1つは、先ほどお話が出ましたけれども、例えば、いわゆる不動産価格が今どういう局面にあるかといったときに、外資なんかは割安だと思って買いに来ているという話が二、三見られましたけれども、そういう話があるのは実際データでも裏づけられていますし、それはわかるんですけども、そういう話が国の大事の政策に影響を与えるようになるというのは、非常にまずいのではないかなと。割安だから外資が買いに来る前に国内の資本に買わせるべきだから、要するに規制を緩和するとか、市場を開放するとかというのはおかしな話で、本来、市場を長期的に、長い時間をかけて整備していくことが大事なわけですから、そういうことになると商品に対する情報をなるべくたくさん持っている人が買ってくれたほうがとりあえずいいわけですから、そうすると、国内の資本が入ってこないときに外資が買いに来るとするのは、実は彼らは非常によく調べていて情報を持っているということですから、必ずしも外資をそんなに排除するというようなこともやるべきじゃありませんし、そういうことも含めて、マーケットを育てていくためにどういった法的な整備をするかといったときに、割安であるとか、割高であるとか、そういうあまり根拠のないような理由でもって政策が動かされないことになるように期待したいと思います。よろしくお願いします。

以上です。

【平井部会長】 ありがとうございました。

【土田委員】 今の櫻川委員のお話にありますように、私も、お任せサービスということで見ますと、現在投資信託が非常に好評だということはよくわかっていますが、私たち一般的な利用者としまして、購入者として、それが本当にうまくいっているのかということ、私はちょっと疑問に思っております。

といいますのは、投資信託そのものが購入者のチェックの目がどのくらい入っているのかといいますと、私は、そこは非常に疑問であります。本当にうまく運用されているかどうか、それが現状の投資信託のところでは、今、消費者側のほうで少しずつ冷めた目を持ってきて、その辺を疑問視する声も出ております。

これを拡大に解釈しますと、年金基金の運用の方々がお任せサービスに対してどの程度見る目を持っていて、どの程度チェックができる目を持っているかということが、一つすごく大事になってくると思います。それができて、一任勘定ということができないのではな
いか。私もその辺は非常に危惧を持っております。

以上です。

【平井部会長】 どうもありがとうございました。

濱口委員、どうぞ。

【濱口委員】 今のお二人のご意見ですけれども、まず、日本の年金の実態といいますか、お任せと言うとすごく悪いようすけれども、そういう意味ではずっと年金というのはお任せサービスで、それこそ規制で10年前までは生命保険会社と信託銀行に5割ずつお任せしなさいと。それ以外に任せてはだめですというのが、規制だったのです。その後、お任せの範囲がその2業界に限られるのは問題だということで、それこそ外資の投資顧問会社が、それこそアメリカ政府のプレッシャーもかけて開いて、それ以外にいわゆる投資顧問業者にもあえて言うとお任せの枠が広がって、そこで健全なお任せサービスの競争状態ができて、それで今うまくいっていると。

そういうことでは他の資産も全部お任せなんです。皆さんの国の資産も全部お任せです。年金が株をやっているとか、債券をやっているというのはごく一部の例を除いてしかなくて、世界的にもそういう例が多い。あえて細かい話をしますと、アメリカの大手の年金なんかはかなり自家運用というのをやっていますけれども、基本はお任せ、我々の言葉で言うとお任せ運用なわけで、適切な一任運用業者を選ぶというのがまさに年金基金の基本的な責任であり、仕事になっていると。これはある意味で当然でして、株にしても、債券にしても、不動産にしても、年金基金がすべての市場の状態をある1つの組織の中で把握して適切な運用ができるというのはあり得ないですし、極めて非効率なわけですから、まさにアウトソーシング、あえて言うとお任せ運用を大いに活用するというのが一つの前提になっているということですね。

お任せ運用が悪いというのであれば、ほかの株、債券にしても、全部やめる必要がある。

不動産の特殊性というのがありますけれども、だからこそ、いわゆるプロであり、経験があり、エキスパートイズムある人にお任せしていくのが必要で、今はそれがあえて言うと信託銀行にしかできないので、その枠を広げてほかの資産クラスターと同じような競争状態をつくっていくことが必要かなというのが我々の議論ですね。

それと、先ほどの割高・割安ということですが、もちろん割安だから日本の投資家をとというのはあり得ないわけで、逆に割安・割高の判断も加えた上で日本の投資家、ここで言うと年金基金がより幅を持ってそういう投資を追求できる、そういう枠を広げましょうということ、少なくとも同じ土俵に立って、逆に言うと変に日本の投資家が規制されて動きが鈍るようなことはないようにしようということです。もちろん国土交通省が日本の投資家をあおって買わせるとか、そんなことはあり得ないと思います。

【平井部会長】 ありがとうございます。おそらくお二人のご議論だろうと思いますが、ほかに。

田村委員、どうぞ。

【田村委員】 簡単に。

いろいろあるのですが、手短に申しますと、現行の不動産投資顧問業規程というのがございまして、これがあまり活用されていないと。これを再活用するという上でどうしても避けて通れないのが、今のままの任意でいいのか、法制化するのかということで、ここで話している議論が変わる可能性があるのではないかとということが第1点。

第2点目に、これは任意でも強制でもよろしいのですが、先ほど来出ているように専門性というのがますます複雑多岐にわたって深さを求められている時代で、論点1にもあるとおり、すべてのことを制度的に担保することはそもそも難しいということがあるんですが、不動産の場合にはまだ、金融会社と比べると、どうしても内部統制、内部監査という視点が抜けておまして、まさにここの部門ではこういうことをやっているけれども別の部門は全く違うことを言っているということもたくさんあって、それを統一的にある程度強い内部統制をしないと投資家からの信頼を失う可能性があるということで、不動産投資顧問登録規程、任意でやるにしても、やはりそういった観点からの見直しが必要じゃないかということです。

それから3点目は、巻島専務理事からお話がありましたように、やはり現物についても制度的な隘路か何かを考えたほうがいいのではないかとということで、簡単な事例を申しますと、ご説明にあったように運用業も単純な一任業とファンド間運用ということで、従

前、SPCが匿名組合、投資家から金銭の収集を受けて信託条件に投資をするという制度があつてずっと来ていたわけですが、今般、金融商品取引法が始まると、そのSPC自身が投資運用業者になる。投資運用業者になるとSPC自身が投資運用業の登録をすることはできませんので、特例を設けていただいて、適格機関投資家1名プラス49人ですか。これはまだ政令ができていないので何とも言えないのしょうけど。そうすると、匿名組合の中に適格機関投資家1名がいれば、特例業務が使える。逆に言うと適格機関投資家が1名もいなければその仕組みそのものが使えなくなったということで、制度がすごく投資をシュリンクさせると言ってもいいような制度設計になっておりまして、おそらくそれは適格機関投資家がいるということによって投資者の保護がより図られるということでしょうけれども、適格機関投資家がない匿名組合投資家というのはたくさんいて、そういう人たちが不動産を投資対象として投資をするといったときに、もう金融商品取引法のもとではできないということになると、現物でできる方法がないかということが当然出てくるわけでしょうから、今の共同事業法でいいのかという、そういった問題もちょっと議論をしていただきたいというふうに思います。

以上です。

【平井部会長】 ありがとうございました。

【渋谷委員】 1点だけ、お願いといたしますか、申し上げたいのですが、今、年金の不動産投資のお話が出ておるんですが、年金の不動産投資について私ども信託でもいろいろと取り扱いをさせていただいているんですが、1つ不動産投資が広がらない理由として、ファンド商品の場合に、匿名組合出資者が9名以下でないと源泉課税をされて、非課税の年金にとっては還付の機会がないということで取り組めない。また、逆に9名以内の商品の場合というのは、どうしても1口当たりの金額がかなり大きくなってしまふわけですね。そういう意味で中小規模の基金が取り組めないというようなお話もかなり出ております。たまたま先だつての(社)不動産証券化協会の「年金フォーラム」でもある基金の方からそういうようなお話が出ておりましたけれども、現在信託協会でも来年度税制改正法で取り上げているところですが、是非この問題についてはご検討をお願いしたいということでございます。

【平井部会長】 ありがとうございました。

井出委員。

【井出委員】 事務局でご用意いただいた論点2、論点3の資格に関するところですが、

やはり濱口委員のご指摘にもありましたように、最低限の資質・能力を担保するということは不可能だと私も思っておりまして、不動産投資の仕組みが非常に流動的な状態で最低限ということは何も担保するのではなく、むしろアメリカ型のように情報公開を促す、把握するという意味で積極的に活用する以外に方法はないのではないかというふうに思っております。

ご説明のありました米国の例を見ますと、インカムゲインからキャピタルゲインまで非常に詳細な情報が公衆の方にわかるように公開されていて、これが年金だけでなく一般投資家の方にも非常にうまく伝わっているような気がします。資格の役割というのは、人材を育てるという意味も非常にあると感じております。ただ、私、教えておりまして、特に若い人の不動産に関する関心が極めて低く、どのように声をかけても不動産のほうに向いてくれないという状況で、一般の投資家が果たして関心を持ってくれるかと非常に危惧を抱いております。こういった詳細な情報が出ることによって、具体的にどういうことがわかるのか、何をすればいいのかということの関心を促すきっかけにもなりますので、法律に書いてあるよくわからない最低限の資質というよりも、具体的にこれは幾らでこう違うのだということがわかったほうが、一般的投資家、あるいは将来の人材を含めて、市場の厚みを厚くするというところに非常に貢献するのではないかと思っております。

それともう1点、責任のあり方に関してですが、事務局の資料の冒頭のところにありましたが、不動産投資顧問業のところ、原則として責任を負う、責任が免除される場合があるということです。アウトソーシングに最も関係ありますが、責任が免除されることがはっきり証明できない場合には、責任が残ってしまう。その責任の所在の残し方が非常に明確であって、そういった仕組みを、日本の場合も非常に参考になると思います。日本は建設業、不動産業、ともにアウトソーシングの固まりみたいなところがありますので、どうやって責任の所在を押さえていくのかということ、誰をどこで押さえるという形ではなく、こういう押さえ方のやり方もあるということが非常に参考になりました。

論点メモの後ろのほうの2の行為規制のところの論点2、論点3に関しましては、ぜひやっていただきたいと思っておりますので、よろしく願いいたします。

【平井部会長】 ありがとうございました。

予定された閉会の時間が近づいておりますが、いかがでございましょうか。今の井出委員のご発言を最後にしてよろしゅうございましょうか。

【櫻川委員】 それでは。

【平井部会長】 ごく簡単をお願いいたします。

【櫻川委員】 濱口委員にお答えしなきゃいけないと思いますので。

ちょっと誤解があったのではないかと思うのですが、年金がお任せでやるのはよくないと言っているのではなくて、それ自身は基本的にいいと思うんですけども、土地というマーケットに関してはやはり気をつけた方がいいのではないかということ私を申し上げたかったのです。土地市場というのは、先ほどからお話がいろいろ出ていますように、マーケットの整備が非常に遅れている最大の原因は、土地というのは、商品自体の取引が少ないということが大きい。取引が少ないわけですから、値段がついているのか、ついていないのかわからない。売れた土地の値段はわかるけれども、隣の土地は30年間売買がないから、ほんとうの値段はわからない。そういった、いわゆるマーケットが整備されてなくて価格の信頼性が低いようなマーケットに対して株式市場であるとか債券市場と同じようなことを進めていいのかというときに、やはりちょっと慎重になったほうがいいのではないかということ私を申し上げた。

【濱口委員】 いや、だから、年金は不動産でさんざん痛めつけられているのです。その不透明さはわかっていて、過去いろいろと苦い経験もしたわけです。では、年金が手張りでも個別の物件を買いにいったほうがいいかと。これはあり得ないですね。それだけのノウハウとかキャパ、リソースがあるわけがないので。だから、一任の範囲、プロの選択肢を増やしましょうという話なのです。では、もとへ戻って、結局、信託銀行だけやってなさいということなんですか。もしくは不動産はやめなさいということなんですか。まだ年金が不動産に投資するのは早いという、そういう議論でしょうか。

【土田委員】 先ほど私も何か誤解を与えたようではございますけれども、私が申し上げたいのは、確かに、ご用意していただいた2ページのアンケートから見て、不動産に対して非常に皆さん、臆病といいますか、それから積極性がないというような印象があるのですが、年金の運用者は、情報開示だけで果たして理解できているのかと思います。不動産運用するときにそれなりのバックグラウンドの情報を必ず取捨選択する能力をお持ちになっていただきたいということが私の真意です。

以上です。

【平井部会長】 ありがとうございました。

それでは、いろいろご議論は尽きないようですが、閉会時間を守りたいと思いますので、これで打ち切らせていただきます。

いろいろご発言なされたい内容で、ご不満がおりかと思えますけれども、後から事務局から説明がありますように、12月に部会がありますので、それまでにご意見をどうぞ事務局のほうにお寄せいただければと思います。

それから、前回部会でお知らせしましたとおり、今回は不動産投資顧問業制度の充実という問題につきまして、第二次中間整理をご議論いただく予定となっております。ですから、これは事務局のつくった論点メモですから、これにとられる必要はないと言えばそうですが、この論点メモを批判するなり、あるいはそれを支持するなり、何かそういう形で少しご意見をお寄せいただきますと、中間整理、これ自体も不必要というご意見ももちろん十分にあり得ると思えますけれども、次回の中間整理には有益ではないかというふうに思います。そういうご意見を出していただくことを期待いたしまして、事務局において次回の準備を進めていただくということになるかと思えます。

それでは、何か連絡事項がございましたら。

【松脇不動産課長】 本日、私の最初の説明がちょっと時間オーバーしまして、大変申しわけございませんでした。今部会長がご指示いただきましたように、事務局として第二次中間整理をまとめてまいりたいと思えますので、本日言い足りなかつたご意見等ありましたら、事務局のほうまでお寄せいただけたらと思えます。

1点言いますと、今日お話がありましたように、個人投資家の方とか、あるいは実物についてとか、大きな論点がありますが、背景としまして金融商品取引法の施行が来年夏に迫っておりますので、その中で年金という大事な資金の活用策ということでこの不動産投資顧問業というのを取り上げておりますので、中間整理はそういうことで12月にまとめたいというふうに思っております。ぜひご理解いただきまして、その点についてのご意見と、それから、今日もありましたように、もう少し広い視点から見た場合にこういう点も議論していただきたいということも、ぜひご遠慮なくどしどしお寄せいただけたらと思えます。

次回の第11回部会は、12月15日（金）の13時から15時までこの会議室で開催いたしますので、ご出席のほうよろしく願いいたします。

それでは、事務局からのご連絡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10回不動産部会を閉会といたします。

どうも本日はありがとうございました。

閉 会