

社会資本整備審議会産業分科会 第11回不動産部会

平成18年12月15日(金)

【松脇課長】 それでは、まだご到着になっていない先生もいらっしゃいますけれども、定刻の13時を過ぎましたので、ただいまから社会資本整備審議会産業分科会第11回不動産部会を開催いたします。本日の会議には、前回と同じように、マスコミの取材がございます。ご了承のほど、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お集まりいただきまして、誠にありがとうございます。事務局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。本日は事前に、岩沙委員、福士委員、及び岩原委員から、所用のため欠席とのご連絡をいただいております。まだお見えになっていない委員もいらっしゃいますけれども、現時点で、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ございますので、定足数に達しております。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。

第9回、10月23日の部会でお諮りいたしましたとおり、本年8月にまとめられました第一次答申の残された課題のうち、不動産投資の一任サービスのあり方につきましては先行してご審議いただき、年内に中間整理をいただくこととしておりました。本日は10月23日と11月20日の2回にわたる部会でのご審議を踏まえまして、事務局で中間整理の案を作成いたしましたので、委員の皆様にご審議いただき、第二次の中間整理としてお取りまとめいただけ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。

渋谷委員からご欠席のご連絡がございました。

それでは、本日の審議資料につきまして、確認させていただきたいと思います。まずお手元の、「不動産投資一任サービスのあり方について」第二次中間整理(案)という、厚い中間整理の本文でございます。

少し薄い「社会資本整備審議会産業分科会不動産部会第二次中間整理(案)『不動産投資一任サービスのあり方』の概要」という概要ペーパー。

横長の「第二次中間整理(案)」の参考資料。

それに加えまして本日、欠席のご連絡をいただきました岩沙委員からの意見、福士委員からの意見、それから、本日、櫻川委員から、グラフでございますけれども、業種別貸出

残高という資料のご提出がございます。

お手元に資料、おそろいでしょうか。何か欠落がございましたら、ご連絡ください。よろしゅうございませうか。

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、平井部会長にお願い申し上げたいと存じます。それでは、部会長、よろしくお願ひいたします。

【平井部会長】 平井でございます。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。どうぞよろしくお願ひいたします。

先ほど、事務局から説明がありましたけれども、本日は、第二次中間整理としまして、不動産投資の一任サービスのあり方を取りまとめることとなります。過去2回の審議を踏まえた中間整理（案）につきまして、まず、事務局から説明をいただきまして、その後、各委員からのご意見などを踏まえまして、中間整理を取りまとめたいと思っております。よろしくお願ひをいたします。

それでは、まず事務局からご説明をお願ひいたします。

【松脇課長】 それでは、お手元の「第二次中間整理（案）」という厚い資料でご説明させていただきます。事前に一応お送りいたしておりますので、読み上げはいたしませんで、ほんとうのポイントの箇所は読み上げをさせていただきたいと思ひます。

まず、お開きいただきまして「目次」、そして、1の「はじめに」でございます。「はじめに」は、この不動産部会の設置の経緯、これまでの、昨年の中間整理と、8月7日の第一次答申の中身を要約してございます。

「さらに」の段落でございますけれども、8月の第一次答申の中で、今後検討を深める必要のある課題として4つ挙げられておりましたが、そのうちの1つの「一任サービス」型の不動産投資顧問業の制度設計につきましては、金融商品取引法の施行が来年夏ごろにも予定されているということで、その中の、投資運用業の具体的制度設計にも密接にかかわることから、この課題について他の課題に先行してご議論いただいた経緯をまとめてございます。

続きまして、2ページにまいりまして、ここから本題でございますけれども、2番、「投資一任サービス制度の必要性」ということで、(1)不動産投資市場の健全な発展の観点から見た投資一任サービスの必要性。この①、②のところは、本検討の基本的な立脚点のところ、重要でございますので、読み上げさせていただきます。

①不動産投資市場における長期安定的な資金の意義。不動産投資市場の健全な発展は、

投資資金による良質な不動産の維持・形成を通じて、我が国の魅力ある都市整備・地域整備、住生活の向上につながるものである。

不動産は、長期にわたる維持・管理が必要な財であることから、その質の維持・向上のためには、長期安定的な資金が欠かせない。なぜなら、不動産投資市場が、投資期間の短い資金や投機的な資金のみで占められることは、結果的に不動産の維持・管理が不十分になったり、不動産価格が不安定となったりするなど、不動産市場の健全な発展を阻害するおそれがあるからである。したがって、不動産投資市場が長期安定的に発展していくためには、投資期間が長い安定的な資金（いわゆる「足の長い資金」）が市場に円滑に供給されることが重要である。

②長期安定的な資金の供給主体の代表としての年金。このような足の長い資金を供給できる投資家の代表として、年金が存在する。年金資金は、我が国の少子高齢化が進展する中で、豊かな国民生活を実現するためにも、その資金を的確に運用し、年金受給者に対する受託者責任を全うすることが求められているところである。このような年金にとっては、分散投資の観点から株・債券と異なる資産クラスとして、また安定したキャッシュフローの源泉として、不動産投資が今後重要となってくると考えられる。

このため、不動産投資市場と年金等の投資期間の長い資金を結びつける不動産投資一任サービスを整備することは、良質な不動産の維持・形成による我が国の都市整備・地域整備の進展をもたらすだけでなく、不動産の価値の向上の結果として年金等に対してより安定的な配当が実現されるなど、広く国民全般に利益が還元される資金循環システムを確立することとなるものである。

ということで、長期安定的な資金が不動産投資市場の健全な発展のためには必要である。そういう資金には幾つかの資金があるとは考えられますが、その代表として年金が考えられると。年金の側にも、分散投資、あるいは安定したキャッシュフローの源泉としての不動産投資の重要性が高まっているということで、今回、年金にスポットを当てて不動産投資一任サービスの検討をいたしました、ということをお述べております。

3ページにまいりまして、年金基金における不動産投資の現状。①年金基金の不動産投資割合。ここでは、我が国の不動産投資の割合は0.8%という数字を示しております、一方、海外におきましては5%程度の割合を占めて、「資産クラスの一つとして位置付けられている」という指摘をしております。

②年金基金の不動産関連投資の制度的枠組み。この年金基金の資産運用は、厚生年金保

陰法により規定されているということで、外部に運用する場合には、その運用機関が、自ら運用を行う場合には、運用対象資産が限定されている。

自家運用の対象としては、不動産投資法人、リート法人の投資証券とか、あるいは不動産投資信託の受益証券、特定目的信託の受益証券に限られていると。

一方、外部運用の場合には、一任先が、信託会社等、生命保険会社等、認可投資顧問業者等に限定されているということで、したがって、現行制度のもとでは、年金基金が幅広く不動産投資を一任できるのは、信託銀行に限定される結果となっている。

4 ページにまいりました。

しかしながら、来年夏ごろに施行が予定されている金商法（金融商品取引法）におきましては、信託受益権が「みなし有価証券」と位置付けられたことから、信託受益権は、金融商品取引業者ということに移行します、現在で言うと認可投資顧問業者の運用対象資産となるということで、この投資顧問業者が信託会社と同様に幅広い不動産投資商品を取り扱うことが可能となるということで、今後は、投資運用業に多様な主体が参入することによって、市場競争を通じたサービスの向上が期待される。

③年金基金の運用体制・資産規模の実態。まず、運用体制につきまして、全国の企業年金の実態としまして、役職員が一、二名の年金基金が全体の約9割を占めていると。このような体制を踏まえまして、外部運用が99.9%と大きなウエートを占めていると。他方、資産規模につきましては、1,000億円未満の年金基金が94.8%ということで、小規模の年金基金にとっては、単独での実物不動産投資は難しい。

(3) としまして、年金基金が不動産投資を行うに際しての投資一任サービスに対するニーズ。ここでは、社団法人不動産証券化協会のアンケートによりまして、不動産投資を行うために何が必要であるかという問いに対して、受託者責任の明確化等を挙げている回答が多く、いわば、責任を持って不動産運用を行う専門会社に一任できる仕組みを求めているということが伺えると。

また、同じアンケートからでは、ベンチマークとなるインデックスとか、個別の投資情報を挙げていることもありまして、情報の環境整備も求めていることもわかると。

さらに、今度は企業年金連合会の調査によりますと、なぜオルタナティブ投資として不動産を行っていないのかという理由を見ますと、伝統的資産のみで十分とか、リスクが高いということで、不動産投資の警戒感がいまだ払拭し切れていないということがあらわれている一方で、商品知識が少ないとか、自身の管理体制が整っていないという回答に見ら

れるように、不動産投資一任サービスを求めるニーズの高さも伺えるところでもあります。

「なお」ということで、現在、我が国の年金基金は約80兆円の規模を有しておりますが、これが、先ほど申し上げましたような、海外並みの資産運用は5%ということですので、そうしますと4兆円規模ということになるわけですが、もし4兆円という額で市場の拡大が急激に起こるならば、不動産投資市場全体にも悪影響を及ぼすことも懸念されることでもあります。

しかしながら、年金基金は、一つには受給者への厳格な受託者責任を有するということ、また、過去の経験から、不動産投資への警戒感もいまだ払拭し切れていないという状況にあるということでもあります。

したがって、政策のあり方としては、市場を性急に拡大するというよりも、そうではなくて、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、市場の枠組みを整えるという視点や、年金基金に対して、時間をかけて、商品の知識の浸透を図るという視点が重要である。

6ページにまいりまして、その際、不動産投資について、プロではなくて、その判断について確実性を高めるため不動産投資のプロに任せたいというニーズを持っている年金基金と不動産投資市場をつなぐ、不動産投資一任サービスの整備は、解決方法の一つである。

以上が2番目の段落でございました。

3番目の大きな柱に入りまして、不動産投資一任サービスのあり方。(1) 事業者に投資家が求める能力ということで、事業者に対して求められる能力として、主として、①では、不動産市場の分析とか、投資戦略の企画とか、物件情報の収集、②としまして、不動産についてのデューデリジェンス、価格査定等の能力、③として、不動産の適正管理とかテナントリースということで、①の投資準備段階、②の投資段階、③の保有段階、それぞれの能力があるわけですがけれども、上記①から③の各段階を通じまして、不動産そのものについての知識、情報収集能力、分析能力が重要であることは当然であると。不動産は他の投資対象資産とは異なって、所有するだけでは収益は得られず、資産価値の維持・向上のための日常的な管理とか、あるいは不動産には物的性状や権利関係に瑕疵が入り込みやすく、また、治癒することが困難な場合も多いということから、瑕疵が価値を大きく左右するからであると。

「一方」ということで、このような、従来からある実物不動産についての能力に加えまして、資金調達などの金融に関する能力とか、あるいは個々の不動産を用いて営まれる、

例えばホテルとか、商業施設とか、倉庫とか、そういう事業運営に関する能力、事業運営の中身を判断する能力の必要性が高まってきているということでもあります。

「例えば」ということで、金融機関との交渉能力とか、あるいは投資家等に対する採算性の説明能力、あるいは商業施設、ホテル、倉庫などのような事業性の高い不動産についての、事業の収益性を判断する能力が重視されるようになってきていると。

(2)といたしまして、利益相反行為に対する考え方ということで、「市場活動は可能な限り、市場の自律性に委ねることが基本である」という、この不動産部会が昨年始まって以来の基本的な考え方をここで述べまして、したがって、この不動産投資一任サービスにおける利益相反行為を論ずるに当たっても、市場の中での解決が基本であるということで、「例えば、現在、既に、オリジネーターが自らエクイティを取得して、仮に投資家が損をする場合には自らも損をするという仕組み」をつくることによって、投資家の信頼を得るといふ、いわゆるセイムボート出資と呼ばれている工夫が、現実にも市場の中でも行われています。

しかし、事業者と投資家との間の情報に非対称性が存在している現下では、事業者の行為規範として、一定の利益相反行為を禁止することは必要である。また、このような行為規範を行政が何らかの形で明示しておくことは、当事者間の紛争解決においても、例えば投資家側の主張の根拠となるなど意義があると考えられる。

そこで、具体的にどのような利益相反の禁止規定が必要か、証券投資の一任サービスの場合と比較しながら検討するというところで、1ページおめくりいただきまして、9ページにまいりまして、その場合に、一つは、不動産につきましては、単に不動産の売買のみならず、当該不動産に係る管理とか賃貸を含めた不動産運用の全般が行われるということで、したがって、有価証券の場合の一任業務にはない行為規範が求められる。具体的には、自己等が不当に安い賃金で賃借をする場合とか、あるいは管理をするに当たって、必要以上の管理の手数料を徴収する場合など、こういう形で顧客の利益よりも自己又は利害関係人の利益を優先する行為の禁止が考えられる。

「一方で」ということで、不動産は同一物がない、個別性が強い財であるということで、逆に、同一物が多数存在し、一般的に言ってということですが、代替性のある財である有価証券に適用されるルールが直接妥当するかどうかについては検討を要する場合があるということで、例えば、不動産の場合には、ある一任業者が開発型ファンドを片方で持っておりまして、そこで建設し、バリューアップを行った物件につきまして、今度は、

バリューアップがなされたということで、顧客の投資目的に適うということで、別のコア型ファンドに組み入れるというビジネスモデルが普及しているのではないかと。

この不動産取引は、一般に投資家の視点からは利益相反のおそれが強いものとされるファンド間取引というものではありませんが、そもそもコア型ファンドに最適な物件を供給することを前提として開発型ファンドが運用されていることを考えますと、双方のファンドの投資家のニーズに合致し、その取引価格も適正なものであれば、合理的な取引ととらえることができるということ。

また、不動産の場合には、先ほど述べましたように、賃貸、管理を行わなければいけないということで、アセットマネジメントとか、プロパティマネジメント、リーシング業務などの統合力が重要であるということで、投資家のほうからも、このような統合力に期待して資金を委ねたいということがあります。例えばリートにおいても、デベロッパー系リーートの投資口価格が比較的高いのも、このような統合力に対する評価が反映されている面もあるのではないかと。

したがって、自己取引、顧客間取引、利害関係者との取引については、一律に禁止することは現在の取引実態から見て適当ではなく、むしろ、それらの取引については、その取引に関する事実を投資家に開示していくことにより、市場による規律や事後的な訴訟を通じて、取引の公正を確保することを基本とすべきである。

ここで注釈いたしますと、「市場による規律や事後的な訴訟を通じて」というところは、今朝、岩原委員から欠席のメールをいただきましたときに、このご意見をいただきました。追加したらどうかということで、それを注釈させていただきます。その旨を部会でもご披露くださいというメールをいただいております。「市場による規律や事後的な訴訟を通じて取引の公正を確保することを基本とすべきである」。

(3) 情報開示のあり方ということで、先ほどのアンケートの中でも、ベンチマークとなるインデックスなどを挙げている回答もあったということで、情報開示の整備が求められておりますが、一方では、そのアンケートの中でも、不動産投資を一任できる運用会社等についての、能力や実績についての情報開示の整備も、投資家に求められていると思えます。したがって、このような能力や実績の情報について、比較検証できる形で開示していくことが必要ではないかということでもあります。

(4) としまして、不良不適格業者に対する監視強化ということで、現状でも、例えば国交省の中でも建設業におきましては、許可行政庁による監督処分とか、あるいは公取に

よる措置については、処分内容や処分理由等をインターネットで公表しております。

11ページにまいりまして、宅建業におきましても、現在は地方整備局の専用端末に行きますと、そこでようやく閲覧が可能ですが、インターネットにより監督処分内容が見られるように、来年度から移行したいと考えておりまして、予算要求等をしているところでございます。

このような形で、市場規律の確保に有効な手段として、ネガティブ情報の開示が有効であるということで、不動産投資一任サービスにおきましても、ネガティブ情報の公開を考えるべきではないか。

「なお、その際には」ということで、ネガティブ情報を公開した場合に、例えば業務の改善を指示された業者が、その後どのように業務改善に取り組んだのかと。例えば指示処分ですと、それに対する報告書が上がってまいります。そのようなものについての公表をどうするのか。もちろん技術的な問題点とか、容量の問題点もありますが、そういう点についての留意点についても検討すべきであるということを述べさせていただいております。

12ページにまいりまして、4番目の大きな柱の「具体的な検討方向」ということで、(1)金融商品取引業(投資運用業)の制度的枠組みの中での不動産投資顧問業登録規程を活用する方策について。①金融商品取引業(投資運用業)の制度的枠組みについてということで、最初の段落では、現行の証券投資顧問業法の投資一任契約の定義を書いておりますが、次の段落にありますように、新しい金商法でも、基本的に現行の定義を引き継ぎ、投資一任契約の定義をしております。その上で、投資一任契約に基づいて、有価証券等の投資として運用を行う業務を投資運用業として規制対象にしております。

3番目の段落としまして、金商法では、投資運用業を含めた金融商品取引業全般の参入規制については、原則、登録制ということで一本化されておりますが、その要件としまして、業務を適確に遂行するに足りる人的構成を有すること(金商法第29条の4第1項第1号、第2号)そのほかの要件が定められております。

さらに、金商法では、一般的な販売・勧誘ルールのほか、一任ですので、受託者責任を明確化するということが、忠実義務であるとか、善管注意義務などの行為規制が整備されております。

ページをおめくりいただきまして、13ページ。今度は不動産投資顧問業登録規程についてでございますが、平成12年9月1日の当時の建設大臣告示に基づく制度であります。一定水準の業務遂行能力を満たす業者を登録して、その情報を開示すると。それとと

もに、登録業者に投資家保護のための一定のルール遵守を義務付けることによって、業務の適切な運用を確保するという一方で、任意の制度ではありますが、大臣告示で平成12年に制定されております。

現状におきましては、総合不動産投資顧問業は、これまで16業者が登録したことがございますが、そのうち9業者は期間の満了をもって廃業しております。一般不動産投資顧問業者は704件にのぼっております。助言の実績としましては、信託銀行におきまして、例えば商業施設、マンションの投資についての助言等があると。投資一任契約の実績としましては、認可宅建業者の場合に、投資法人との資産運用委託契約としての実績があるということがございます。

②不動産投資顧問業登録制度の活用の方法ということで、具体的な活用の方法についてでございますが、まず、「金商法の投資一任契約に係る業務に相当する投資運用業を行う者」——以下、中間整理では「投資一任業者」という言葉を使わせていただきますが——について、運用対象資産には、新たに、「みなし有価証券」化される信託受益権が含まれることになると。信託受益権は、受託者が受益者のために財産を管理・処分して、そこから得られる利益を受益者が享受するということでありますが、下から2行目の中ほどですが、不動産信託受益権は原資産である不動産そのものの属性がこの経済的利益に大きく影響を及ぼすと。

おめくりいただきまして、14ページ。したがって、不動産信託受益権を取り扱う投資一任業者には、一定の不動産運用能力を求めることが投資家保護に資すると考えられる。

金商法には、不動産運用能力を担保するような明示的な規定はないが、金融商品取引業者の登録要件の一つとして、業務を適確に遂行するに足りる人的構成を有することが定められている。投資一任業者が不動産信託受益権を投資対象とする場合には、この要件の運用において、一定の不動産運用能力を担保することを検討すべきである。

不動産運用能力を担保する方法として、前述の不動産投資顧問業登録制度を整備した上で、当該不動産投資顧問業の登録を受けていることや、これと同等の知識・経験等を有することを、不動産信託受益権を取り扱う投資一任業の登録審査の要件の一つとして活用することが考えられる、という基本的な考えをここで述べております。

(2) 不動産投資顧問業登録規程の整備の方向性ということで、①不動産信託受益権の取り扱いについて。ここは、前の節で述べたことの趣旨を述べております。前述のとおり、原資産である不動産の属性が経済的に影響を及ぼすということで、適切な業務遂行を確保

するための体制整備などを求めていくことが考えられるということで、その際には、金商法の制定とともに整備された宅建業法におきまして、宅建業者が不動産信託受益権を扱う場合には、不動産の場合と同様、重要事項説明が義務付けられたことも留意する必要があると。

②不動産投資顧問業者の判断業務統括者の要件について。これも、前に述べたとおりでありますけれども、不動産投資運用能力においては、金融、調達能力もますます求められるようになってきている。ところで、現在、総合不動産投資顧問業者の登録に当たっては、判断業務統括者をおかなければならないことになっておりまして、この判断業務統括者が、どういう者が当たるかという要件があるわけですが、その要件に、例えば社団法人不動産証券化協会のマスター資格制度を加えることが考えられるということでもあります。

③利益相反行為について。登録規程におきまして、利益相反行為の規定を置くことは、先ほどもありましたけれども、契約に盛り込まれたり、訴訟における投資家の主張の根拠として活用されることも想定されるということで、現行の規定に加えまして、テナント募集において、自己の仲介する案件を、正当な根拠なく優先させる行為とか、必要以上の管理の手数料を取るような、リーシングとか不動産管理についての利益相反行為の禁止規定を整備することが考えられると。

④情報開示の充実についてということで、現在の規程では、毎営業年度ごとに、営業報告書と計算書類の公衆閲覧を規定しております。営業報告書のうち、不動産投資運用状況に関する事項では、不動産取引の状況ということで、物件とか価格も提出してもらっております。また、インターネットでも、不動産投資顧問業データベースということで、一定の業者情報が開示されております。

それはどういうものかと言いますと、この厚い中間整理という横長のものの50ページをお開きいただきたいと思います。この資料全体は、今までの第9回、第10回でお配りした資料がほとんどですが、この50ページだけが今回新しい資料ですので、説明させていただきます。

上にありますように、今申しました登録規程に基づきまして、投資顧問業者から出してもらった書類を、国土交通省が土地総合研究所に委託して、インターネットに載せてもらっているものであります。

コピーが小さくて見にくくて恐縮ですけれども、下の具体例は、登録番号が1番であります、森トラスト・アセットマネジメントの例であります。左側にありますように、資本

金額とか、役員とかがありまして、右側のほうに行きますと、例えば12番のところ不動産投資顧問業以外の事業の種類、内容ということで、この業者は投資顧問業以外に仲介業とかコンサルタントもやっているんだなということがわかるようになっていく。その次で、主要株主の名前ということで、主要株主が書かれております。14番のところ、役員の内職の状況ということで、役員がどのような内職の状況かわかるようになっております。

ということで、こういう形のインターネットの公表がありますけれども、16ページの本文に戻りまして、しかし、今後ますます不動産投資情報の開示の充実には欠かせないだろうという意識で、「したがって」ということで、一つには、前回ご説明いたしました、グローバル投資パフォーマンス基準（GIPS 基準）を活用することが考えられる。具体的には、今後、登録申請の際に、投資顧問業者に GIPS 基準に準拠しているか否かを記載してもらい、している、していないということをインターネット情報の中に載せることによって、広く投資家、インターネットを見る方が、この業者は GIPS 基準に準拠しているんだな、していないんだなということがわかるようにすることが考えられるのではないかと考えております。

⑤不良不適格業者に対する監視強化ということで、これは先ほど述べましたとおり、業務改善の勧告措置なども含め、ネガティブ情報をデータベース化し公表することによって、市場監視を通じた投資環境の改善を図っていきたいということでもあります。

17ページになりまして、最後の段落の5番目、「今後の検討課題について」であります。(1) 不動産投資助言サービスのあり方について。不動産投資の主体としては、大規模な資金を運用する年金などのほか、一般投資家も存在する。今後、不動産投資の裾野を拡大するためには、今回検討した投資一任サービスのみならず、投資家自らの判断において不動産や不動産関連商品への投資を行うための助言業務・サポート業務がますます重要となってくる。

特に不動産投資において最も重要な情報である不動産のリスク・リターンについては、不動産についての専門的な知識を有する者が、情報を取捨・選択・加工し、投資家にわかりやすく提供するニーズが高まってくるということが考えられる。

現在、不動産投資の助言サービスについては、不動産投資顧問業の登録規程により、一般不動産投資顧問業としての登録制度が整備されているところであるが、今後は、助言業の積極的な活用を促進するために、投資家のニーズに対応した助言業に関する情報開示を

充実するなど、その具体的な方策について検討する必要がある。

(2) 不動産特定共同事業法の見直しについて。不動産特定共同事業者は、匿名組合出資等という形で、投資資金を集め、実物不動産の運用を任せられるという点では、実物不動産投資の一任サービス提供者の一類型としてとらえることができる。

しかしながら、不動産特定共同事業は、運用対象資産について事業者から倒産隔離がなされていない点が、商品性のネックとなっており、今回の検討過程においても、その見直しの意見が出されたところである。

さまざまな種類の不動産の投資一任サービスが提供されることは、競争を通じた不動産投資市場の健全な発展に資するものであることから、今後、投資家・消費者保護の観点に留意しつつ、不動産特定共同事業の改善方策を検討する必要がある。

また、今回の不動産投資一任サービスのあり方の検討にあたっては、まずは来年夏の金商法の施行によって、年金基金に対し、幅広く不動産投資関連商品を提供できる金融商品取引業者を念頭に検討を行ったものであり、当面は、不動産投資顧問業登録規程の充実の方向性についてまとめたものである。

なお、不動産投資顧問業の法制化の必要性については、同規程の運用状況も見据えながら、将来的に検討していく課題と考えられる。

以上が本文でございます。

以下は参考資料といたしまして、これまで参考資料等でご説明いたしましたものをまとめたものと、24ページから、参考3といたしまして、前2回におきまして、各委員からのご指摘の事項を検討課題別に事務局でまとめたものを付けております。

事務局からのご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す。それでは、ご意見、ご質問等、ございましたら、これからディスカッションの時間でございますので、ご自由にご発言いただきたいと思います。どうぞ、石澤委員。

【石澤委員】 4点ほどですけれども、まず3ページにあります、年金等の不動産投資の割合。これは、以前にご質問申し上げたところですが、0.8%あるいは1%という数値は、実物の不動産に限るのかという点と、例えばリート等が発行する投資法人債などのデットの商品、来年は随分増えるのではないかと予想しておりますが、エクイティ商品だけではなく、デットの実態も含めた資料があればよいというのが1点目でございます。

2番目でございますが、5ページ目でございますけれども、4兆円規模の不動産投資市

場とありますけれども、今回のものに、不動産投資マーケットの規模そのものに関する資料がありません。国土交通省では、証券化市場の展望等について推計していたと記憶しておりますが、4兆円規模というものが、現在の不動産マーケット、不動産投資市場に及ぼしますインパクトをはかるためのものとしたしまして、現在の投資市場規模、あるいは今後の拡大の可能性につきましては、何かの資料が必要なような気もいたします。

それから、余計なことを一つつけ加えさせていただければ、例えばリートマーケットは時価総額では随分と拡大しているわけですが、現状では、直接投資されている方の約6割が国内の金融機関、約1割が国内の一般事業法人で、中長期の投資を志向している方が多いということもございまして、見かけのマーケットの規模よりも、実際の流動性はかなり低いといった問題がございます。ですから、実際のマーケット規模と、そこに年金資金等が入ってきたときのインパクトと、少し状況が違っているという点で、流動性を示すものにつきましても、何か資料があればよいというのが、2番目でございます。

続きまして、3番目でございますけれども、7ページで、不動産投資一任サービス業を提供する事業者に必要なものを列挙しているわけですが、実際は、例えば一任サービスをやっているものも、デューデリジェンスとか価格調査につきまして、かなり外部にアウトソースしているところが実態でございます。9ページ目の下のほうに、各種業務の統合力という内容がありましたけれども、統合力というのは、おそらくそういうアウトソース、あるいはそれを最終的にチェックするといった能力も含めてのお話だと思いますので、統合力、あるいはそれに類するような文言がここに入ってきたほうが、より適切なのではないかと思います。それが3点目でございます。

4点目でございますけれども、例えば9ページ目の下から2番目の段ですが、ファンド間取引につきましてご記載がございますけれども、ファンド間取引の「利益相反のおそれ」などを判断する際には、例えばそれぞれのコア型のファンド、あるいは開発型のファンドの大元になっておりますスポンサーなどの構成要件がかなり重要な判断材料になってまいります。ですから、これにつきましては、確かに今の市場の中での評価が重要だろうと思いますが、その前段階で、それぞれのファンドに関する開示事項を、より詳細にする必要があるという言及があってもよいのではないかと思います。

以上4点でございます。

【平井部会長】 ありがとうございます。何かお答えございますか。

【松脇課長】 ご指摘ありがとうございます。まず第1点目の3ページは、前にも石澤

委員からご指摘いただいたとおりでございまして、不動産について0.8%というのは、実物に限ったものでありますので、おそらく「国内債券」の中にはリートのものも入っていて、ほんとうの不動産関連のものは、もう少し大きいと思いますけれども、なかなかその実態はよくつかめませんので、このような数字になっておりますが、ご指摘を踏まえて、もし誤解を招くようであれば、そこを工夫したいと思います。

それから、来年、デット型商品が増えるというあたりは、ちょっと。

【石澤委員】 これは、あくまでも当方の予想ですので聞き流していただいてよろしいんですが、意外とデット関係の商品は、今後、インパクトが大きいのではないかと考えておりまして、もしご留意いただければという話でございます。

【松脇課長】 大変興味深いところなので、またお教えいただきたいと思います。

2点目、5ページでございまして、ご指摘のとおり、4兆円という額に対して、我が国の不動産投資市場そのものの規模は、おっしゃるとおり国交省でも、私のところとか、土地局でもいろいろ推計しておりますので、そのような数字との比較もあったほうがわかりやすいと思いますので、それを入れたいと思います。

それから、流動性のお話ですね。これは、今のリート等を買っている人の中身。

【石澤委員】 これも私ども実務の感覚でございまして、合理的な数字があるわけではございませんので、これもご留意いただければということです。

【松脇課長】 それから3点目、7ページのいろいろな能力でございまして、ご指摘のとおり、この能力をすべて一つの業者がやるというのも、現実にはなかなか難しいことだと思いますので、むしろアウトソースして、ただ、アウトソーシングしたときに、そのチェックができるということが大事なことかと思っておりますので、その辺は工夫させていただきたいと思っております。

ファンド間取引については、それぞれのファンドの主なスポンサーがどういう人間であるか、どういう投資家であるかによって、ファンド間取引についての、市場の公正性についてのお話、したがって開示が必要だということでございますね。その辺、踏まえさせていただきたいと思っております。

【石澤委員】 10ページで、開示に関するお話が記載されておりますので、それとうまくつながりが出てくるような形でご配慮いただければと思うのでございますけれども。

【松脇課長】 わかりました。

【平井部会長】 ほかに、いかがでございましょう。櫻川委員。

【櫻川委員】 この間、今、25兆円ぐらいあるらしいですけども、不動産投資信託市場というんですか、25兆円に最近、膨らんでいるということですけども、この間も、どういった人たちが資金を提供しているのかとお伺いしたときに、口頭では教えていただいたんですけども、資料で出していただくと非常にわかりやすいので、それをぜひお願いしたいと思います。

特に、なぜそのことをしつこく言うかという点、どうも、そちらのほうではあまり重要性を認識していないような気がするんですけども、思っている以上に、実はここでやられていることの、日本経済全体に及ぼすインパクトはものすごく大きくなる可能性があって、今、きょう資料を出してきたんですけども、私の資料、各銀行のこれですけども、この図は実はものすごく重要な図であって、過去の20年間、日本経済は、これを見れば一発でわかるという図です。

どういうことかという点、各業種ごとの貸出残高の増加が書いてありますけれども、バブルの時期、85、6年ぐらいから90年にかけて、ものすごく、一番上のほうにずっと伸びている、建設、不動産、金融という3業種の貸出残高の推移です。これが、85、6年あたりから急激にもものすごく増えているんです。大体、85年で60兆円であったのが、ピークで140兆円まで、わずか3、4年ぐらいの間に80兆円増えている。これはほとんど、まさしくいわゆる不動産バブルをつくったと言われているものになる資金だったわけですね。

実際、急激に80兆円増えたというものは、まさしく日本のバブルをつくって、その後、バブルの崩壊から長い不良債権問題になったわけですけども、不良債権問題が長引いたのも、実はこの図にかいてありまして、どういうことかという点、不良3業種に対する貸出残高から、140から、実は98年まで減っていないんです。どういうことかという点、貸出残高が減っていないということは、ほんとうは貸出先が不良債権化しているのを引き揚げていなかったんです。だから、これが過剰融資を生んで、追い貸しを生んだりして、不良債権問題を長引かせて、非常に日本を泥沼に引き込んだということもあらわして、要するに、こういった貸し出しの動きを見ると非常によくわかる。

そういう点からいくと、今、新たなファンドを通じた不動産市場のお金の流れを見ていくと、実はここであらわされていないんです。最近の、例えば不動産業に対する貸し出しの動きを見ると、バツテンのついたようなところでありまして、不動産マーケットは非常に伸びているんですけども、ごらんいただければわかると思いますけれども、55

兆円ぐらいで安定しています。そんなに増えていないんです。どういうことかという、銀行がいわゆる、今までは貸し出しという形で資金をマーケットに出していたが、そうではなくて、リートに直接投資するとか、ファンドに投資するとか、そういう形で資金を出しているということだと思えます。そのマーケットが今、25兆円、ここにあらわれていない形で起きているというわけで、だから、これが最近、日銀とか金融庁なんかが非常に神経をとがらせているのは、理由は要するに、今まで、これは日銀のデータをもとにつくっているんですけども、彼らにはデータをとらえかねているという点があって、数日前に日銀の知り合いにも聞いたんですけども、今、調べているけれどもわからないというんです。

こういうことを、国土交通省は、せつかくこういう情報を今、持っておられるわけですから、もうちょっとわかるような形で公開していただけると、お互い、いろいろなことの情報交換であるとか、いろいろなことがすっきり行くのではないかと思いますし、その意味で、非常に大事なので、この辺の資料をぜひ、私としては公開していただきたいと思えます。

【松脇課長】 今、先生のこれは、したがって、日銀がまとめられたもので、銀行、都銀とか地銀がどんなふうな貸し出しをしているかを集めたものだという理解でよろしいでしょうか。

【櫻川委員】 そうです。

【松脇課長】 25兆円について内訳をということですが、ちょっと、25兆円の資料が、今日には入っていますか、実はこれもかなり推計をまとめたものでございまして、私どもでわかっているのは、例えば不動産特定共同事業法に基づくものが幾らであるとか、J-REITについては比較的オープンになったものがあるんですけども、特に信託を経ているものについては、直接数字に当たることができないもので、信託協会、信託銀行の実績等を見ながら、かなり前提をおいた推計のもとに出した数字でありまして、したがって、我々に何かデータがあって、積み上げられて、25兆というのも累計の数字ですので、今の4兆円と比較できる数字かどうかはわからないんですけども、累計の数字として出したものであります。したがって、どういう人が投資しているかについては、正直言って、私どももデータを直接持っていないところです。

【櫻川委員】 そうですか。

【松脇課長】 ですので、むしろ、さっきの石澤先生のお話とか、何かデータのとっか

かりみたいなどころがあれば、それはぜひ私どもも教えていただきたいし、このような場でも、いろいろご指導いただきたいと思っているのが、正直なところですよ。

【櫻川委員】 出せないということですね。

【松脇課長】 出せないというか、出すものがないという。

【櫻川委員】 わかりました。

【平井部会長】 ほかにいかがでしょうか。伊藤委員。

【伊藤委員】 すみません、一つは感想と、一つは、やっぱり感想かな。

先生に出していただいたこのグラフで、例えば、小売業が店舗を流動化すると、流動化した不動産の側に対する貸し出しは不動産向け貸し出しになって、小売業向けの在庫資金は小売業向け貸し出し、ところが、従来は流動化していなかったから、小売業が店舗を買って出店する場合でも、それは小売業向け貸し出しだったということなので、実は不動産の流動化が進んだことによって、いろいろな産業の不動産がSPCに入っていたり、リートに入っていたりしたので、統計的に見ればきっと、不動産業向け貸し出しは増えざるを得ないと。従来の統計とは業態がみんな変わっていつているので、同じ連続性で見ることが非常に難しい時代になったのかなと、ときどき思っております、これもその一つの例なのかなと思っております。

ですから、不動産向け貸し出しが増えたからといって、それがほんとうに従来のスタイルの懸念があるから危ないのだという議論にはならなくて、中身の議論が多分必要で、そういう意味では今、統計の議論が石澤さんからも言われたんですけども、ロジカルに、精緻に分析しておかないと、間違った判断が起こるのかなと思います。

それから、本題のほうの中で、今回、一任サービスで文章を取りまとめいただいているんですけども、この文章全体、大変すばらしい文章になっていると思うんです。ちょっと思ったんですが、例えば一任でお金を預かって、それを信託受益権の不動産に投資するというイメージが非常に前面に出ていると思うんですけども、例えばそうでないパターン、例えば一任で預かりましたと。自分では信託受益権に投資はしませんが、信託受益権でいろいろ事業をやっている不動産事業者がいっぱい世の中にはあって、その方々が、例えばSPCをつくってマンション分譲しようかなとか、あるいはSPCを使ってビルの投資をしようかなとか、いろいろされている不動産事業者がいる。これは一任業者ではなくて、自分の事業をやるために、自分の資金だけではなくて、他人のエクイティも必要としているいろいろな事業者がいて、そういうところに、この一任業者のお金が流れていくと、

不動産市場にとってもいいことだろうと思うんです。つまり、一任勘定業者は、自分自身は信託受益権投資はしていなくて、他人のやっている方にお金を投資していくと。今回の規制の対象に直接的になるのか、運用の採択的な解釈でとらえるのか、非常に微妙な部分があるかと思うんです。つまり、お金の運用をするために不動産を買うのか、自分の不動産の事業をやるために人の金を借りるのかというのは、本質的には非常に違うところがあると。投資運用業というのはおそらく、お客さんの金を徹底的に運用するのが本来の仕事で、不動産事業で他人のお金を利用する、これも、一定のルールが必要なわけですが、運用業とはまたちょっと違うわけです。右と左、大きく違うと思うんですが、そのとき、今回、一任業で預かったお金を、そういう事業者のやられる事業に使っていくという場合、もし、今回の一任業の中に入るんだとすると、ここの文章全体が何となく、自分で信託受益権を買うのだけに対応したようなトーンになってないかなと思って、これは日本語の問題になってくるのかもしれないんですけども、ちょっとどうしたものかなと、漠然と思った次第なんです。

すみません。ちょっと中途半端な意見で恐縮でございます。

【平井部会長】 どうぞ。

【松脇課長】 今のは、結論から言いますと、ここでの対象は、一任業者が実際に直接、不動産に触れているものを念頭において、そのスコープの中で考えております。委員がおっしゃるとおり、確かに実態を考えると、不動産事業者に対する投資も、世の中的には同じ機能を果たす場合もあると思うんですけども、ただ、それはかなり、金融商品取引法そのものの本体に近い話だろうと思うんです。いずれにしても、金融商品取引法の対象には両方ともなっていて、金融庁から見れば、両方とも管轄する領域だと思うんですが、国土交通省といたしましては、不動産運用の実物に近いところで、実物についてのリスク情報の開示のあり方とか、そういうことについて一定のルールを決めることによって、もちろん市場全体にいろいろ影響を与えることになると思うんですけども、そのスコープの中で、どういう、情報開示のあり方とか、利益相反についてどう考えたらいいのかということを考えようと思いました。

ですから、結論としては、今おっしゃるように、狭いほうで考えていますので、そういうふうに書いてあります。

【伊藤委員】 わかりました。

【平井部会長】 土田委員。

【土田委員】 それでは、私も投資一任サービスのあり方ということで、幾つか意見を述べさせていただきたいと思います。

まず、利益相反ということですが、利益相反の中で、市場の中での解決が基本とありますが、果たしてそうなのか、市場だけに任せておいていいのかという感想を持ちました。やはり、報告書に書かれてありますように「顧客の利益よりも自己又は利害関係人の利益を優先する行為の禁止が考えられる」と、ここが基本であると思います。ここをどうやって、利益相反の禁止の行為の中で組み入れてくるかということが、私は一つ、大きなポイントになると思っています。ここをどう書き込むかということが、私はまだ見えてきておりません。

それと、情報サービス、情報開示のあり方についてですが、これは、今まで国土交通省が、問題のある事業者のネガティブな情報も積極的に開示しているので、投資一任サービスのところでも、同じように見習うべきだと私は思っております。

もう1点、不動産投資顧問業の登録制度を整備するということですが、今回、岩沙委員からお出しいただいたペーパーを読みましたところ、同じように考えておられるようなので、それは、金融庁と国交省の共管の投資顧問業の登録が必要であると、私も考えております。

あと、少し気になりましたのは、不動産特定共同事業法、不特法の見直しということですが。やはりここについては、どうしても運用対象資産によって、倒産隔離がなされていないということがネックとなっているということですので、ここも、投資家が安心して投資できる仕組みが、もう一つ、これからも考えられていいのではないかと思います。

以上です。

【平井部会長】 どうぞ。

【松脇課長】 まず第1点目の、利益相反についての考え方ですが、ここでは、市場の自律性に委ねることが基本であると書いた上で、しかし最低限の、一定の行為規制については、行政はきちんとあらわすことが、先ほど言った、訴訟でも、あるいは契約でも使われることになると思いますので、そういうことを言っております。

最初のほうは、どうしても、最終的には顧客が、自分の利益が害されるかどうかということが大事ですので、市場の中で、顧客とのやり取りの中できちっとやられることが、利益相反については基本だろうと思うんです。そこは押さえた上で、ただ、市場のやり取りの中でも、一定の、行政側が示す規範があると、参考にもなるし、もちろん行政側も、ど

ここまでエンフォースメントできるかというご指摘もありました、そこも非常に重要な点だ
と思うんですけども、その規制をもとに、例えば業務改善を勧告するとか、ほんとうに、
かなり悪質な行為の場合であれば登録は取り消しますとか、そういう仕組みを、現在の不
動産投資顧問業の登録規程も持っておりますけれども、それは引き続き持っていきたく
思っております。

どのような中身かという、参考資料の49ページをお開きいただきたいと思うんです。
これは、過去2回もお示した、横長の参考資料の49ページでございます。ここに、今
まで、利益相反のいろいろな類型が考えられますということのまとめ表が書いてあったん
ですけども、ちょっと小さ過ぎる、左側の欄に書いてありますが、現在の不動産投資
顧問業登録規程におきます、利益相反行為に関する条文であります。

例えば、一番上のものだと、「自己又はその取引先との不動産取引であって、自己又はそ
の取引先の利益を図るため顧客の利益を害することとなるものを行うこと」と書いてあり
まして、これは実は、証券投資顧問業のほうの利益相反の規定をかなり参考にしてつくら
れたものです。

こういう形で、いろいろな類型について、顧客の利益を損なった、自分が利益を得たり、
あるいは顧客間で不公正なことをしたりということを経規として設けておりまして、基本
的にはこの規程をもとにして、先ほど申し上げましたように、ただ、今までですと、不動
産の取引という狭い範囲でしたので、管理とかリーシングについても読み取れるような形
にはしなければいけないかなということ、方向性として出させていただいているという
のが1点目でございます。

2点目のネガティブ情報の公表につきましては、先ほど申し上げたのは、建設業や宅建
業と同じようなものを、不動産投資顧問業についてもやるべきではないかという中間整理
の案ということでございます。

3番目に、枠組みについて、国交省との共管ということですが、共管という言葉の意味
にもよるかと思うんですが、要は金融庁が所管しております金融商品取引法の運用の中で、
我々の国交省の持っている不動産投資顧問業の登録規程の登録を受けているかどうかを要
件の一つとして活用してもらうことが、この中間整理の案となっております、もちろん
金融庁とは事務的にもいろいろな話をしながら、きょう、もし中間整理をおまとめでいた
だけましたら、それをもとに、さらにそういう形で進めていきたい。実質的に金融庁と
国交省が連携しながら、お互いの持っているノウハウを生かしながら、市場が健全に発達

するように持っていきたいというものであります。

最後の不特法でございますけれども、ここは、率直に言って、現在の不特法はかなり投資家保護の規定は整備されておりますので、今回、金融商品取引法が施行される中でも、いろいろ政府内でも議論があったんですが、要は、不動産特定共同事業法は不動産に密着した投資家保護の規定があるので、これはこれとして残しながら、あと、必要最小限のところは、金融商品取引法と横断的なルールにしようと、若干の修正を行ったということがございます。

したがって、私どもとしては、投資家保護の規定はしっかりしているんだけど、逆に使いにくい面があって、倒産隔離ができないので、銀行からのノンリコースローンが引けないとかいうことがあるというご意見がこの場でもありましたし、関係の団体からも寄せられておまして、なかなか難しい仕組みを工夫しなければいけないんですけれども、その辺について検討していく必要があるのではないかとということで、最後の課題としてまとめさせていただきました。

【平井部会長】 土田委員、よろしゅうございますか、今のお答えで。

【土田委員】 結構でございます。ありがとうございます。

【金本委員】 なかなか今の関係のことはわかりにくくて、まだ制度がかっちりしているわけではないのでポンチ絵をかきにくいかと思うんですが、金商法と、ここで言っている不動産投資顧問業における利益相反どうこうという話と、不特法とどうこうという、これがどういう関係にあってというところが、ポンチ絵でもあるとわかりいいのかなという気がいたします。

今の利益相反のところは、金商法の忠実義務とかそういうところでカバーできているのか、できていないのか、忠実義務のところは、具体的に不動産についてはこういうことが必要だということにかませればそれで終わりなのかどうかとか、そういったところを整理していただくとわかりいいのかなという気がいたしますが、それについてはどんな感じでしょうか。

【松脇課長】 もちろん金商法には利益相反の規定がございます。そういった意味では、率直に言って、投資顧問業登録規程のものと、概念的にはダブっていると思うんですが、先ほど言った、不動産の賃貸とか、管理とか、リーシングといった点は、もちろん金商法にはそういうことはありませんので、不動産投資顧問業のほうにそこは新たに入れて、要は、そこについて、国交省がいわば所管して、登録規程ですので、任意規程ではあります

けれども、エンフォースメント、監督もなされるというものを、そういう仕組みである登録規程の登録を得ているということを、金商法における投資一任業の登録の審査のときに、一つのチェックポイントにしてもらい、活用してもらいまして、国交省の登録を得ているということがこちらで判断されるということで、金商法における登録につながっていくという仕組みを考えて、確かにまだ、ポンチ絵があったほうがわかりやすいかと思うんですけれども、金融庁とまだ細部は詰め切ってありませんので、なかなか精緻なポンチ絵がかけないんですけれども、そんなイメージであります。

【平井部会長】 よろしいですか。

【金本委員】 今の、不動産の一任のものというのは、ぱっと見ていると、不動産しか扱っていない人なんですけど、こういう一任を受けるとすると、不動産だけでやるというのは、いろいろな面で規模の利益がないので、両方やるというのは当然あり得るんですが、そうすると、そちらの関係はまたごちゃごちゃしそうな感じで、そういうところは、整理されているんでしょうか。

【松脇課長】 それは、おそらく、1人の業者が、証券とか、不動産に全く関係ないところの、やっているときということで、それは、おそらくというか、間違いなく、金商法のほうで利益相反がありますので、それも結論として一概にだめとなるかどうかわかりませんが、金商法の範疇の中の利益相反の整理の中で、整理されていくと認識しております。

【金本委員】 登録のときに、そういう人たちはこちらにも登録できるのかという。両方やっている人は、不動産と。

【松脇課長】 両方やっている方が、こちらに、さっきの、総合不動産投資顧問業の登録の要件を満たせば、もちろん登録できます。要件として、今は宅建業の免許とかがございます。ですので、宅建業の免許を持っていて、金融についての知識ということで、例えば、証券、投信、証券化協会のマスター資格を持っている人がいるとか、そういうことを見て、こちらの登録はできます。

【金本委員】 別に専業でなくてもいい。

【松脇課長】 もちろん専業でなくてもいいです。

【金本委員】 実物ならいい。

【松脇課長】 はい。

【平井部会長】 濱口委員、どうぞ。

【濱口委員】 先ほどの土田さんとか金本さんのご意見の関連ですけれども、実務的には、不動産ではなくて証券関係で言いますと、例えば利益相反でいうと、関係団体との取引、例えば野村アセットが野村証券と取引するときには、まずお客の同意がないとできません。これは、私の理解では、一応、業界団体の自主規制になっていて、投資顧問業界が、ここまでお客の同意をとりなさい、もしくは開示しなさいと、かなり細かいルールがあって、それは自主規制ですけれども、それに基づいて、一方でその辺は、例えば年金基金であれば、一方で厚年法で、我々の受託者責任として、投資一任契約以外にガイドラインを締結することが義務付けられていまして、どこまで認めるのか、認めないのかを、結構細かく書いていくんです。例えば、そういう関係団体との取引は、個別名で、ポジティブリストで、ここは認めますとか、もしくは、ネガティブリストで、認めないとか、かなり細かい契約を各相対と結んでいくという業界の自主規制ガイドラインがあって、一方で個別の契約については、一般的な投資一任契約、かなりラフな契約ですけれども、それに付随した細則がいっぱいついてくるというのが現状ですので、おそらく、私の想定していますのは、もしこれが通りますと、投資顧問業界なり、ARES も参加されるかもしれないけれども、不動産取引についての、好ましい、利益相反に関連するルールみたいなものを、業界としてこういう自律でいこうというような規範を、大きな法律に基づいて細部をつくられるのではないかと思うんです。

その中には当然、年金基金も投資家として、そういう議論には入っていきたくて、我々、企業年金連合会はその立場にありますので、我々のほうでも投資家として、ミニマムこの辺は要求するとかということになってくると思うんです。それを法律で、頭からどこまで規制するかは難しいところでして、結局、先ほどの、株、債券にしても、一律に関係団体とだめと言ってしまうと、ほとんど、運用がかなり難しい。

例えば一部のアセットバックであれば、一部の証券しか得意でないから、そこを関係していると、例えば、ゴールドマン・サックス、非常に証券化が強いと。ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントがあって、ここと取引しようとしたときに、ここの取引を遮断してしまうと、取引自体ができないとか、いい値段であってもできないとか、投資家にとって不都合が起こってきますので、法律段階で一律にするよりは、実態に合わせて、業界なり、もしくは個別の投資家と相対で細かいルールをつくっていくのが好ましい姿かなと思うんです。その程度も、どんどん、時代によって、市場の発展によって変わってきますので、そこに任すと。それは市場の自主規律ということで、市場での自主規律という

と何となくぼやっとしたものがあるのではなくて、現実には、相対の契約で結んでいくことです。

先ほど伊藤さんがおっしゃった、一任契約で何をやるかというのも、かなり細かくいろいろ書くんです。例えば不動産であれば、例えばビルだけに限るとか、ビルでも例えばレバレッジは何倍までに限るとか、レバレッジはかけないとか、平米あたりの、例えば賃料収入はどうだとか、リースはどの辺までがいいとか、なっているのに限るとか、そういうのを細かく規定していくことだと思うんです。

それは、その辺の株とか債券でも、例えば株の一任といっても、一般に年金基金がやっていますのは、そんなにリスクをとらないので、つまり、市場全体のインデックスに対してどれほどのリスクをとるか。例えば、非常に簡単に言うと、100銘柄以上絶対に買いなさいとか、個別のセクターに対する集中投資はしてはだめですとか、分散投資とか、必ず細かく書いていくんです。

そういうガイドラインを細かく規定するのが、それなりに受託者責任として年金基金側には要求されていることなので、それと同じようなことが、この不動産取引でも、これに基づいていろいろ取り決められていくと想定しています。

それと、一つだけ、登録制度の中で、マイスター制度ですけれども、結構だと思うんですが、私自身がマイスターの試験を受けていないので、どの程度のものかわからないですけれども、最近始まったところですよ、今年度からですか。

【松脇課長】 今年度ですね。

【濱口委員】 ここ一、二年ぐらいですかね。教科書はぱっと一応見て、非常にすばらしいと思うんですが、否定的な意味ではないんですけれども、そういう試験制度が始まったところなので、この資格制度自体を要件として明確に入れるのは、ほんとうにいいのかどうか、ちょっと。というのは、例えば証券でいうと、証券アナリストを必ず持っている人が何人以上いる必要がありますとか、そういう規制はなかったんじゃないかと思うんですけど。その辺は結局、自主何とかでまた定められていると思うんですけど。

【平井部会長】 どうぞ。

【松脇課長】 最後のところは、「等」ということで、証券化協会のマスターをとっていることだけを要件にするつもりはありません。合理的に金融の知識をもっているということが、何かほかの、そういう意味では、もう少し調べてみて、やろうと思っています。

最初が一番大きな、自主規制みたいなものが今後できてくるだろうし、それが好ましい

ということについては、事務局としても全く同じ認識です。おそらく、ARES、不動産証券化協会などでも議論されると思いますし、その中でできていくことがいいことで、そのときにはおそらく投資家のご意見も踏まえながら、されることだと思います。

すみません、逆に確認したいんですけども、厚年法でガイドラインとおっしゃったのは、厚年法に基づいて厚労省がつくっているという意味ですか。

【濱口委員】 いや、そういうひな型みたいなものは、それこそ、コンサルタントがつくり、信託銀行がつくり、投資顧問会社がつくり、投資顧問業界がつくりと、いろいろあるんですけども、法律で細かく、どこまで、そういうガイドラインを提示しろ、ミニマムこの辺まではその中に入れておくべきだという、例の政省令から、ずっと下から、いろいろありますよね。一番下のレベルで、多少そういう条項があったように思うんですけどね。ガイドラインの内容の一部について。正確にどこまで、それが厚労省から義務付けられているか、どこまでの内容のものまで、ちょっと正確には今、記憶していませんけど。

【松脇課長】 わかりました。また我々で勉強させてもらいまして。

【濱口委員】 ただ、一般の日常、普通の業務として、ほとんどの、100%かどうか、ほとんどの年金基金は、いわゆる投資一任契約以外に、さらに、取引の、一任といっても、実際の一任勘定の行われる取引の内容についての細かい規制と言いますか、ガイドラインですね、リスクの範囲と言いますか、あと、ディスクロージャーについて、追加でいろいろ取り決めをしているのが、今の実情です。

【松脇課長】 わかりました、我々も勉強させてもらって、もし必要があったら厚労省ともまた話をしたり、理解を求めたりしなければいけないのかなと思ひまして、そういう意味で勉強させていただきます。

【濱口委員】 不動産、今回のことで特別に何か厚労省で何か手当が必要とか、そういうことはない、もう少しラフな内容だったと思うんですけどね。

【平井部会長】 杉本委員。

【杉本委員】 非常に、不動産投資顧問業法の内容がよくわかる資料になっているかなと思うんですが、前にも1回ご質問させていただいたんですけども、この資料をさっと拝見させていただいた感じだと、広く不動産の投資一任業ができるかのような感じにも見えるんですが、実際には現行法では、宅建業法のほうから投資一任による、一任代理と言いますか、これについては、投資法人等の法定のビークルだけにしかできなくて、現実問題として、契約型はほとんどありませんので、実際問題としては、上場 J-REIT と、資産

流動化法の特定目的会社だけがカバーされる範囲になっているわけです。

先ほど、見ますと、信託受益権についての一任代理ということが記載されておりますので、おそらく、それ以外の匿名組合とか、そういうものを用いたビークルもカバーされることを前提とされているのではないかと思うんですが、せつかくここまでいい制度をつかって推進させていっていただけるという方向性が示されているわけですから、むしろ幅広に、従来とは違う守備範囲を持っているんだということを、わかりやすく記載していただいたほうがいいのかなという感じを持ちました。

以上でございます。

【松脇課長】 杉本委員、前にもご指摘いただいて、宅建業法の取引一任代理の、お話のとおり4類型ということで、ただ、この中間整理で言う「一任」は、どちらかというところ、金融商品取引法の中の「一任」ということでありまして、金融投資運用業の中で一任があって、その一任は、もちろん、いろいろなことができるわけですし、そのときに、不動産の運用能力の担保をはかる観点から、こういうことをまとめたと。ただ、杉本委員は、それはそれでわかるんだけど、しかし、不動産の一任業者と言いながら、宅建業法の一任が、法律が狭まっているのではないかというご指摘だと、その点は受けとめます。それは、まさに法律の事項ですので、改めますと、法律改正になるところだと思うんですけども、そういう意味では、一任の意味が、金融商品取引法の一任について、こういうことをまとめていると。それから、おっしゃっているとおり、宅建業法の取引一任の論点が、課題があると受けとめさせていただきます。

【平井部会長】 田村委員。

【田村委員】 今回の課長からのお話にもあるとおり、ここでの議論は、金商法の制度設計を前提として、そこで言う投資一任業務を営める者、そこにどう不動産投資顧問業の登録をした者が絡めるのかという議論だろうと思うんです。あくまでも、金商法は実物の不動産を対象にしていませんので、例えば、みなし有価証券と指定される不動産の信託受益権の運用についての一任を受ける金融商品取引業者、投資運用業者が、結局、信託受益権という形をとっていても、最終投資対象は実物の不動産なので、実物不動産の運用について一定のクオリフィケーションというか、能力のある方が、金商法のもとで、きちんと登録を受理される際に、そこで審査をしてもらいたいということだと、私は理解しているんです。

そのこと自体については全く異義がないんですが、今、杉本先生のお話にもあったとお

り、一任という言葉と、運用という言葉が、金商法の言葉であると同時に、不動産投資顧問業法の言葉であるのですが、わりと似ているようで似ていないところがあるということについて、ぜひ今後の進め方でご留意いただきたいというのが、私の今からお話ししたいところです。

もともと有価証券の一任というのは、まさに有価証券の投資判断について一任を受けているということで、有価証券の投資というのは、株でもあれ、社債でもあれ、どういう銘柄を、いつ、どのぐらいの価格で売り買いするということについての投資判断を一任業者が自ら行ってということの枠組みで、もうできているわけです。信託受益権が有価証券になったとしても、なかなか通常の株であるとか社債であるかのように、日常的に頻りに売り買いされるわけではないので、結局、みなし有価証券たる信託受益権の投資一任を受けているというのは一体どういうことかと考えると、ほとんど、場面として考えられるのはまず、将来、売るときだけだろうと思うんです。買うときもあるんでしょうけれども、要するに売買のときだろうと。

片や、不動産の運用といった場合に、これは、もちろん不動産の売り買いもありますけれども、日常的な管理業務、リーシング業務という、有価証券には全くない、しかし不動産の運用にとってはまさに重要な業務があって、まず、賃貸について、どういうテナントをどうつけるかという、まさにコンフリクトの一番顕現するところだと思うんです。不動産の投資顧問についてはおそらく運用に入るんだろうと思うんですが、金商法上、不動産信託受益権を投資対象として一任を受けたものが、不動産現物の賃貸についての判断をするということは、金商法上の運用になるのかどうか、ここの整理がよくわからなくて、もしかすると、不動産とそこが随分違うのかなと。

一例ですが、その辺をご留意いただいて整理していただけると、大変ありがたいと思っています。

以上です。

【平井部会長】 ほかにいかがでございましょうか。特にご意見なければ。

【伊藤委員】 1つよろしいですか。今、幾つかご意見が出ていることに、ちょっと重複にはなるかもしれませんが、例えば、9ページのような文章も、例えば利益相反はどうあるべきかなとかいうことが書かれてあるわけですが、この後ろに、例えば投資家からお金を預かったときの一任契約の中身が関係するだろうと思うんです。先ほど、濱口さんからもお話がありましたように、ケース・バイ・ケースでいろいろな縛り方が出てく

ると。

ですから投資家とアセットマネジメントをやる一任業者との間の、一任というのは、一律、一つの形があるわけではなくて、いろいろな形があるだろうと。その形によって、実はここの影響が変わってくると。つまり、親会社と絶対取引するなというけれども、一任は一任がそういう条件になっていけば、こちらの条件は、当然、利益相反のあり方が変わってくるという意味では、こっちのあり方によって、こっちの影響を受けるんだという盛り込み方みたいな、表現の仕方の問題になるのかもしれませんが、そういうことはどうかなと、ちょっと思ったんですが。

【平井部会長】 いかがですか、よろしゅうございますか。

【松脇課長】 すみません。さっきの、田村委員のお話は、不動産と証券の世界で、証券といっても、かなり、企業にもいろいろ種類があるので、売買が頻繁なもの、頻繁でないものもおそらくあると思うんですけども、しかし、運用の考え方が違う面があり得ると。少しきめ細かく見たほうが良いというご主旨で。

【田村委員】 はい、そうです。

【松脇課長】 これは、この委員会でも、あるいは岩沙委員からもご発言があったということで承知しております。

今、伊藤委員のおっしゃっているのは、取引一任契約において、契約の中身が利益相反に関係、すみません、十分理解できなかつたんですけども、一任契約の仕方、例えば関係のある企業との取引についての規定がどうなっているか。

【伊藤委員】 親会社、あるいは利害関係人との取引に限らず、いろいろ、そちら側のルールを決めるときは、必ず一任契約の側の中身がどう決められているかによって影響を受けるのであって、例えばここの一任契約が、全部お任せになっているのもあれば、おそらく、こういうルールだったらいいですよという制限的な一任契約になっているケースもあるかもしれません。

そうすると、それを一律に、ここの、いろいろな、例えば利益相反のルールはこうあらねばならないとか、いろいろなことがこうあらねばならないという、一律に決めるのではなくて、一任契約の内容に応じて個々のルールは決めるべきであろうというような一文があったほうが良いのかなと、ちょっと思ったわけです。

【松脇課長】 お答えになっているか、あれですけども、9ページの下から2段落目のところで、これは開発型ファンドとその他のコア型ファンドのファンド間取引について

書いてあるところですが、そこで、「双方のファンドの投資家ニーズに合致し、その取引価格も適正なものであれば」という、趣旨としては、ファンドの投資家ニーズということなので、おそらく契約にあらわれている、こういう取引だったらいいよという、あらかじめ投資家が了解しているということは、まず、判断には入ってくるんだと思うんです。それは、契約にあれば、すべてその投資家がオーケーしたと言えるかどうかは、また、おそらく裁判になるといろいろ議論があるかもしれませんが、ただ、いずれにしても、一概にファンド間取引だからだめだというのではなくて、双方の投資家ニーズに合致しているもので、あと、「価格も適正」とここには書いてありますけれども、例えば外部の鑑定も得てこうなっているということがあれば、一律に禁止するのではなくて、合理的なビジネスととらえることができるのではないかという気持ちで書いているんですけれども、それは同じでしょうか。

【伊藤委員】 それは理解しております。その上で、ただ、それは理解していても、投資家との一任契約の中で、そういう取引はだめよとうたっていたら、それはできないわけですよね。つまり、投資家との一任契約の内容によってここは影響される事柄であるという表現みたいなものがあつたほうがいいのかなど思っただけですけど。

【松脇課長】 ですから、おそらく、契約違反になることですよ。

【伊藤委員】 そうです。

【松脇課長】 ただ、ここでは、投資顧問業規程という、いわば任意規定ですけども、公的な制約をどこまでかけるかという話なので、まさしく契約の話と別なところで、信義、手続きに反するとか、そうなると思うんですけれども、一応、利益相反としての規定の仕方としては、こういう形で整理するところかなと思っているのですが。

【伊藤委員】 わかりました。

【平井部会長】 今の契約の問題は当事者間の問題で、それはそれだけでも、当事者の意思を超えて規制する問題があるとか、そういう議論だと思うんですね、法律で規制するということは。

【伊藤委員】 わかりました。

【平井部会長】 ほかに特にご意見なければ、いかがでしょうか、そろそろまとめの段階に入りたいと思いますが。

ご理解いただけましたように、この中間整理は4つのパートに分かれているんです。最初の「はじめに」というところでは、本答申は金商法をにらんで、その文脈の中で不動産

投資、不動産特有の問題は何かというふうの問題を立てているということです。ですから、まずその点はおそらくご理解いただいていると思いますが、それを超えて、およそ一般的に投資顧問業について議論するわけではないということでもいいのかどうかというのが、一つ、問題があると思います。

それから、もう一つ、次のパートは基本的な問題で、安定的な資金を導入するためにどうすべきなのか。それは、投資一任サービスというものを充実させていくと書いてある。そのためには、基本的には市場という言葉はちょっと、何でもほうっておくという意味では決してありませんので、市場をつくるためにいろいろなルールを整備するということが書かれている。

その基本的な問題の次に、今度は具体的な方向性が書かれているわけです。これは、先ほどマスター制度等についてご質問が出ましたけれども、いろいろ、非常に細かい制度ですから、相手もあることですので、ここでは方向性を出しているけれども、場合によっては、必ずしもそのとおりになるとは限らない。しかし、そういう方向があるという点についてご討議いただけるだろうかという問題だと思うんです。

最後は将来の課題ですので、例えば不特法の問題というのは、将来をにらんで、ここで一応、問題を出しておくが、すべて問題は将来に任せるというスタンスになっていると思うんです。

ここで、おそらく最もはっきり皆様のご同意をいただきたいのは、「はじめに」の基本方針と、次の、何と言いますか、考え方の最も基本的な部分について問題がないかどうかということだと思います。それ以外は、やはり、いろいろな制度とのすり合わせみたいなものがありますから、そこでいろいろご意見もあるのかもしれませんが、基本方針さえ決まれば、基本方針に反しない限度で若干の手直しは考えられないわけではない。ですから、最初の2つのパートが一番大事なことではないかと思っております。

その点で、特に強いご異論がなければ、大体この方向でまとめさせていただいて、きょう出たご意見は、できるだけこの中間整理の中に反映させていただくということになるかと思いますが、いかがでございましょうか。

よろしゅうございますか。

【櫻川委員】 マイスター制度という形をとるのがいいのかどうかというのは、今すぐには私もわからないんですけども、新しいマーケットに入ってくる方々が、そこで取引されるものに対する知識というか、そういうものをどんどん高めていくということ、か

なり積極的に考えていく必要があると思います。

これは不動産に限らず、日本の金融がアメリカと比べてもうけることができないのは、はっきり言うと、日本の金融の現場にいる人が、能力が低いんです。はっきり言って。だって、アメリカのほうですと、実際に金融の取引の現場にいる人は、博士号を持っている人も非常に多いですし、実際に最近の金融技術に関する勉強を、大学院レベルでやっている人がやっているわけです。それに対して日本は非常におくれています、直観とかでやっているんでしょうけれども、客観的なデータとか、ものすごく集積もありますし、そういう人たちと比べると、勝てないんです。その意味で、全般的に、要するに、金融、経済学の基本もそうですけれども、非常にレベルが低い。

だから、新しいマーケットをつくっていく上で、ほんとうにうまくやっっていこうと思ったら、やはり参加者が、不動産も知らなくても、投資信託に任せておけばいいんだとか、そういうのではだめだと思うんです。その意味で、マーケットに参加する以上は、ちゃんと勉強しながらやっっていくというスタンスが大事だと、私は思いますし、そうしたことで初めて、健全で長期的に、みんなが利益を上げられるようなマーケットがつかれるんだと思うんです。

だから、そういう視点を積極的に、マイスター制度という形がいいのかどうかは私にはわかりませんが、一つの考え方として、全体のトーンの中で入れていただければというのが、一つの要望としてございます。

以上です。

【平井部会長】 ありがとうございます。ここでは、市場のプレーヤーにはこういう能力が必要だということを書かれているわけですから、今おっしゃったことと、別に、特に矛盾はしないのではないかと思います、いかがでございますか。何か、課長、いかがですか、今の。

【松脇課長】 健全な市場の発展のためには、参加者が知識をしっかり持っていく必要があるということは、おっしゃるとおりかと思えます。今回の、というか、第一次答申もそうですけれども、いろいろな制度設計をするに当たっても、そういった意味では、知識を高めていくような意味での、助言とか、アドバイスとか、そういったものが必要ではないかということを今回まとめておりますけれども、その前提としては、一般の投資家も含めて、市場に参加する方の知識を高めていく、そのためには、専門家が情報を取捨選択したり、アドバイスするようなことについて、さらに伸ばしていく必要があるのではないかと

ということで、施策としてはそういう問題意識で立てております。

先生はもっとそれを打ち出すべきだというご趣旨でしょうか。

【櫻川委員】 だから、一つとしては、投資顧問業のサイドからの情報開示をどんどん進めていくというのが基本的な考え方になると思いますし、もちろん、その線に沿って、いろいろ書かれているので、私は非常によろしいと思うんですけども、さらに、そういう面もあると、ただ受動的に受ける側、投資家が受けるという立場ではなくて、そういうふうに高めていくことが大事だという認識を持つことが必要なんではないかということです。

【金本委員】 よく読めば書いてあることはちゃんとわかるんですが、そういう、マーケットのプレーヤーのレベルを高めていくということは、マーケットのプレーヤーたちが自身が、今さっき濱口さんが言われたみたいに、やっていくというのは、一番のメインで、ここでやっているところの中心は、政府がどれだけの余計なお節介をするかというところで、それについていろいろなことが書かれている。両方がごっちゃになると困るということがあって、なるべくその2つは分けるようにしていただきたいと思います。

民間側でうまくいかないようなもの、あるいは何か助力が必要なものについて制度的な担保をするということがあって、それについて、何をどこまで、利益相反規定を置くかどうかとか、そういうことを考えているということだと思いますので、その辺は、マーケットのレベルを高めていくということは、後ろのほうと関係なく、書いていただいたほうがいいのかという気がいたします。

【平井部会長】 わかりました。ほかに特にご意見なければ、基本的な方向として、これでご同意いただけたと判断してよろしゅうございましょうか。もし、よろしければ、そういう方向にいたしまして、ただ、きょう、ここを出していただきましたご意見を文書に盛り込むためには、若干の字句の修正等がございます。これは言い回しですから、一々ご意見を伺っていれば切りがないということがありますので、その点は申しわけございませんけれども、私といたしますか、部会長としての私にご一任いただいて、文章等、多少の手直しをして、基本的な方針に反しない限りは、方向に反しない限りは手直しをさせていただいて、最終的な文案にしたいと思っておりますが、いかがでございましょうか。

(「異議なし」の声あり)

ありがとうございました。

きょうはちょっと時間が少し早めになりましたが、別に3時までやらなければならない

という義務はありませんので、大体これでおさめたいと思いますが、今後につきまして、事務局から連絡をお願いしたいと思います。

【松脇課長】 それでは事務的に、まず、この中間整理の扱いにつきましては、ただいま部会長からのおまとめがありましたように、部会長ともご相談しながら、必要な修正を加えまして、できるだけ早く公表できるように、文案をまとめたいと思います。

次回以降ですけれども、既に日程調整をさせていただいておりますけれども、2月23日、3月23日ということで、次回、次々回を予定しております。ここでは、8月の第一次答申の残された課題につきましてご審議をお願いしたいと考えておりますので、よろしくお願ひ申し上げます。

【平井部会長】 それでは、これをもちまして、11回の不動産部会、本日の会議を終了させていただきます。どうも長時間ありがとうございました。

— 了 —