

社会資本整備審議会
第2回 産業分科会 不動産部会

日 時 平成17年11月18日(金)
14:25～16:52
場 所 2号館低層棟共用会議室2A

(議 事 録)

開 会

○松脇課長 定刻前でございますけれども、委員の皆様お揃いでございますので、そろそろ始めたいと思います。初めに、会議室が狭くて窮屈な思いをしていただきまして本当に申し訳ございません。

本日は、前回と同じく会議全体を通しまして、マスコミ・記者の傍聴・取材がありますので、よろしくご了解のほどお願いいたします。なお、記者傍聴席は入口側となっております。

ただいまから、社会資本整備審議会産業分科会第2回不動産部会を開催いたします。私は事務局の総合政策局不動産課長の松脇達朗でございます。本日の会議の本題に入るまでの間、進行を務めさせていただきますので、よろしくお願い申し上げます。

今回は、第2回目の会合となりますので、委員の皆様のご紹介は省略させていただきます。なお、岩沙委員本日は所用によりご欠席されます。岩原委員は4時過ぎからご参加いただける予定です。また、渋谷委員及び福士委員は所用により途中でご退席になりますので、あらかじめご案内させていただきます。

次にお手元に配布しております資料の確認をお願いいたします。

まず、産業分科会不動産部会委員名簿、資料一覧という一覧表。

資料1 不動産部会における検討項目と検討のポイント、

資料2 投資サービス法（仮称）の検討状況及び論点、

資料3 投資スキームの特性と投資家属性に応じた情報開示・説明のあり方、

資料4 投資不動産の適正管理の枠組み、

参考資料。

最後に岩沙委員からの意見書でございます。

資料に欠落がございましたら、事務局までお申し出ください。よろしいでしょうか。

それでは、本日は定足数に達する委員各位のご出席をいただくことになりましたので、社会資本整備審議会令第9条の規定により本部会が成立しておりますことをまずもってご報告申し上げます。

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。平井部会長よろしくお願い申し上げます。

○平井部会長 平井でございます。本日は大変お忙しいところご出席をいただきましてありがとうございます。議題に入ります前に当部会の部会長代理につきまして検討していただきたいと思っております。

社会資本整備審議会令によりますと、当部会は部会長代理を置かなくてはならず、それは部会長が指名することになっているようでございますので、私の方で指名させていただきたいと思っております。金本委員にお願い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」と声あり）

○平井部会長 どうぞよろしくお願い申し上げます。

それでは、議事に入ることにいたしまして、前回の部会におきまして、各委員からいただきましたご意見、ご指摘等を踏まえまして、本部会における検討項目を資料1として事務局が整理しております。そこで、まず事務局から資料1につきまして説明をいただきたいと思っております。それではよろしく。

○松脇課長 お手元の資料1でご説明させていただきます。前回（第1回）の各委員のご意見を踏まえ、本日の検討の位置づけについてまとめた資料です。資料1の1ページの左で、前回お示した検討項目大きく1. 2. ということで、最初に前回お話ししましたように、「投資家が安心して参加できる不動産市場の在り方」について、年内に（4）までの項目をおまとめいただきたいと考えております。年が明けまして1. の（5）、2. 「魅力的な都市・地域を形成する良質な資産を生み出す不動産市場の在り方」についてご検討いただこうと考えております。

本日の不動産部会においては、この四角に囲みました（１）から（４）ということで、右側の①、②、③でございますが、①投資サービス法の検討状況及び論点、②投資スキームと投資家属性に応じた情報開示・説明のあり方、③不動産集団投資スキームにおける投資不動産の適正管理の枠組みについてということで、それぞれ資料２、３、４に応じておりますのでご検討いただきたいと思いますと思っております。

なお、参考ということで、本部会の検討対象となります不動産投資について、事務局で頭の整理をしてみました、検討対象としては、①「不動産又は不動産の信託受益権」に対する集団投資をまず考えまして、②実物不動産への投資、この２つの類型を不動産投資の範囲として考えてまいりたい。

なお、将来、集団投資の関係についてはデリバティブ商品が出現する可能性もありますので、当然デリバティブ商品については原資産になる不動産固有のリスクが影響を与えることとなりますので、このリスクについても将来的なデリバティブのことも念頭に入れた上で検討を進めていただけたらということでここに記させていただきます。

２ページにまいりまして、前回の各委員からのご意見を事務局でポイントをまとめました。もし不十分な点、不適切な点がありましたら、またご指摘いただきたいと思います、資料でご説明申し上げたいと思いましたが、このうち、先ほど言いましたように、右側の〈１〉から〈４〉までを年内にと考えておまして、したがって、前回のご意見のうち、〈１〉投資サービス法の状況、〈２〉情報開示についての横断的な開示ルール、〈３〉伝統的な相対取引とスキームにより説明開示についてきめ細かく検討すべきではないか、〈４〉プロとアマの分け方についての議論、〈５〉個人投資家の被害状況の調査・精査、ここまでのご意見について、本日資料をもってご説明したいと思います。

〈６〉以下のご意見については、また、年が明けましてから、第４回以降の不動産部会において検討を深めていただきたく整理をさせていただきますと思ひまして、この資料を提出させていただきます。

資料１の説明は以上でございます。

○平井部会長 今のご説明にありましたとおり、本日の部会では資料１の１ページの右側の①、②、③について議論を深めていきたいと思ひますが、特にご異論なければそのようにさせていただきますが、よろしゅうございましょうか。

それでは、①投資サービス法の検討状況及び論点、まず、取り上げるべき議題はそうなりますので、資料２について、事務局から説明をしていただきたいと思います。

○松脇課長 それでは資料２に基づきましてご説明をしたいと思います。

投資サービス法の現在の検討状況と論点についてという説明をしてもらいたいということで、前回、岩沙委員からご指摘がございました。現在、金融審議会におきまして検討が行われておりますが、まず１ページから金融庁の資料をそのまま転記したのがありますので、現在の投資サービス法の考え方、これは特に７月にまとめられた金融審議会の中間整理をもとに金融庁でまとめた資料でございます。

まず基本的考え方、（１）基本理念ですが、利用者の満足度の高い、活力ある金融システムを構築することと、適正な投資家保護を図ることにより、公正・効率・透明な金融システムを構築するという基本理念が掲げられております。

その理念から見た現状の（２）課題として、利用保護のルールの徹底とその選択肢の拡大ということで、特に法的規制のない新しい金融商品が多数出てきているということで、これについて利用者保護策を講じる必要性がある。

幅広い金融商品について包括的・横断的な利用者保護の枠組みを整備し、利用者保護を拡充する。それが逆の面から見ると、多様化するニーズに応じた商品・サービスの提供を可能にし、金融イノベーションの促進につながるということで、新たな金融商品設計の自由化の拡大ということで、利用者利便の向上につながるということが課題として掲げられております。

2ページにまいりまして(3)方策ですが、投資サービス法の策定に当たりましては、現行の証券取引法を基礎とし、それを改組し、投資サービス法を制定する方針が1つ。現在、縦割り業法がございます。後の方に出てまいりますが、私どもと金融庁が共管しておる不動産特定共同事業法もこの縦割り業法の中に入っておりますが、これについても見直し、幅広い金融商品を対象とした法制を目指すという基本的な方策がまず掲げられております。

1つ飛ばして4つ目の「●」ですが、投資サービス法が金融商品の販売や資産の運用に関する一般法としての性格を有するものと位置づけるということが掲げられております。また、1つ飛ばして、ファンド規制法(投資信託・法人法、Jリートに基づいている法律がありますが、商品ファンド法、不動産特定共同事業法)についても規制の内容ごとに機能別・横断的にルールを再整理していくことが望ましいということになっています。ただ、そのうちリートのもとになる投資信託・法人法については、法律自体は特別法として残すという金融審議会の中間報告となっております。

その下、銀行法や保険業法については、投資サービス法と一元化することについて検討を行うべき。その検討に当たっては、金融商品の性格や現在の業務の実態を踏まえ、「金融サービス・市場法」を展望しつつ議論を行う)ことが記載されております。

(4)位置づけですが、「経済財政運用と構造改革に関する基本方針2005」に基づきまして、そこにおいて、「金融システムの改革」として、以下の位置づけがある。

●金融・投資サービスに関する横断的法制としての「投資サービス法」(仮称)について、早期の法制化に取り組む。

●我が国金融市場をアジアの金融拠点とすることを視野に入れ、市場インフラの整備等を通じて、国際的地位の向上を図るという位置づけがなされております。

次に3ページにまいりまして、2.投資商品の定義についてですが、まず投資商品については、投資サービス法において、可能な限り幅広い金融商品を対象にする。

・証券取引法による有価証券、みなし有価証券
・法律上の投資家保護策が講じられていない、組合などへの出資持分等
・それ以外の法律による投資家保護の対象となっている商品も可能な限り、幅広い金融商品を対象とするということが、まず基本的に掲げられております。

その上で、「投資商品」の定義として3つ、

①お金で出資して、お金が償還になる、そういう可能性を持っていること。

②資産や指標などに関連したリターン。

③より高いリターンを期待してリスクをとる。

こういう基準を仮の基準として設定を試みつつ、集団投資スキームも含めて可能な限り、大きな括りで列挙するという投資商品の定義の基本方針が掲げられております。

4ページにまいりまして、投資サービス業の定義ですが、(1)販売・勧誘(2)資産運用・助言、(3)資産管理。

(1)販売・勧誘

●営利性などを要件とせず可能な限り広くとらえる。

●発行者自身による販売・勧誘行為についても業者ルールによる規制の対象とすることが適当。

●株式会社自体による自社株式の募集などについて取引ルールの適用が必要であると考えられるが、業者ルールについては投資家保護に支障のない範囲で適用除外とするような措置を講ずることが望ましい。

というような項目があります。

(2)資産運用・助言

●投資(金融)商品を含むあるいは含むうる資産の運用や投資信託など幅広く投資サービス法の規制対象とすることが適当。

(3)資産管理

- 保護預かりについても本来業務として位置づける。
5ページにまいりまして、ディスクロージャー制度について
- 今後の開示規制の再編の方向性として、有価証券（投資サービス）の性質、流通性に応じて分類し、その分類ごとにふさわしい開示規制のあり方を検討する。
- プロ/アマ規制のあり方の検討に対応し、適格期間投資家の範囲を拡大、プロ私募の要件とされる転売制限の柔軟化等について、取引の実態等に即して検討を行っていく。
- 投資サービス法制と証券取引法以外の業法との関係がどのように整理されていくかを踏まえつつ、投資家保護に欠けることがないよう留意しながら、他の開示規制との整理・統合について検討。

投資サービス業の規制内容

(1) 基本認識

- 現行の証券取引法における開示規制、業規制、こういった枠組みはこれを基本として維持する。
- 基本的な方向性としては、規制の柔軟構造化を図る。
 - ・ 既存の業法の規制内容を取り込みつつ、機能別・横断別に整理し直す。
 - ・ 機関投資家などを中心とするプロに投資商品を販売する場合についての規制緩和など、規制緩和を促進する。
 - ・ 個人投資家を中心とするアマに投資商品を販売する場合については、適正な投資家保護を確保する観点から、必要な規制の見直しを行う。プロ/アマについての方針がここに書かれております。

投資サービス業の(2) 業務範囲

- 本来業務として、投資商品として位置づけられる幅広い金融商品に係る販売・勧誘資産運用・助言、資産管理を一体として規制。
- 本来業に付随する業務としては、外国為替取引やM&A業務を含む経営相談業務について付随業務と位置づける。

(3) 参入規制

- 原則は登録制とするという方針を掲げた上で、業務内容に応じた3段階の要件。
 - ・ 現行の証券会社に対応する幅広い業務を行う業者については、現行の証券会社と同等の参入規制を置く。
 - ・ 流動性の低い商品のみを勧誘・販売し保護預かりを行わない業者等については、自己資本規制などは適用しないこととするなど、参入規制に配慮する。
 - ・ 証券仲介業に対応する、他の投資サービス業者の委託を受けて、投資サービスを提供する業者については、財務規制を最低限とするなどその枠組みを維持するという3段階が掲げられております。

(4) 行為規制

【基本認識】

- 既存の業法の規制等を勘案し、機能別・横断別に整理。
- アマを対象とする投資商品の販売については投資家保護規定を拡充する一方、プロを対象とする投資商品の販売については規制を緩和。

【投資家保護規定の拡充】

- 業務上の義務として、誠実・公正義務や善管注意義務、さらに資産運用・助言を行う業者については①善管注意義務に加え②顧客への忠実義務、③やむを得ない場合でない限り他人による信託事務の処理を認めない自己執行義務、④分別管理義務を規定するということの方針です。
- 受託者責任を具体化した義務については、適合性原則、最良執行義務、価格公表義務など、金融商品のサービスの性質を踏まえて横断的な義務づけを行う。
- 表示事項も含めた広告規制。

- 各種手数料の開示。
- 適合性原則の担保ということで、元本欠損のおそれがあるか、元本を超える損失のおそれがあるか、といった商品のリスクの程度にも配慮して検討を行う、という方針が掲げられております。

【「プロとアマ」の区分】

● 行為規制についてプロ・アマの区分を設け、区分内容に応じた行為規制を設ける、まず一義的な方針と、さらにアマとされる投資家であっても、投資家の自分自身の選択に応じてプロとなることについて問題がなければ、プロとして取り扱われる選択肢を設ける。逆にプロとされる投資家であっても、アマとして取り扱われる選択肢を用意する。

(5) 投資サービス業者のコンプライアンス強化

● 登録等に当たっての要件を整備するなど、コンプライアンス強化のための措置を講ずる。

集団投資スキーム（ファンド）

(1) 基本認識

● ファンド全般について販売規制の対象として、情報開示などを義務づける。資産管理、受託者責任、運用報告などについて、最低限の仕組み規制を適用。ファンドについては幅広く届出・登録を義務づける。

(2) 具体的規定

【ファンドの届出・登録】

● 既存の業法により、仕組み規制のないファンドについては、届出・登録を義務づける。

【資産管理】

● 分別保管の義務づけ。

【運用者の資格要件】

● 投資サービス法上の資産運用業者による運用を義務づける。

【受託者責任・利益相反防止措置等】

● ファンドの運用者やファンド資産の管理者などファンドの義務に携わる者が投資サービス法上の業者でない場合、受託者責任や利益相反防止措置などについての規定を整備。

【運用報告】

● 財務・運用状況などについて投資家に定期的に報告することを義務づける。

自主規制機関

● 自主機関のあり方について、現在個別の業法ごとに差異があるが、根拠規定は投資サービス法に一元化して、証券業協会と同等の機能を各機関が有することとすることにより、自主規制機関の機能強化。自主規制機関への加入義務づけといったことが検討項目として掲げられております。

以下、市場制度ということで、【グローバル化への対応】、【民事責任規定】、【金融経済教育】というような項目がその他として掲げられております。

以上が検討の状況ということですが、投資サービス法について、不動産投資の観点から、我々の観点から、どのような論点があるかという点について、10ページ、11ページで整理してご説明申し上げたいと思います。これは表題の補足書きにありますように、関係団体（不動産証券業協会、不動産協会、全国宅地建物取引業協会）から金融庁にパブリック・コメント等で意見が出されておまして、その意見をもとにして整理したものです。

大きく言いますと、不動産投資固有のリスクに着目すべきだという観点と、不動産投資市場の活性化を図るといふ2つの観点からの意見となっているというふうに整理されると思います。

まず第1点、規制内容におけるプロ・アマ区分について

・ アマチュア等の一般投資家に対しては投資家保護に配慮した考え方が反映されるべきでありますけれども、プロ同士については、利用者ニーズに対応した自由な商品開発や不動産投

資市場活性化の観点から自由に取引できる環境を確保すべきではないか。

- ・ 先ほどあったアマチュアの投資家が、自分の意向によりまして、プロに扱われるというオプトイン（プロ宣言）、逆にオプトアウト（プロ宣言の撤回）といったことが金融審議会において検討されておりますが、これについて認めるべきではないか。

これはやや細かい論点ですが、参考資料の12ページ（参考8）をお開きいただきますと、投資のプロの定義の例ということで、ここに証券取引法におけるプロが上で不動産特定共同事業法におけるプロの定義が下ですが、証券取引法におけるプロは、ここにありますように、まず金融機関等がそのまま適格機関投資家となっております、それに加えて、一定の金額以上の資金運用を行っているということで、資本金5億円以上のベンチャーキャピタル会社で届出を行ったもの。保有有価証券が2年連続で100億円以上であるもので届出を行った者が、証券取引法におけるプロ、投資に係る専門的知識及び経験を有する者の定義となっております。

これに対して、不動産特定共同事業法の適用除外の対象となるプロの定義は、ここにありますように、銀行、信託会社、保険会社、農林中央金庫、信用協同組合、不動産特定共同事業者のほか、資本の額が5億円以上の株式会社となっております、このプロの定義が異なっているという論点であります。この定義について、どうあるべきかということが、資料の10ページに戻りますが、1の3つ目の「・」の論点であります。

2. 投資サービス業者に対する行為規制を担うべき者について

投資商品の実質的な投資対象が不動産である場合で、しかも相対で取引される場合などにおいては、投資サービス業者に対して、不動産取引に関する相当の知識を有する者の設置を必要とする場合があるのではないか。

3. 集団投資スキームに対する規制について

- ・ 先ほどのファンドについて、幅広く届出や登録を義務づけるといった方針がありました。が、およそすべてのファンドについて義務づけることは過剰な規制ではないか。
- ・ 特にプロ同士の私募ファンドについては、ファンド組成スケジュールが一般的に極めてタイトであることから、少なくとも事前を義務づけるのではなくて、事後届出でも足りるようにすべきではないか、といった論点です。

4. 既存ファンド法制との関係について

これは先ほど言いました、現在国土交通省と金融庁の共管になっております不動産特定共同事業法の扱いについてですが、この不動産特定共同事業法は、不動産投資の特殊性を踏まえて販売、運用を含めた一体的な規制を行う機能を有し、十分な投資家保護は措置されているので、投資商品の定義に当てはまる部分についても、投資サービス法の特別法としてその枠組みを存置すべきではないか。

これにつきましては、先ほどの参考資料の1ページをお開きいただきたいと思います、ここに不動産特定共同事業スキームについてということで掲げられております。上に図にしてありますけれども、不動産特定共同事業者が、これは匿名組合を活用した場合、投資家から匿名組合契約で出資を受けて、オリジネーターから譲渡を受けた実物不動産とこの匿名組合出資をバランスさせて事業を行っていくというものですが、下のスキームの特徴にありますように、この業の特徴としては、まず行政庁の許可が必要であるということがあります。

許可の要件、②の上の括弧にあります、宅建業者であること、資本金1億円以上であること、業務管理者という不動産についての経験、知識を有する者の設置の義務づけ。規準に適合する契約約款の作成といったことを要件として掲げております。

「行為規制」として、③事業許可の際に行政庁の審査を受けた、先ほどの約款に基づいて契約を締結する義務。

④契約成立前に書面交付・対面説明の義務、契約成立取引時の書面交付義務を課しております。

⑤不動産の運用段階に入りましても、事業者は投資家の求めに応じ、財産の管理状況につ

いて随時報告する。定期的に（1年以内の期間を定めての定期）報告書を交付する義務があるということで行為規制を規制しております。

ここには文字にしておりませんが、実は不動産特定共同事業は3種類の契約を対象にしておりまして、1つは、民法上の組合をつくって、その民法上の組合の委員として投資家の方に参加してもらうという形態があります。

2番目は、ここで、スキームの概要図を掲げたように、商法上の匿名組合をつくりまして、その形で投資家から投資してもらうという形があります。

3番目は、共同で共有している不動産を賃貸するという形で、不動産特定共同事業者が賃貸を受ける、あるいは賃貸の委任を受けて事業を行っていくという形態があります。

この3番目の形態は、これは全く実物を最初から最後まで扱っておりますので、これは国土交通省だけの単独の所管になっております。ただ、最初の2つは、民法上の組合も匿名組合もお金で入ってお金で出るという形になりますので、そういう金融的な側面もあるということで金融庁と私どもの共管になっています。

資料2の11ページに戻りまして、4.の2行目の後半のところ、「投資商品の定義に当てはまる部分についても」と書いたのは実はそういう意味でありまして、先ほどの実物不動産だけで完結する場合は、これは完全に国土交通省の単独所管の部分でありますけれども、共同の所管になる部分については、それは概念的には投資商品の先ほどの定義に当てはまる可能性が高いわけですが、その場合であっても、先ほど参考資料の1ページでございましたように、投資家保護の措置が十分に措置されているのでその枠組みを特別法として存置すべきではないか、こういう意見であります。

むしろ逆に、投資サービス法と統合することによって、投資サービス法の行為規制がどういうふうになるかにもよりますが、現在の証券取引法上の規制等を念頭に置くと、例えば広告や事業実施に係る規制や対面説明義務などがないので、そういった部分については投資家保護は後退するおそれがあるのではないかとといった論点です。

5. 投資サービス義務の受託者責任について

これは受託者としての責任が重要であるという論点に対して、これについては、業務の内容に応じて検討すべきではないか。例えば、最近プロパティ・マネジメントの会社が統括的に判断を行って、例えばビルのメンテナンス業者、清掃業者を使うという場合がありますが、そういう統括的な判断を行う会社については、これはある程度合理的に受託者責任についてしっかり負っていくと、これは合理的な理由があるかと思えますけれども、その統括的な会社の判断に基づいて、その裁量のもとで実際に事務を執行していくと、そういう事業者まで同等の責任を求めるのは合理的ではないのではないかとといった論点であります。

6. ルールの実効性の確保について

今までの論点は、不動産固有のリスクに基づくルールが必要ではないか。特に先ほどの2番目のボツのところ、担うべき者につきまして、不動産取引の知識、経験を有する事業者が扱うことが必要だという考え方を示しましたが、そういうような考え方に立った場合に、そのような事業者に対する監督が不動産取引についての規制当局ということで、これは言い換えると宅地建物取引業についての免許、監督指導を行っている行政庁も責任を受け持つことが望ましいのではないかとといった論点です。

以上が資料2の説明でございますが、併せまして、先ほどの資料の最後にありました岩沙委員からの意見がございます。これについて、部会長、よろしければ、岩沙委員、ご欠席でございますので、要点をかいつまんでご説明させていただきたいと思えます。

○平井部会長 どうぞ。

○松脇課長 まず、不動産投資市場の整備のあり方についてということで、最初の段落は、不動産ファンド等市場規模が拡大しているということと、2番目の段落のところ、幅広く国民経済に寄与する意義があるということを行った上で、3番目で、岩沙委員が理事長を努められております社団法人不動産証券化協会では、情報整備を行うとともに人材の育成を行

っているといった上で、不動産投資市場のさらなる充実を図るために、投資家保護の施策を適切に実施する一方、マーケットにおけるプレーヤーが金融イノベーションを伴って円滑に活動できるよう配慮された基盤づくりが求められると。

2番目に投資サービス法への対応ということで、不動産投資商品も原則として適用対象と見込まれるが、運用対象が不動産であることに伴う特殊性を考慮し、取り扱いについては的確な対応が必要である。ただし、金融商品と不動産商品の面から形式的に二重規制が課されることのないよう配慮していただきたい。

(1) は運用という概念の相違ということで、ここで岩沙委員は、株とか債券の場合、運用という、普通ポートフォリオに基づく資産の配分とか入れ替えがメインであります、不動産の世界で運用といいますと、これに加えてリーシングマネジメント・施設管理・補修改修とか、そういうものも含むということで、運用といった言葉の概念がやや世界によって違うので、そこについて適正に対処すべきである。

(2) として運用・助言業者および販売・勧誘業者の資格要件ということで、それぞれについて、不動産運用、または不動産取引に関する相応の能力を備えることを要求すべきではないかといったことであります。

(3) で、プロ・アマの区分ということで、プロ・アマの区分については、これを区分して、規制のあり方についてメリハリをつけるべきである。プロの定義については、不動産会社・建設会社・プロパティ・マネジメント会社等の不動産業の専門家と、不動産をもともと持っていた所有者、譲渡してくるオリジネーター・テナント等の特定不動産について状況をよく知っている立場のある人たちもプロの概念に含むようにしていただきたい。もしこれらについて明確な定義が困難な場合には、先ほどの投資家サイドの選択によるオプトイン・オプトアウトを認めるべきである。

(4) コンプライアンスについては、必ずしも金融機関と同水準の重厚な体制を一律に求めるのではなく、業務の実情に応じた柔軟な対応が必要であるということです。

(5) 不動産特定共同事業法との関係につきましては、実物不動産に関する投資家保護法制として十分に機能しておるので、投資サービス法の適用除外とすべきである。

(6) 自主規制機関につきましては、本来業界の自発的な意思によるべきものであって、加入の義務づけは慎重な対応が望まれる。

(7) その他として、私募の不動産ファンドについては製販一体義務の許容、届出・登録の適用除外。少数私募の考え方の維持、営業保証金の重複供託の回避。これは実は宅地建物取引業法では1,000万円の営業保証金が原則としてかけられておりますが、昨年12月に信託業法が改正になりまして、信託受益権の販売業者として登録をとった不動産業者も多いのですが、その場合に営業保証金として1,000万円の供託が義務づけられておりまして、その営業保証金が両方で重複供託になっている。そのことについて回避、適切な対応をお願いしたいということです。

以上、岩沙委員の意見書のご説明になります。

○平井部会長 資料2の説明をいただきましたけれども、何かご質問とか、ご意見等ございましたら、ご発言をお願いしたいと思います、いかがでございましょうか。

○井出委員 資料2の11ページのパブリック・コメントから出てきた論点ということの4番目ですが、その中に、統合することによっていろいろ問題が、保護が後退するというご意見の中で、対面説明義務とか、特に非常に問題になるところが出てきておりますが、なぜ、対面説明義務にこだわるのかということをしつかり押さえておかないと、対面であれば何でもいいのか、あるいは対面でなくても実質的に内容がきちんとしていけば済む問題なのかというところがわからなくなっていて、ただ、対面という形式にこだわってはいは余りこの規制というか実態に合わなくなってきましたし、従来のやり方と余り変わらなくなってしまうのではないかと感じておりますので、できれば、ここにいらっしゃる方々でよろしいのですが、対面説明義務といったときに、何で対面なのか、あるいはどういった内容が主に

対面でないと説明できないのかというところをお話しただけであればというふうに考えます。
○松脇課長 大変重要なお指摘でありまして、対面していればいいとかということではなくて、実質的に何がここで担保されているかということだと思います。これは先ほど言った、特に相対に近いような場合、不動産特定共同事業法の契約も基本的には相対に近い場合が発展しておりますので、その中で不動産に係るリスクについて、単に書面だけでなく、不動産について中身をよく知っている者、経験とか知識を持っている者が質問等に答えつつ説明することが本当に投資家にとってその商品、スキームの立て方について理解を深めることになって本当の投資家保護につながる。

逆に言うと、単に書面だけだと投資家保護に欠ける点があるのではないかということで、対面説明義務が不動産特定共同事業法にあるわけなんですけれども、これが投資サービス法の世界になりまして、資料3のところにありますように、投資サービス法の対象とする商品の中にはもっと流通性が多くて、対面で説明しているようなものではないような類型のものもあって、その場合は別の配慮が必要だと思うのですが、そのような投資サービス法ができて、こういう商品は存在することが予想されているわけなので、そういう場合には今ある規制が一定の意味がありますので、それを維持すべきではないかといったことでここに触れさせていただいております。

○川本審議官 井出委員のお話は非常に貴重なご意見でして、今、課長が大変説明しにくそうに説明をしておられるわけでも、もともと前回の議論もありましたように、宅建業法で対面に個別の物を取引するところをある程度延長にしながら特定共同事業法はかなり古い時期にできた法律でして、5にありますように、業界からの意見ということについては、特定共同事業法は別扱いで、これより後退するのはおかしいという意見はあるのですが、今おっしゃったように1つ1つ本当にそれが要るのかどうかというのはもう一度見直す必要があるのではないかと。

先ほど岩沙委員からのペーパーにもありましたように、二重の規制みたいなものは基本的に外したいと思っておりますし、せつかくの機会なので、そのときに投資商品として不動産に特殊性があるということは事実であっても、特殊性の範囲で最低限どこまで規制しなければいかんのかというところの見直しは必要だと思っております。今、課長のご説明で納得された方は余りいないと思いますので、もう少しこれは整理させていただきたいと思っております。

○井出委員 済みません、ついでに言わせていただきますと、特定共同事業法だけにこだわって別扱いにされていますよね。ところが不動産投資商品をすべて事業法がカバーしているわけではないので、不動産投資と言いながら、ここでカバーしてないやつはどうでもいいのか、そういう議論になってしまいますよね。本当に必要であれば拡大して保護するべきであるのに、これの中身や形にこだわっていると、実は共同事業法以外の部分が大きくなっているということの実態と合わなくなってくると思うんです。

○川本審議官 私どももおっしゃるとおりだと思っております。もともと特定共同事業法、草分け的につくった法律なんですけれども、今おっしゃったように、不動産投資を対象にした商品は非常に幅が広がってきて、共同事業法はごく一部になっているわけですね。だとすれば、幅広い不動産投資全体についての共通ルールをつくるのであれば、特定共同事業法にどこまでこだわるのかというのは、一旦全部取り払って考えてもいいのではないかなと思っております。ご議論としてはむしろ特定共同事業法をやめてしまってサービス法に全部吸収してもいいのではないかという議論もあり得るし、マーケット全体はその方が成長するのであればそういう結論になってもいいのではないかなと。その後には役所の権限論みたいなやつが全然ないとは申しませんが、本来的には欠けるところなく世の中がうまくいくなら、その方向へ持っていくということについては、そういうのもあり得ると思っております。この狭い世界に閉じこもるつもりも余りありません。

○松脇課長 ちょっと補足いたしますと、まさにその点こそがこの部会でご検討いただきたいところでありまして、投資サービス法に係ってしまう中でも不動産に基づくものについて

何か共通の考え方があるべきではないかということをご検討いただきまして、その中にはもちろん今の不動産特定共同事業法に基づく規制もありますけれども、それだけにこだわることなく幅広い立場からご検討いただけたらと思っております。

○田村委員 今の続きの議論でもいいのでしょうか。それともまたこの議論は後で説明された後に。

○平井部会長 どうぞ。

○田村委員 私の個人的な意見では、むしろ逆といいたいまいしょうか、不動産特定共同事業法があって、それは不動産固有の従来からの伝統的な取引形態を反映して、かつ個別の不動産のリスクについてきちんと本人の意思を確認しながら説明をするという、ある意味で大変いい法律だと思うんですね。この法律ができたのが1995年ですから相当古いといっても、10年かそこらですが、ところがその後、できた途端に逆に急激に違うスキームが発達してまいりまして、不動産を投資対象とはするけれども、例えば不動産そのものを特定しないとか、投資家が多数にわたるとか、そういった形で取引形態がそもそも違うものということがあって、2つを一緒にするのはなかなか難しいのではないかとことをちょっと思うんですね。

逆に言いますと、例えば不動産の信託受益権を販売業者という信託業法上の業者に登録をさせて販売するというときに、実は実態は受益権とはいいいながら不動産そのものなので、むしろ従来の不動産の取引形態に即した内容の説明をすべきであって、それを投資サービス法のもとに一律に規制するのは逆に違うのではないかと。ですから技術的にそれをどうこうというのはなかなか難しいと思いますが、考え方の根本としては、特定共同事業法をなくして全部投資サービス法でというのは私にはなかなか難しい話には聞こえるんですね。

○川本審議官 我々の考え方もほかの金融商品と不動産を扱う商品と全部同じルールになるとは考えてないです。それらを多分共通するようなルールがあって、その上で不動産の特性を踏まえた信託受益権みたいなものも議論としては入るのだろうと思っておりますが、それを上乗せさせるというような仕組みなのかなと。ただ、そのときにたまたま法制が違うので、ルールがばらばらだとすると、それは非常にマーケットにとってゆがみが出るので、それならば、1つの法律の中にそういうのを全部のせるものもあるし、場合による別々の法律で投資サービス法に乗っかってくる不動産関連商品の部分の規制と共同事業法の規制はパラレルになるような仕組み、そういうやり方なのかなという印象を持っています。そのときに、最初ちょっと申し上げたのは、今の共同事業法の規制自体も本当にいいのかどうかを含めて見直しをすればいいかと、そういう意味で申し上げたんですね。

○田村委員 それは理解しているつもりです。ですから今申ししたのは根本的な理念の問題ということで、もちろんその例はそのまは無理だと思っておりますので、それを技術的に投資サービス法とどう整合性を持たせるのか。もちろん共同事業法が今のままでいいとは全く思えないので、それはそれなりにいいものにむしろ規制を緩和する方向で進めていただきたいというふうに思っています。

○平井部会長 ほかに何かご意見ございまいしょうか。

○伊藤委員 これはむしろ意見というよりも質問に近いのですが、今、ここは国土交通省さんの委員会であれなんですけれども、例えば商品ファンド法がありますね。そちらは、中身の商品によっては農水省さんの所管であったりいろいろありますよね。きっと同じような議論がそれぞれの分野で起こり得るのだと思うのですが、もっと言うと、そういうのがない分野、つまり従来の商品ファンド法でも投資信託法でも特定共同事業法でもなかった分野も今後はまたあり得るのだろうと思うんですね。そういうのはどこまで、例えば10ページの2番でいきますと、「不動産取引に関する相当の知識を有する者の設置」と。これは例えば宅建の免許を持った人を置きましょうというような非常にイメージしやすいのですが、そうでない分野も今後いろいろ出てくる中で、どこまでこういう主張が、この分野だけ主張できるのかどうかというのは整理しておかなければいけないのではないかと考えたのと、もう一つは、例えば不動産の分野に限ったとしても、海外不動産はどうなんですかといったとき

に、海外不動産の規制当局というのはいずれになるのか、我々もわからないし、商品自体を海外でつくって国内で得る場合もあればいろいろなやり方があるわけですね。この商品ファンド法というのはいずれの辺にターゲットを置いてそれをつくろうとしているのかというのがどこにもわからない。例えば器自体は実はオプション的につくられるけれども、実は販売は国内でやる。でも投資対象は実は別の国だとかいろいろあると思うんですね。

そうしたときに、商品ファンド法というのはいずれにターゲット当ててやろうとしていて、規制当局といっているものは一体何を言っているのか、全然この資料の中ではわからなかったもので、意見というよりも教えていただければと思います。

○平井部会長 今の問題は、お答えは後回しにさせていただいて、杉本委員、もしおっしゃりたいことがあれば。

○杉本委員 今の話とかなり後戻りしてしまうかもしれないのですが、そもそも不動産をバックにした金融商品、投資についてのディスクロージャーということを考えますと、特定共同事業法で求められているディスクロージャーや、不動産信託受益権をバックにした匿名組合出資になりますと、現時点ではみなし有価証券になっておりますので、証取法から来るディスクロージャーといろいろ規制法があるのですが、投資家から見た場合、ほとんどが不動産をバックにした不動産価値ですから、（もちろん仕組みのところも知りたいことは知りたいのですが、）最も知りたいのは不動産固有のリスクや情報になると思うんですね。それが現時点においては、特定共同事業法というのはいずれ、宅建業法の特則のような形で成立しましたので、宅建業法で扱っている宅地建物という定義にしばられてしまっていて、そういう意味では規制がいろいろな形で何種類をかかかっており、これは投資家から見ると不便きわまりない事態だと思います。

不動産をバックにした投資商品については、金融資産等をバックにした、例えば株ですとか、金銭債券をバックにしたものと、特に金銭債券の場合には全然違う情報が求められますので、投資家が知りたい情報も全く異なり、不動産につきましても、先ほど運用の範囲が全然違うということもありましたが、相当専門性の高い情報ということになると思います。ですから、不動産をバックにしたものについての横断的な、業者規制というよりはディスクロージャーのルールが必要なのではないかと思います。

そういう意味では生の不動産と不動産をバックにした信託受益権ということがありますが、不動産をバックにしている貸付金についても、投資家の求める情報については、同様のものが求められていると思います。特にアメリカなどの会計では「ADCローン」と呼んでいるものがあります。Aというのは、Acquisition、Dは Development、Cは Construction、買収型ローン、建設型ローンあるいは開発型ローンについては不動産として区分されておりまして、その意味で特定共同事業法等と同じような情報の質のものが開示されるのが必要になるのではないかと思います。

○平井部会長 今のご意見いろいろ伺っていますと、この部会の議論の基本的な方向にかかわる問題が出てきたような気がしますので、整理させていただいてご意見を伺って確認していただくということにしたいと思っておりますが、それは、前のお話はどちらかというと、法律がまず先行して、投資サービス法がこうなっているが、しかし不特法（不動産特定共同事業法）はこうであると。不特法のあれを守るべきではないかとか、不特法のテクニック、法技術がいいかどうか、そういう傾向のご議論があったようで、岩沙委員のご意見などはまさにそれで、これは別に業界の立場として当然ですから、それは全くそのとおりだと思いますが、しかし、川本審議官や課長が言われましたように、ここでの議論は、法律の規制がどうかとか、現在のあれはどうかということをやまず離れて、いわば理論的におよそ不動産というものの特性は、例えば全部金銭価値に変わってしまったときには一体なくなってしまうのかとか、それは全く証券と同じになるのかとか、そうではなくて、実物的なものがなお残って根本的な不動産の特殊性というものがどこまでもついて回ると考えるべきだと。あくまで不動産の特殊性は何かということから出発して、さまざまな規制の考え方をまずここで議論

していただいて、それがたまたま不特法と一緒になれば、それは不特法がその限りでは存置すべきだということになるかもしれませんが、それはお役所の方でおやりになることであって、我々としてはあくまで不動産の特殊性がもたらすものがさまざまな規制の仕方に、それはたまたま投資サービス法と違うかもしれませんが、あるいは同じかもしれませんが。まず、不動産特定共同事業法というところから出発して、問題を理論的に考えるとといった方が方向としてはいいのではないかと思うんですね。

私は実を言いますと、国土交通省からのお話を伺ったときに、国土交通省がいろいろ金融庁とやり合うための武器をここで求めているのか。これは意地の悪い考え方ですが、そう思ったんです。ところがそうではないんですね。国土交通省はその点は極めて理論的ですし、いや、そんなことは我々が責任持ってやることだと、ここの責任では全くないと。あくまで理論的に不動産の特殊性というものが本当に金銭に表示されたときにそれはなくなるのか、どこまでつくのか、そこのところを考えてほしいというところにあるようでしたし、まさに今の川本審議官のご発言などはそういうご発言なんですね。

ですから我々としてもそういう方向で考えていって、法律にとらわれないので、この法律のこれを守るべきだとか、これは反対すべきだとかということにとらわれないで、そこから出発したらどうかというのが私の考え方なんですが、この点はいかがでしょうか。事務局側で、私はそういうふうに理解しましたけれども、私の理解が間違っていれば、また教えていただきたいと思います。

○渋谷委員 今、先生のご意見で、私は基本的には賛成なんですけれども、信託という立場の中で、実は不動産というものが、5年前ぐらいですか、いわゆる現金化されたり、金融商品、証券化されてきて、そのときに議論の中では不動産ともう一つは金融という商品が融合されて、その軸足がどちらにあるのだということが、実は私どもの中でもいろいろ議論がなされたのですが、過去5年間の経験を見ますと、そのベースの軸足は不動産なのではないかと。不動産があって、その中に金融のいろんな仕組みとか、ベースがいろいろ入って幅広くリスクがミドルリスク・ミドルリターンのものできれば、ハイリスク・ハイリターンの部分もできるとか、不動産の区分けができるとか、そういうことがこのマーケットが発展してきた経過だと思っておるのですが、ただ、一番ベースにあるのは、軸足は不動産がそもそもあって、そこはいろいろと商品化されておるわけでございますので、その辺のところは私もそういう観点でご議論がスタートしたらいいのではないかと思いますし、また、逆に軸足論ですから、両方の知識も要るので、それを販売する人たちの知識も、逆に言うと宅建業でしるばるといのもまたどうか。片や証券で、証券外務員資格を持っていないとどうかというのもちょっとおかしいと。そういう意味ではその辺の相当の知識の部分というのは、金融と不動産とどのようなものかというの、ここは少し議論が必要ではないか。

○濱口委員 不動産を特殊なものとするのかどうか、それに対してふさわしいディスクロージャーはどうかという議論については、最終投資家の立場からすると、例えば不動産をバックにしたコマーシャル・モーゲージ・ボックスというのがありますね。あれを買うときに、エクイティの部分なんていうのはその不動産固有のリスクをもろにかぶってくるわけで、一般的なアセットバックもそうですし、例えば航空機のオペレーティングリース、これは飛行機の技術的な観点、当然リスクはあるわけで、その航空機の技術的な観点のリスクと不動産のビルリスクとどちらがどうかというのと似たようなものかもしれませんが、どちらも難しいですけれども、そういうものに投資するときには我々はそれなりの投資家としての、例えば年金であれば受託者責任としてそれをちゃんと鑑定できる能力を持つ、ない場合にはコンサルタントとかに相談する。そういう人が投資すると。例えばもっと言えばプライベート・エクイティ、もしくは不良債権関係のファンドがありますけれども、不動産をターゲットにしたプライベート・エクイティもあります。

ということで、結論からいうと、投資家とすれば、不動産であれ、飛行機であれ、何であれ、そこだけ特に保護する必要があるという必要はなくて、むしろそういうリスクであると

考えて、それぞれの対象に対して適切な注意を払う訳で。投資家の立場からすると、あえて区別する必要は全然ないように思うんです。

○松脇課長 1つ、今ある法律から基づいてどうこうというよりは、この場では幅広く不動産というものについてお考えいただきたいと、先ほど部会長がご発言されたことはまさにそのとおりでありまして、そういうふうに思っております。

今の話にも何点か関係するんですけども、我々は不動産固有のリスクというのはあると思って、ここにいろいろ書いてありますけれども、それは不動産だけでほかのものに一切こういう固有のリスクはないかという、そんなことなく、実はきのう金融庁の担当の課長ともいろいろ話していて、おっしゃるとおり、まさに航空機の話ありまして、航空機、アメリカなどとファンドでいろいろやっていると。確かにそういうことを考えてみると、同じように別の意味の高度な知識とか経験を要する人がコンサルティングしないとうまく回らないような分野はほかにも恐らくあるのだと思うんです。

投資家が対象としているものの中では、株とか債券みたいな企業の持っている力というか、企業に着目しているものと、不動産とか航空機とか資産とか物がどれだけの収益を上げていくか、着目するものによって大きく分けられると思うし、その中でもそれぞれ高度な知識とか要求される場合があると思うのですが、何もほかのものが全然違って、不動産だけでなく共通のところはあるかもしれない。ただ、少なくとも不動産についてはこういうことがあるのではないかということ、それから、今の濱口委員のところをお話しさせていただくとすると、年金とかまさにプロの投資家の方が見る場合と、アマチュアの一般の投資家がある場合では、この次の資料3のところにかかわってきますけれども、多少違ってきて、アマチュアの方にはそれぞれの持っている、それは航空機もそうでしょうけど、不動産の場合は不動産の場合のリスクについて、どのような説明の体制があるのか、だれが説明するのかといった点は論点かなというふうに思っております。また、ご自由にご意見いただきたいと思っております。

もう一点、知識というところで、先ほど宅建の主任者ということがありましたけど、確かに宅建の主任はわかりやすいのですが、宅建の主任者というと、今の宅建業法をもとにした人たちになるので、そういうことで余り限定せずに、ここで我々は言わんとしているのは、ともかくアマチュアの方に説明するときには不動産について知識とか経験のある方、主任者の資格があろうとなかろうと、ある方からの説明が必要なのではないだろうか、そういう位置づけでご検討いただけたらと思います。

○土田委員 今のお話で、濱口委員が言われましたが、一般投資家といっても大口投資家と小口の一般投資家はまた違うと思うんです。その中で、先ほどから不動産であるか、金融であるかというお話がありましたが、一般投資家から見ますとお金を出すことに変わりがなく、それこそ私は金融だと思っています。金融の運用がたまたま不動産であったということであって、そのリスクは、そのディスクロージャーはということになるのであって、不動産だけを論じていくのではなく、できれば、大きく金融のところから論じていただきたい。それから、できれば、ごくわかりやすい説明は、一般投資家に説明するのが最も、基本であると思うんですね。

あと、プロとアマの話もありますけれども、プロはプロ同士でやっていただくのは一向に構わないのですが、リスクを一番最後に背負ってしまうのは一般投資家ということにならないような仕組みをぜひ考えていただきたいと思っています。

○平井部会長 そのところは論点の1つになっていますので、おっしゃるとおりだと思います。さっきの伊藤委員のご質問、私が途中で引きとってしまって申し訳ないと思っておりますが、さっきのような考え方でいきますと、だれが規制をするか、規制当局はどこにあるのか、海外のあれはだれが規制するのかという問題は、まず根本の問題が、つまり不動産というものをどう考えるかということがまず決め手になって、それはどう規制するかというのは、これは別にここでの議論でなくて、そういう特性に応じた規制の仕方を実際に法律をつくる

仕組みの人が考えればいいということになるのではないかと思ったものですから、あまりそういうことにとらわれなくて、金融商品としての不動産の中で不動産的なもの、あるいは不動産と言ってしまふのは悪いのですが、不動産に一番よくあらわれている非代替性といえますか、不代替性といえますか、ほかに代われないものですね。不動産というのはそこにあるしかないわけですから、地球上のある一地点に存在するものしかないわけですから、そういう最も非代替的な実物が金融といえますか、金銭に還元されて流通するようになったときにどういうふうを考えていけばいいのかという問題としてお考えいただくという、さっき私が申し上げたことがもし皆様のあれを得られるならば、今の規制云々の問題はそう大きな問題ではなくなるのではないかという気がしましたものですから、ちょっと議論の根本ということで申し上げた次第で、どうも失礼しました。

○金本委員 不動産が何が特殊かみたいな話を始めたら出口はないのかなという気がします。金融商品はほとんどが実物が裏側にありまして、その実物の裏は不動産であったり、会社であったり、リース債権であったり、車のローンの貸し付けだったりいろんなことがあるわけですね。それを少し並べていただいて考え直していただいた方がいいのかなという気がします。

不動産というのは特殊だからどうこうということでは必ずしもなくて、非常にある種、ユニフォームだから、例えば宅建業法で設定している人たちが話に来ればわかると、そういう実はある程度標準化された商品だからというのは実は本当の理由かもしれないと思っています。宅建業の人に説明に来ていただいたから非常に複雑なリスクがわかるかということ、そんなことは全くないですよ。単純なことがきちんとわかるということはあるかもしれないけれども、それ以上のことではないことかという気がしますので、この辺もうちょっと本気で考えないと、何かおかしなことになりそうだという気がいたします。投資家にとっては、お金出して返ってくるだけですから、その裏側の何かというところで、不動産だからどうこうのというのは、今さっき土田委員が言われたように、それはあまり関係ないことかなという気がいたします。

○平井部会長 おっしゃるとおり、すべて実物があると。その実物という概念はそこまで検討すればそうだと思うんですね。資産があるか、資力があるかということが裏づけになっているわけですから、そういう意味では資力の有無というのは実物と同じということになりますね。だから、そこがまさに問題点なので、それと全く同じ考えでいいのかどうかというのは問題の出発点ですから、やはりそういう資産・資力、抽象的な金額に還元できない資産と違うものがあるのかどうかということから出発をする。

それはこのペーパーにも出ているわけなので、そこから議論をしていくというのは、結局抽象的な金銭に還元された資力ないし資産とこの問題の差異ということになってくるのではなからうかと思えます。一般投資家とすれば、お金出して返ってくるのがそうなんですが、問題はお金出して返ってくることが通常の金融の場合と全く同じかどうかと、そこなんじゃないかという気がしますけれども。

○金本委員 通常の金融で何を意味されているかですが、デットタイプのものでエクイティタイプ、エクイティタイプのもので必ず後ろに非常に複雑なオペレーションがあって、不動産よりはるかに面倒くさいはずなんです。そういうことを考えると、不動産のリスクがあってどうこうということからは説明できない。金から金へ直接に返ってくるというのはほとんどなくて、金出して、例えば証券投資ですと、企業がいて非常に複雑な事業やってみて、実態経済の中から返ってくるので、そういう意味では同じなんです。不動産について特殊なのはそこにおいて動かなくて、登記されていたりというので、ある種、標準化が進んでいるというのが多分違いだろうと。

○平井部会長 標準化が進んでいるかどうか、そこが問題なんですけれども、不動産価格というものが、通常の商品と同じ、通常のエconomic活動の中で決まるものかどうかというのは大問題だと思いますけれども、とにかく大事なことは、要するに実物という言葉を使っ

いく必要があるのではないかという気がちよつとするのと、それから、余り問題を拡大しても困りますので、ここでは不動産というものに一応対象を絞って、それが金融の商品の対象としてどれだけの意味を持つかというところから出発した方が議論としてはいいように思いますけれども、余り問題を広げてしまいますとね。

○濱口委員 まさにコマーシャル・モーゲージ・バックなんてその典型ですけれども、不動産は動かない。セキュリタリゼーション、例えばカリフォルニアの物件を日本の投資家が買える。実物を見なくても買えるからリスク分散なわけです。仮にディスクロージャーで実物見ないで売ってはだめですという、まさにセキュリタリゼーションによるリスク分散が起こり得ないわけですね。そこが金融なので、1つの例で言うと。我々もいろんな投資しますけれども、アラスカでも何でもいいですけれども、もちろん実物なんて見ないですね。

それがプロなのか、アマなのか、そこは議論が違ふと思うんですけれども、不動産は動かないから、実物だから特殊だというのは、投資の観点からすると、まさに投資の証券化というプロセスを逆に否定するような気がすると思います。

○井出委員 特殊性と言い出すと非常に難しいと思いますので、こういうことがわかっているならば、不動産商品、投資商品のリスクはかなり正確に把握できるということがわかれば、図が挙げられればいいと思います。

○平井部会長 不動産に対象を絞ればいいと思いますね。

○井出委員 余り言い過ぎると大変になってしまうので。

○平井部会長 ほかに比較して、不動産はどうかということを出すと、それは確かに手口がないわけで、議論の出発点は不動産ですから、それは今のような問題の立て方でいいと思いますけれども、ただ、議論の過程でいろんな比較をしていただくのは、これは重要なことですから、それはご自由にさせていただきたいと思いますが、最後の終着点は、やはり不動産はこれこれこういうもので、こういう特色なり何なりがあって、一般の金融商品に還元できないものがあるというふうに考えるか、それとも全く一般の金融商品と同じに扱えばいいのか、不動産を中心としたそういう論点に返っていただくのが一番いいのではないかと考えておりますけれども。

○川本審議官 ご心配のご議論になっているのかもしれませんが、不動産を扱う投資の商品だからといって、特殊性を殊さらに強調して過重に規制をかけるというつもりは毛頭ないので、情報開示の議論であるとか、取引のやり方について、最低限かわるとすれば何があるか、何なら要らないというだけのことだと思っています。

濱口委員さっき言われたように、個別に不動産を必ず見せなければいかんとか、そんな議論してみてもほとんど意味がないと思っていますので、そこは我々のもとのスタンスのところ、そこを強調し過ぎているのかもしれないので、その点申し上げておきます。

○伊藤委員 11ページのところの5番でございますが、受託者責任のところなんですけれども、実はプロパティ・マネジメントという、ここに書かれている業務は私どもの会社でもやっているわけなんです、あるいはアセット・マネジメントという業務も世の中にはあると。実は世の中のトレンドとか成長度合い、あるいはそのマーケットの成長、収縮、その経済状態に応じてアセット・マネジメント、プロパティ・マネジメントあるいは管理業、こういったようなところの境目はすごく動いていくと。会社と会社がくつついたり、あるいはコンフリクトがあるから離れたりと、でもそれでも業務の効率性があるからくつつこうとか、いろんなことが実は起こっているし、まだ、今それが成長過程にある段階かなと、何となくそんなふうに思っております。

何が申し上げたいかということ、まるでアセット・マネジメント業というのが既に確立されたものがあるかのような形でその業者をコントロールするという考え方よりは、ここに書かれているように行為、業務の内容、こういうものでコントロールしていくとかチェックしていくことが大事で、業者をどうしようということで行くと、業者が育たなくなる場合もあるものですから、ここをよく分析してやるのが望ましいのだろうなと思っています。

○平井部会長 これはご意見として、また後でご議論の中でおっしゃっていただければと思います。

資料2は、主として検討状況と不動産関係から見た論点ということでしたが、ほかにご意見なければ、時間の関係もありますので、次へ移りたいと思いますが、よろしゅうございましょうか。資料2は、資料3とか資料4とも関連しますので、絶えずこちらに戻ってご議論をしていただいた方がいいかと思います。とりあえず先へ進ませていただきまして、資料3について事務局から説明をしていただきたいと思います。

○松脇課長 それでは、資料3のご説明させていただきます。情報開示・説明のあり方について、前回、一言で情報開示説明といってもいろんなパターンが考えられるのではないかと。投資家の属性がプロかアマかということもあるし、商品がどれだけ流通性があるのか、相対のものがあるのではないかとということがありましたので、1ページ基本的な考え方がありますが、(1)はプロなのか、アマなのかによって、「不動産固有の」と書いてありますが、こういうようなリスクについて、プロの方とアマの方では知識に差が一般的にはあると思いますので、そこは分けて考える必要があるのではないかと。

(2)で、まさに相対で取引をしていくような商品の場合と、現在あるJリートのように、実際上場の市場もあって、どんどん流通しているような商品とでは、これはかなり説明の仕方分けて考える必要があるのではないかとということで2つの軸、合わせると4つの象限に分けて考えていくのがいいのではないかとということで、2ページでございしますが、ここで4つの象限に分けております。

左の上の、とりあえず第1象限とここを呼びまして、アマチュアの方を対象にして、投資家がアマチュアの方で、その商品が流通性が低い、あるいは相対のもの。ここは相対ですけれども、プロの業者とアマチュアの投資家などの情報格差が存在し得るということで、重点的にこのところについての説明のあり方、情報開示のあり方を以下説明していこうと思っています。

右側の(2)は、これはプロ同士ですので、基本的にはプロ同士で、お互いどういう情報が必要になるかということをやとりしてオーダーメイドでいろいろ商品をつくっていった方が自由にどんどんできると思いますので、そういう分野かなと。

下の分野については、これは流通の市場がありますので、プロの方もアマの方も入ってくると。そこではきちんとした基礎的な開示の項目が開示されていることが大事かというようなイメージでこれから考えていきたいと思っています。

3ページにまいりまして、今の実態ですが、〈1〉の領域については、これは1つは不動産特定共同事業法に基づく商品が、先ほどご説明した法律に基づくものですが、1兆700億円程度あります。ここで前回のご質疑の中で、土田委員から不動産に関しての被害の実態について報告してもらいたいというお話がありました。まず、不動産特定共同事業法に限って、この商品に関する一般投資家の被害があるかといえ、これは今までのところ報告ありません。ないと理解しております。

ただ、前回もご紹介したように、いろいろな形で不動産投資をかたった事例はありまして、参考資料の2ページをお開きいただきたいと思います。不動産ファンドを巡る消費者トラブルの状況ということで、上が不動産証券化協会に寄せられた苦情・相談等ですが、このような件数になっております。このうち相談等の平成16年にありました相談のうちの1件が前回ご紹介したものでありまして、実態は不動産事業の貸付を行うファンドへの匿名組合出資であったのですが、とりあえず〇〇リートファンドと称する商品としまして、杉並区に在住する個人の方に勧誘があって、具体的に言うと、平成10年に4口、計200万円を分けて購入した。最初のうちは配当があったのだけれども、平成16年以降配当がなくなった。事業者からは事業が破綻し配当が支払われないので債務に切り換えるという連絡のみがあって、事業者は事実上解散状況になったという事例であります。

これは実態としては不動産事業者への貸付を行うファンドへの匿名組合出資であったにも

かかわらずリートを詐称していた。

それから、勧誘の際には、元本保証とか配当についても文書で顧客に約束をしていた。この個人の方に対しては商品内容を十分に説明していなかったということで、不動産証券化協会においては、東京都の消費生活総合センターへヒアリングを行ったところ、類似の被害例が数件あることを確認しましたが、他方、事業者は既に捕捉不能の状況になっておりましたので、救済は困難。事業者が不動産証券化協会の協会会員ではなかった。また、中身が極めて詐欺的な色彩が強いということで弁護士などへの相談をお勧めした。

一方、この類似な事例が起きてはいけないということで、前回お示したような不動産証券化協会のホームページにリート類似商品に関するご注意ということを掲載したというのが事例の知り得た詳細の内容であります。

それから、この参考資料の2ページで言いますと、下の方で、東京都の消費生活総合センターにおける相談状況もこのようにあります。確定利息、元本保証、年6%以上の配当とか、こういうようなこともセールストークで法的根拠がないにもかかわらず勧誘して、センターから指摘を受けて、最終的には手数料2%を引いて返金するというので、相談者も了解されて返金されたような事例ということでございました。

資料3の3ページに戻りまして、ということで、相談事例として年数件ある。

〈2〉の領域、つまりプロ同士の領域については、YK-TKスキームを用いた商品、資産流動化法に基づく商品ということで、これは参考資料の3ページの方にYK-TKスキームのスキーム図があります。信託銀行に1回実物不動産を信託して、信託受益権化して進めているわけですが、有限会社を資産保有のビークルとして設立して、そのビークルに商法上の匿名組合契約によって投資家から出資を募るというスキームであります。

2の②にありますように、この匿名組合契約の出資持分については、昨年12月に施行された改正証券取引法によりまして、政令指定され、みなし有価証券になっております。その結果、証券取引法に基づく情報開示規制や販売規制が適用されているところです。

4ページに行きまして、これが特定目的会社（TMKスキーム）であります。これは資産流動化に基づいておりまして、2のスキームの特徴の①にありますように、資産流動化法に基づいて設立された特定目的会社が優先出資を行っているということです。

③にありますように行為規制の特徴としては、不動産の管理処分については、資産流動化計画を策定し、それを届け出ることになっておりますが、それに沿って行われているということが特徴であります。

資料3の3ページに戻ります。〈2〉ということで、額としてはYK-TKスキームが1兆2兆3,600億円、TMKが4兆2,700億円ということで非常に大きい額になっております。

〈3〉、〈4〉の領域はJリートということでありまして、2兆6,000億円の時価総額、最近ファンオブファンズによるものも増えているということです。

4ページにまいります。このような領域それぞれについて情報開示・説明のあり方を検討する際に考慮すべき視点としてどのようなものがあるかということで、一番上の「○」としまして、投資対象が実物のままか信託受益権かによってどのように違ってくるのかという説明しておりますが、これは信託受益権になった場合に、それは信託受益権はどの程度になるかによってもかなり違ってくるということだと思います。流動性が非常に高まる場合もあるかと思いますが、実物に非常に近い場合もあるかと思いますが、それに応じてスキームの複雑さについても違いが出てくるのかなということでもあります。

それから、2番目の「○」で開示説明の内容であります。規制として義務づける項目の範囲はどこまでなのか。

3番目として、方法としまして、先ほどの領域4つに応じてそれぞれふさわしい方法としてどのようなものがあるか。1つは相対によって直接説明する。先ほどもご議論もありました。書面によって書面を直接交付する。公衆縦覧型に開示する。いろいろ考えられると思います。

が、ふさわしい方法は何か。

4番目の「○」が主体でありまして、これらの開示・説明の責任を負うべき主体は誰とすべきか。特に不動産の場合、最近、例えばアスベストのインスペクションとか耐震診断とか、多様な専門能力が必要とされる場面が出てきておりますが、そういった場面について、一人の人というよりはどのようなシステムで責任を分担するのがふさわしいかといったことも論点かなということでもあります。

それから、説明・開示の時期ということで、投資判断時や運用時などそれぞれ適切な時期は何か。

最後の「○」は、こういった開示・説明が適切になされなかった。その結果、トラブルが発生した場合、どのような対応策があるのか。行政・刑事・民事上の手段もあります。裁判外の紛争処理もあります。保証金とか投資家に対する啓発があると思いますが、投資商品全般に共通する対応等に加えて不動産固有の対応策は何かあるか。

5ページにまいりまして、また、同じ象限の表が出てまいりましたが、ここではそれぞれに当てはまる不動産投資スキームを掲げております。アマチュアのところでは、〈1〉で、実物不動産ファンドが、今、不動産特定共同事業法があるわけですが、これに対して、信託受益権ファンドは今のところ実例はなくて、あるいは法的仕組み規制がないということなんですが、これについて、今後アマチュアの方がここに登場してくる可能性はあるのではないかということで、以下の考察を検討していきたいということです。

6ページにまいりまして、いよいよそれぞれの象限ごとの検討であります。1番目の一般投資家向けの流通性のない市場について。この市場領域の特性としては、投資家は基本的には契約期間の満了まで商品を持ち切るので、不動産投資に係るリスクとリターンは、契約締結後も投資家にとっては重要な関心事となるはずである。

一方、事業者と投資家の間には情報格差が存在いたしますので、これに対する対応の基本的な考え方としては、この情報格差を是正する視点から措置を講ずるべきではないか。

具体的には①として、一般投資家と事業者の関係が基本的には相対ですので、投資家への直接説明が適当であると考えますが、どうでしょうか。

②として、その直接説明を担うべき主体としては、当該不動産（商品になる不動産）スキームについて十分な知識を有する者が適当と考えますが、どうか。特にということは、先ほど見たようなYK-TKとか、ファンド型スキームになると、直接投資家と接するピークルの人、ピークルは箱ものでありますので、実際に商品に詳しい方はアセット・マネージャーや場合によってはオリジネーターであったりすることがありますので、その関係主体が複数にわたる場合をどう考えるかという論点です。

7ページにまいりまして時期にあたりますが、③は、まず契約締結前における説明を投資家に対しては義務づけるべきであると考えがどうか。

④は投資期間中にありまして、資産の管理状況、資産によっては資産の入れ替えがある場合があるので、この入れ替えがある場合について適時に説明を行う、あるいは投資家の求めに応じて説明を行うということを義務づけるべきであると考えがどうかということでもあります。

⑤アマチュアである一般投資家から見て的確な投資判断を行うためにはどのぐらいの情報が適当かということで、余り情報の量が多過ぎるとかえって的確な判断ができないという考え方がありますが、それについてどう考えるかということでもあります。

⑥として、以上の観点から、現行の実物不動産に対する投資スキームである不動産特定共同事業法について何か検討を加えるべき点がありましたら、ご指摘いただきたいということです。

8ページにまいりまして、今度は第2の象限に移りまして、プロ・プロ間のオーダーメイドの商品ということでもあります。これにつきましては、特性としては情報格差はほとんどないし、お互い専門的知識・経験を有しているので、対応の基本的考え方としては、基本的に

は当事者間で自由に決めていただくことが基本ではないか。

9ページにまいりまして、参考として、現在の証券取引法における適格機関投資家等に対する措置ということで、現在、先ほどご説明しましたように、YK-TKスキームの匿名組合出資持分もみなし有価証券になりましたし、TMKの優先出資証券についても、証券取引法の対象になっておりまして、適格機関投資家である場合には、有価証券届出書の届出義務は適用除外となっております。

公募・私募の考え方はこの表のようになっておりまして、プロ以外には譲渡されないという場合にはプロ私募である。譲渡される可能性があるということについて50名といった基準がありまして、それで公募を少数数私募と分かれておるところです。

10ページにまいりまして、プロ・プロ間につきましては、(1)情報開示と説明のあり方について。

①で、プロとは具体的にどのような主体を意味するのかということ、先ほどご覧いただいた証取法のプロの適格機関投資家の定義と不動産特定共同事業法のプロの定義は若干違うというお話しましたが、それを念頭に置きながら、どのような主体を意味すると考えればよいのかというのが1つ目と、それから2番目はアマチュアとされた方でも自己申告によってプロ宣言した場合にはオプトインプロとして扱われるといった考え方についてどう思うかということでもあります。

②として、不動産固有のリスクをプロということ、熟知しているわけですが、プロとしても必要となる情報は何かということ、先ほど言いましたように、基本は自由に任せるということですが、必要となる情報を入手したり分析する上で何か必要な法的枠組みがあるかということです。基本は自由だと思いますが、何かあるかという論点です。

11ページにまいりまして、今度は不動産の運用時の説明のあり方ですが、これは先ほどと平行でありまして、運用時に至りましてもプロ投資家としては必要な情報があると思いますが、それはどのような情報でそれを入手するに当たって何か必要な法的な枠組みがあるかということが1点。

②として、現在の不動産特定共同事業法では、実はプロ投資家向けの場合であっても、投資期間中の運用状況の説明を投資家から求められた場合には随時説明を行うことを義務づけております。これは先ほど言った取り扱いとは違っているのですけれども、先ほどの取り扱いでは自由に任せたらどうかということですが、これについてはどのように考えるかといった論点です。

(3) 転売される場合の考え方についてということで、現在、こういう流通性の低いプロ向けの商品の場合、他のプロに譲渡される場合は、8ページと同じ考え方ということだと思いますが、そのとおりでよいか。

それから、こういう商品については、プロ私募の適用の要件として、プロ以外の譲渡は禁止されております。これもこのままの取り扱いでよいと思うが、どうかといった論点です。

次に12ページに行きまして、今度は流動性の高い上場市場のあるような商品についてであります。

これについては、株式などと同様に大量に市場で供給、流通しているということで、対応の基本的考え方としては、自由に取引されるということで、市場を通じた開示項目が十分に担保されていることによって、プロ・アマを問わず市場の自己規律に任せるといったことが適当ではないか。そういう意味では開示ということについてきちんと規制することが適当ではないかということです。

具体的論点として、現在のJリートについての開示項目が参考資料12番目ということで16ページに掲げられております。このような表のとおりでありまして、私どもが考えるに、不動産固有のリスクについては網羅していると思われませんが、どうでしょうかという論点です。

以上、資料3のご説明であります。

○平井部会長 資料3は、土田委員のご質問に対するお答えを含んでおりますが、何か土田委員から、まずご発言をお願いして、何かありますか。

○土田委員 この資料を拝見いたしますと、一般の詐欺と言われるもので、詐欺はどこでもあります、それが匿名組合を名乗っているということです。個人の購入者が、この匿名組合の情報をどこから得たらいいのかというようなこともこれからの課題だと思うんです。もし、匿名組合の情報がきちんと開示されていけば、この被害者が果たして購入したかなという気持ちもいたします。匿名組合の情報は一体どこで、どのように見られるのか、わかるようになっているのか私は疑問に感じました。

○平井部会長 何か事務局から答弁することがありますか。

○松脇課長 この件につきましては、実態は匿名組合から不動産の貸付の事例だったのですが、リートというふうに名乗りまして、リートは聞いたことがあるということでだまされてという事例でした。この件について、先ほどご説明した不動産証券化協会では、そういったリート類似の商品としてこういうのがありますということで、ホームページ上で注意を喚起しているといった対応をとったと聞いております。

○平井部会長 これは詐欺みたいなものなんですね。詐欺ならどの法律でも取り締まれるわけですね。ですからここでの議論の対象としていただくかどうかは、また、これは後でお考えいただければと思いますが、土田委員にはそういう観点から少し見ていただければと思います。

一般的にいかがでしょうか。この論点の提示の仕方は、アマチュアとプロ、流通性の高い、低い、この分け方をして4つの象限に分けて、それぞれ情報開示のあり方が違えるべきであるという仕組みになっていますが、このような整理、それ自体に何か問題が……。

○石澤委員 ちょっとこういったものもご検討に入れていただければということなんですが、まず、私どもふだんリート等を扱っているのですが、私どもの感覚ですと、不動産の個別に関する情報は、法制度で決められているものよりも、各ファンドの方で、自主開示されているものの方が項目としては多いように考えております。ですから今のお話ですと、リートの開示項目について法制度の方でかなり十分というお話があったのですが、実は自主開示に随分助けられているところがありまして、この点についてもう少しご検討いただきたいというのが1つ目であります。

2つ目として、不動産固有のリスク特性ということで、資料3の方に幾らか記載されておりますけれども、変な言い方で恐縮ですが、今の時期に旬のリスク要因と旬でないリスク要因というのがありまして、例えばアスベストの問題は、恐らく1年くらい前まではあまり認識されてなかったのですが、最近になって、いきなりそれを気にされる方が増えてきたわけなんですね。それから地震などの問題に関しましてもそうでして、リートが出始めのころ、余りこれは認識されておらなかったといいますが、指標としてPML値を使用しておったのですが、個別物件ごとの開示は余り考えておらなかったと。それが最近はこの状況の中でかなり認識が強まってきた。

そういうふうに社会情勢の変化によりまして、リスク特性に対して関心度といいますが、重要度が違ってくるような場合がございます。ですから単に項目を挙げるだけでなく、そういう事情の変化によりまして、こういう開示内容をどうするかという、この点についてもご検討いただければというのが2つ目でございます。

3つ目ですが、先ほどからプロの投資家とアマの投資家、それが出ているのですが、実は、私どもふだん応対している方は割と地方の金融機関さんが多いのですが、この方々は、確かに金融のプロではあるのですが、不動産のプロではないんですね。一般的には金融機関はプロの投資家という形になってしまうのですが、実はこういう言い方は悪いかもしいのですが、不動産商品に関しまして、リスク項目がいろいろと挙げられて、初めてそのリスクに気づく場合が割とございます。そういった面からすると、プロの投資家の方でも、制度上でそれをリスク要因として挙げないと、なかなかそれについては判断が及ばないという場合も

ございますので、啓蒙という言い方はちょっと変なんですけど、プロの投資家でも、ある程度そういう制度で規定されることによって初めてリスクに気がつくというところがあるということ。この点につきましてもご留意いただきたい。

それから、4番目ですが、基本的に今回の話は、ファンド運用の方と投資家さんの間の問題なんですけど、世の中に、私どものような調査屋と称する者がおりまして、一応これは投資家さんとファンドの事業者との仲立ちをしているようなところがあります。これの活用の仕方というものも考える必要があるのではないかとということです。そのようなファンドの事業者と投資家さんの間に立つ者、これをどのようにうまく制度に組み込んでいくか、これにつきましてもご検討いただければと思う次第でございます。

以上、4点でございます。

○平井部会長 どうもありがとうございました。今のおっしゃった第3点などは、まさにプロとアマの概念を不動産の場合にどう区別するかという問題にかかわりますし、最初の自主開示事項というのは何か公表しても構わないものなんですか。

○石澤委員 他のファンドとの差別化を図るために、だんだんと新しいファンドほど開示の内容は細かくなってきていますね。その一方で、逆に最近では、多少リスクな物件に関しては開示されない事項があったりだとか、そういった点もございます。

それから、これは余りいい話ではないかもしれませんが、鑑定評価を一部開示しているところがあるのですが、どうも最近では鑑定評価の信頼性そのものに関しましても多少ご異論が出てきているようなところがありまして、例えば鑑定評価に関しましても、セカンドオピニオンをつけている例もありますけれども、1つの鑑定評価だけではなく複数必要なのではないかと、そういった話も出てきています。ですから今開示されている内容、その中で専門家からいただいたものに対しましても、信頼性がぐらついている場合もあるということです。その点につきまして、自主開示、さらに専門家にご判断いただいたことでそのまま丸のみしているところにつきましても、多少検討を要する部分があったのではないかとということです。

○平井部会長 ありがとうございます。石澤委員の方で、いろんなファンドで自主開示されている事項について収集してということは可能なんですか。

○石澤委員 それはふだん扱っておりますから、できることはできますけれども。

○平井部会長 それを事務局の方にお知らせいただいて、何か参考になるかと思っております。

○濱口委員 非常に難しいと思うのはディスクロージャー、ディスクローズされた情報を、誰がどういう責任を持って判断して、その判断をどう伝えるのか。その辺の、どこの時点の話をしているのかというのを整理した方がいいと思うんですけども、例えば、それはプロであれ、アマであれ、その違いはなくて、例えばYK-TKスキームにしても、TMKスキームにしても、物件のアスベストが、もしくは瑕疵担保の問題だ、パイプがどうなっているとか、信託受益権を受けるといときには信託銀行が技術的なチェックを一応やるはずですよ。それをどこまでやるのか。どこまでやったことに対して、どこまで責任がとれるのか。大体みんな責任逃れになっていきますね。

これはアメリカのトラスティーなんかもそうですけれども、よく契約書見ると全部基本的には責任がないというようなこともありますけれども、ただ、その部分のリスクがあるのか、ないのかというのを、一方で、プロにしても、リートのアマにしても、どこまでディスクローズしているのか。そこはだからここまでは受託者責任でチェックしたと。仮にそこに瑕疵があれば、そこまで責任をとる。もしくはチェックできなかったからとらない。その辺がそれぞれのところで非常に不明確で、例えばこのTK-YKでもアセット・マネージャーが、現実には物件の売買全部決めているのに、スキーム上は、有限会社の営業者、これは形式的ですよ。あの辺がどうリーガルに担保されているのか。実質的にはアセット・マネージャーが決めている、アセット・マネージャーにはその責任がない。その辺をどう投資家に匿名組合として売るときに、今度売る証券会社がみなし証券としてどこまでチェックできてない、もしくはチェックしている、この部分は信託銀行が責任をとっているということをご

こまでディスクローズしているのか。

TMKの方でも、ここはまさに物件の場合は信託銀行とか宅建業者がやっているの、さっきのアセット・マネージャーとちょっと違うはずですね。当然売買のときにどこまでディスクロージャーすべきかということについては、不動産としての特長性があると思うんですね。そこはそれで決める。一方でそれが投資商品になったときにどこまでディスクロージャーするか、ちょっと性格が違うような気がするの、その辺を分けて議論しないと何かゴチャゴチャになってしまうと思うんですけれども。

○平井部会長 今のは民事責任と申しますか、責任の問題ですね。おっしゃっているのは。

○濱口委員 そういう意味では、そういう問題も絡んでくるのかなと思うんですけれども。

○平井部会長 責任の場合は一般民法の問題にも、そっちの方の問題で処理できる部分もあるわけですね。例えば説明義務などは、一般的な司法上、説明義務違反があれば、そっちの方で責任負いますし、委任の受託はそれで責任を負うということがありますので、ここの議論はむしろ責任の問題を……。

○金本委員 だから、その責任を誰がどこまでとれるかについての情報がわかってないということですよ。買い手にとって。

○平井部会長 それはどういう情報を誰が述べたかという主体にかかわってくるわけですよ。根拠そのものは……。

○濱口委員 例えば個人のJリート投資家が、Jリートに入っている物件のアスベスト云々、そんなものの責任をとれと言われても困りますよね。それは当然信託銀行がチェックしているはずでしょう。本当にそうなのか知らないんですけれども、それがまさに説明であって、それを右から左に不動産だからこういうリスクがあります、アスベストもありますといったら、商品にならないですね。

○岩原委員 1回目も欠席して、2回目も遅れて申し訳ありません。今の件についてだけ私も質問させていただきますと、3ページのYK-TKスキームで、昨年12月に匿名組合出資がみなし有価証券に政令指定されたということで証取法が適用されていると思うのですが、この場合、今の濱口委員のお話との関係で言うと、発行者がこの場合、証取法上の開示の責任者が一体誰に扱われているのか。特にこういう資産流動化タイプの証券の場合、オリジネーターまでそういう開示に関する義務を負うのか、あるいは形式上の発行者だけが負うのかというのは実際上大問題になると思うんですけれども、今回の政令指定されたときに、どういう形で政令指定されて、実際の証取法上の開示がどのように扱われているのか存じませんので、その点どういうふうになっているのか、ちょっと教えていただけたら、ありがたいですけれども、いかがでしょうか。

○松脇課長 ちょっとはっきりわかりません。間違っていると申せませんので。

○田村委員 本質的な議論だと思うのは、まさにSPCが開示、実は今の匿名組合の先生のお話ですと、みなし発行者ということで営業者というふうになっていて、営業者というのはSPCということで、SPCが開示義務を負っているのですが、SPCが開示義務を負っても、実際のところは空の箱なので、そういった意味では議論としては落とし穴がそこにあるのだらうと思うんですね。

リートについても、投資法人というのはあくまでも箱で、運用会社というのは認可を受けていますけれども、リートの場合は公募しか今のところないものですから、有価証券届出書ということで、届出義務者は投資法人の方なんです。本当の意味で運用会社が全部配分をしているので、そこが責任を負わなくていいのかということについては、どうも法的にはなかなか難しいというところもあって、先ほど濱口委員から、受託者が責任負っているのではないかということがありますが、信託受託者は全く責任負ってなくて、逆に言うと、そういう意味では一般からは非常にわかりにくいですね。誰が責任主体で、実質的にそれが担保されているのかについて言うと、実は今大変わかりにくくなっているのが問題でしょうね。

○平井部会長 SPCが空の箱とおっしゃったのは、本当の箱はオリジネーターということ

ですか。

○田村委員 本当の箱という意味はどういう。

○平井部会長 本来一番よく知っているのは。

○田村委員 事業会社。

○岩村委員 アセット・マネージャー。アメリカの場合は、証券法の解釈でアセット・マネージャーをいわば発行主体と扱って、ここに開示責任課しているんですけど、日本の場合はうまく制度ができていませんので、大抵は形式上の発行者だけが課されている場合が多いので、それなりの工夫はしているんですけども、新しい商品についてどこまで工夫されているのか、私わからないもので、それでさっきご質問したわけです。

○平井部会長 これは責任を誰に負わせるべきかというところにご議論が行っていて、それはそれでまた大事な問題だと思いますが、4つの象限に分けるという枠組みそのものにご反対とか問題があるということならば。

○伊藤委員 この4つの象限なんですけど、別に異論があるわけではないんですが、一方で、私よくわからないのは、投資、それから投資したものを譲渡するマーケット、流動性のある、ないという切り口以外に解約という切り口があるわけですね。これは投資の行動の中で特殊な行動の1つだとは思いますが、解約というのをよく研究する必要が本当は結構あるのではないかと思うんですね。解約は解約されたときにちゃんと支払いますかと、日本の投資信託はほとんどオープンエンドになっていますから、解約という問題と常に向き合っていると思うんですが、不動産のファンド型の商品とかいろんなもの、特にアマチュア向けの〈1〉のところ、この解約というものをどうとらえていくのかというのはちょっと研究課題ではないかという気はするのですけれども。

○平井部会長 解約できるか、できないかによって全然違う分けをする必要があると。

○伊藤委員 全然違ってくると思います。逆に言うと解約がなくて流通性が低い個人向けの商品は現実商品として、それはないものの議論をしていることになるのかなということも気にはなったりするのですけれども。

○平井部会長 論点整理のときに今の問題点、指摘を少し考えていただきたいと思います。

○松脇課長 はい。

○田村委員 プロとアマに分けて、プロは基本的に自由にしていただきたいというのは大賛成なんですけれども、冒頭にご説明いただいた金融商品というか、証券取引法のもとのプロというのが、従来的には恐らく有価証券投資を念頭に置いて、ですから100億円というような有価証券の保有というのがあるわけです。ここでの議論と大変ずれているのだと思うんですね。特定共同事業法、別に引き出すあれはないにしても、例えば5億円以上の資本金を持っている株式会社は一応プロになっていて、その整合性をどうとるのかなというのは一番関心のあるところなんです。今のずれがあっているのかどうか。

○平井部長 それは大事なわけですね。プロとアマをどう区分けするかというのは。

○金本委員 情報格差みたいなものがプロ・アマの差という図式になっている感じですが、これは全く関係ないのかなという気がします。情報格差に関して言えば、プロは資源があるので情報格差の問題がある方は石澤さんのような方を雇うということをしてしかるべきで、そこまで面倒見るとかそういう話だと思うんですね。その辺の切り方も私もどれがいいかわかりませんが、使えるものがあるかどうかわかりませんが、このまま、要するに一般投資家と事業者の間の情報格差だけでうまく説明できるかという説明できないし、それを発行者が直接説明すべきかという必ずしもそうではなくて、ちゃんとディスクロージャーしていれば、石澤さんみたいな人が本を書いて説明するというのも当然ありますので、この辺のところはもう少し詰めた議論をしてないと、後々使えなくなってしまうという感じがします。

○平井部会長 何かそれにかわるような。

○金本委員 まだ勉強中です。というか、勉強する暇がないです。

○土田委員 契約の話のところ、一般的な投資信託の場合は解約の場合は信託解約料を何%か必ず取られますよね。それがJリートの場合は取られるのですか。私、その辺よく存じ上げないので。

○田村委員 Jリートの場合は解約という概念がないんですね。解約できないんですね。ですから市場で売却しないとイケないということですね。もし投資からおりるということになれば。

○土田委員 そういうことになるわけですね。

○井出委員 それに関連して、ここで流通性というふうに区分けされているのですが、この流通性という意味はどういうことなのかということで、例えば解約なり、そういうことで、その特定のグループからどれだけ容易に抜け出ることができるのかという意味だったら、解約とかそういったこともわかるのですが、流通性という意味がよくわからないということがあります。

○松脇課長 確かに余り詰めきってないかもしれませんが、典型的に流通性あるのは市場で、今のリートみたいなにどんどん売られていくのがあって、中間にあるのは解約して、それでまたほかの人に営業者が売って、不動産特定共同事業法は今はそういう仕組みになっていると思っていますんですけども、ただ、この場合にはそれも含めて、上の〈1〉の分野に入れていますので、この資料をつくった段階では市場があるか、ないかというところで切っていました。今おっしゃったように、解約できれば、それはそれなりに投資家にとってのリスクというか、それを持っている時期が限られるのでそれは違うなど、ちょっと今お話聞いて思っているところです。

○金本委員 あと、しばらく前に事務局の方から、不動産特定共同事業法は大抵は転売が勝手にはできない。承諾得ないと転売できないという、そういう感じになっているようなので、そんなことも含めて、もう少し細かく考えておかないとイケないのかなという気がします。

○川本審議官 規制がされているのか、されていないのか。マーケットがあるのか、ないのか、事実上全く予想されないのかとか多分幾つかの類型があるのだと思います。そこはもう少し整理をしてみたいと思います。

○平井部会長 流通性の意味をもう少し詰めて考えて、幾つかの要素に分けられるならば分けて考えていただければと思います。プロとアマの区別は、これはまた大事な論点ですから、これは後で議論していただきまして、どうですか、こういう切り口で一応議論してみて、それで問題があるならば、また別の切り口を考えるという程度の意味で一応議論の出発点としてよしいものかどうかですね。

○川本審議官 情報格差があるか、ないかというのは、確かにあるに決まっているので、私もやっていると、かわいそうだ、かわいそうじゃないかという話になってしまうので、そこはもう一度切り口を考えて、ただ、一般的に言えば不特定多数に売られるというような部分とそうでないのというイメージで考えていますので、切り方を考えてみたいと思います。

○金本委員 あと、消費者保護法とか、そういったコンセプトとの関係みたいなものを整理しておいていただいた方がいいかと思いますが。

○田村委員 それに関して、先ほど石澤委員からもお話がありましたが、自主開示をしている項目はどんどん増えてしまって、これも実は正直言って際限がないではないですか。不動産の場合には、この配管にアスベストが巻いてあるから、その不動産はどうなるかという話になると、そういう意味で開示が多ければいいという議論もいまいち腑に落ちないところもあって、永遠に、例えば投資法人の目録書見ると、どんどんリスク開示項目が多くなってきて、逆に何を言っているのかわからなくなってくるという、この辺もできれば、最低限のところまで共通している部分を決めていただくというのがいいのではないかと思うんです。

○濱口委員 そういう意味では、アマ・プロという意味では、特にアマに売る商品は、アマの代理でプロがどこまで責任持ってチェックしたか、そこだと思っんですね。投資商品としての適合性とか、どこまで保護するかというのは。

○平井部会長 プロとアマの区別につきましてももう少しご議論がありましたら、先ほど説明がありましたね、証券取引法上の不特法とは違うのだというのがありました。そういうものを素材にさせていただいても結構ですけれども。

○杉本委員 法律というか、制度の趣旨から考えますと、アマとプロというのは保護度合いを多くするか、少なくするかという問題は、言い換えると保護の必要性がない人をどうやって識別するかという話だと思います。そういう意味では先ほどの投資対象について、あるいは仕組みについて非常に知識がある方という観点と、それから財政的に非常に豊かであって、あるいは規模が大きくて多少のリスクは吸収できる方とこの2種類のプロのタイプがあってもいいのではないかと思います。それ以外にも何らかの観点で強者という人がもしかしたら、いるかもしれないので、そういう意味では保護すべきかどうかという観点から識別できれば、1種類のプロということでもなくてもいいのではないかと思います。

○平井部会長 ただ、保護すべきかどうかというのを法律の上で書きますと難しいですね。借家法の改正のときも、法人にしたら法人は強いからという説もありましたけれども、例えば税金対策やった上に法人化している床屋さんはどうとか、いろんな議論が出て、これは難しいですね。しかし、今の区別は一応主体ですよ。資本金とか何かで挙げていますが、法律的な区分けとしてほかに何かあるのか。例えばこの主体の区別を前提とした上で、なおかつこちらの方にプラスしたものがいいのかどうか、あれば少し修正を加えたらどうかということも。

○土田委員 先ほどのオプトインとオプトアウトの話がありましたので、それも選択肢の1つで、プロの方はどうか分かりませんが、オプトインとオプトアウトが基本だと思います。

○平井部会長 そういう考え方を取り入れるべきだというご意見ですね。

○土田委員 はい。

○岩原委員 さっきお話のございました証取法と不動産特定共同事業法でプロのいわば定義が異なっているわけですし、投資サービス法をつくとすると、仮に不動産特定共同事業みたいなものまでカバーする法律になるとした場合に、その間の調整をどうするのか。本当に違うものとして残すべきところはどこなのか。さっきお話出ましたように、不動産については特別の知識が必要で、普通のいわゆる機関投資家でも必ずしもプロでないというお話もありましたので、そうだとすると、そういう場合に一体両者の間で一般の金融商品とプロ・アマの定義を違えるものとしてつくる必要があるのかどうか。特に両者を一体化した投資サービス法にするとすれば、そこが問題になりますので、それは一番詰めておく必要があるかと思えます。

確かに一部の金融商品については、本当はプロ・アマというか、全部アマだという議論もありまして、デリバティブのときはバンカーラストが売った相手がシェブロンかどこかだったんですけども、大企業なんですけど、デリバティブみたいな新しい複雑な商品についてはしよせんは買った方は全部アマだというような問題もありまして、不動産についてはそういうような特殊性があるかもしれませんので、そこら辺、ぜひ詰めていただきたいと思えます。

○平井部会長 さっき石澤さんがおっしゃったように、金融機関は証取法上プロになっていますけれども、不動産についてはアマだということもあるわけですから、どうするかというのはここではなかなか決められない問題ですが、個別にご意見を伺うということも事務局の方で考えているようですから、その際には十分におっしゃっていただいて、時間の関係もありますので、それでは一応ご意見をいただいたということで、資料4につきまして説明をいただいて少しご意見いただきたいと思えます。

○松脇課長 それでは資料4をご説明させていただきます。

投資不動産の適正な管理を確保することは、投資家から見て極めて重要であるということで、この管理の責任を誰が担うのかということで具体的な論点が3点ありますが、①管理事

務を統括する主体。先ほどお話のあったプロパティ・マネジメント会社という、業界が確立したわけではないと思いますが、とりあえず統括する主体と考えた場合に、それがいかなる能力が求められるのか。

②統括の主体から実際に事務を受けている個別の事業者、その事業者は投資家に対していかなる責任を担うべきか。

③統括する主体から、投資家に対してどのような報告・説明を行うべきかといった3つの論点です。

具体的にそれぞれ見てまいりますと、2ページに、最初に管理事務を統括する主体はどんな能力が求められるかということで、これにつきましては、考えられるということで3つほど「・」がありますが、日常的な管理行為の状況、物件のリーシングを含めた現況についての把握。

業務を適正に遂行し得る社内組織体制。

分別管理ということで、自分の財産と投資契約に係る財産の分別管理といったことが考えられるのではないかとということで挙げさせていただいております。

下の不動産特定共同事業法がこの分別管理とか財産管理報告書の交付等の規定がありますということで、現行の法制のことを参考にここに掲げております。

3ページにまいりまして、論点②で、そういったいわゆるプロパティ・マネジメントというような主体から、実際に管理事務を受託して、事務を執行している主体は、投資家に対していかなる責任を担うべきかということを考えていまして、具体的な管理事務を3つ代表的な例として考えられるのを挙げておりますが、最初は「日常的な管理業務」ということで、ビルの清掃、設備管理、警備、こういうような業務につきましては、普通考えられるのは、統括する主体との関係で、その主体の判断のもとに事務を執行しているということであろうと思いますので、その統括するプロパティ・マネジメント会社との間で事務の執行責任を全うすれば足りるのであって、逆に言えば、投資家に対して直接何か責任を負うものではないのではないかと。

2番目に「収益に直接的に影響する管理業務」ということで、テナント誘致などのリーシング業務についてであります。これはその中でも実態に応じて考え方は分かれるのかなということで、リーシング業務全般について包括的に裁量性を持って事務を受託する場合には、これは投資家に対する説明責任は発生すると考えられますが、一方で統括する主体の指示に基づいて、統括する主体の裁量のもとに事務を執行しているというリーシングの業務の実行の場合には、プロパティ・マネジメント会社との関係で事務の執行責任を全うすれば足りるのではないかと。

3番目に「大規模な修繕業務」ということですが、これも投資不動産の収益に大きく影響するものではありませんけれども、実際施工会社は、AM会社やPM会社の作成する仕様書に基づき工事を行うものと通常考えられますので、そういう意味でPM会社等との関係においてその事務の執行責任を全うすれば足りるのではないかと。

論点③として、どのような報告・説明を行うべきかということで、管理を統括する主体から投資家に対しては考えられるのは定期の報告、投資家からの求めに応じた随時の説明というものは基本的に考えられるかどうか。

ただしということで、先ほどの類型で言うと、流通性の高い分野については随時説明ということは実態上不可能ですので、上の流通性の低い分野について限定したことになるのではないかとことでただし書きを記しております。

資料4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。どうぞ、ご自由に。

○伊藤委員 直接議論が関係している分野なので少しお話しさせていただきますと、我々プロパティ・マネジメントをやっている日々の実態と、このペーパーで書かれてあることにちょっと実感という意味では乖離がかなりあるかなというふうに感じます。実はプロパティ・

マネジメント会社というのは意思決定権限はほとんどありません。企業で言えば、アセット・マネジメント会社が取締役会でプロパティ・マネジメント会社が執行役員というような感じかなと、感覚値ですけれども、どのテナントを入れるか、家賃を幾らにするかもすべてアセット・マネジメント会社にお伺いを立てながらやっていくのがプロパティ・マネジメント会社の仕事。もちろん提案はやっていきます。このビルの経営戦略上はこのくらいで手を打った方がいいのではないかとか、そういうのはアセット・マネジメント会社に提案はするわけですけれども、最終的にはそれでいいよと言ってもらわないとプロパティ・マネジメント会社は行動が起こせない、そういうふうになっておりますので、そういう意味では投資家に対する責任という感覚で言うと、実は投資家に会ったことがないという感じなんです。アセット・マネジメント会社さんはいつも投資家さんにお会いするのがお仕事なわけですけれども、我々はアセット・マネジメント会社さんから命令をされて、そのビルのパフォーマンスが最高になるようにいろんな管理社会をコントロールして頑張っていたとかがあれなので、なかなか投資家に対する責任は言葉ではもちろんわかるのですが、非常にベターなある意味では不動産業なので、「投資家」という言葉をそのまま出されるとすごく違和感があるかなという面はあります。

○濱口委員 アセット・マネジメントとプロパティ・マネジメント、最近リートとかで出てきた言葉かもわからないのですが、誰がどこまで責任持ってやっているのかというのがわかりにくい。信託銀行のやっているのはプロパティ・マネジメントと称して子会社がテナントのリースインとかもやっているところもありますし、いわゆるJリートとかファンドでは、アセット・マネジメントがプロパティ・マネジメントを雇っている、だからディスクロージャーという意味では、誰がどこまで責任を持って、どこまで責任をとっているのかが重要です。

私のイメージとしては、プロパティ・マネジメント会社は直接投資家に責任を負うことは、あり得ないですね。そこはアセット・マネジメント会社です。ところが先ほどのスキームの話で実はアセット・マネジメント会社も責任持ってなくて、実態のないSPCが持っているとか、ここの方が一番問題ですね。このプロパティ・マネジメント会社の議論をする以前にここが大問題だと思います。

○石澤委員 今の伊藤さんのにつけ加えてなんですけれども、私どもの立場から考えて、プロパティ・マネジメントは評価する指標が余りないですね。あえて言うならば、物件の稼働率がどうなったか、どのくらい管理コストが削減されたか、それくらいしかない。ですから今こちらの方にいかなる能力が求められるのかというお話があったわけですけれども、実際のところプロパティ・マネジメントの評価項目が現実問題としてありませんので、これはプロパティ・マネジメントだけではなくて、ソフト的なものの手法は評価する規準がないというのが実態だろうと思うんですけれども、そういった面で、実はこちらの方のペーパーで言われている能力というのが、一般的な投資商品としての評価と必ずしもつながらないところがあるような気がいたしまして、その分の接合をうまくとらないと、検討した内容が余り生かされない可能性があるのではないかと、そういった危惧を持っております。1つの意見として聞いていただければと思います。

○平井部会長 ありがとうございます。

○渋谷委員 これはこの議論とは直接関係がないかもしれないのですが、よくプロパティ・マネジメント、管理のところが適正な管理をやっているかどうかということなんです。アセット・マネージャーが収益の効率化をねらうと、長期的な修繕とか管理が、管理コストを落とせばネットの収益は上がって配当が上がると。適正な投資をしている投資家保護という意味からすると、そういう面ではその辺のプロパティ・マネジメントの資質とか、その辺のレベルについてはしっかりとした基準みたいなものをある程度のもを持った形というのは結構必要でその辺のところが見間違ふような原因になっているというケースはこの辺に関してはあるかなというふうな感じがします。

○濱口委員 その辺がどういうクォリティーのプロパティ・マネジメント会社を採用するかがアセット・マネジメント会社の責任のはずですよね。そこはそうでもないケースとそうであるケースと、そこはクリアではないと思うんですね。プロパティ・マネジメント会社のクォリティーが直接投資家につながるようなケースも、あるかもわからないですね。

○杉本委員 弊社ではビークルの管理を業務としてやっております、先ほど名目だけの役員という話がありましたけれども、私も名目だけの役員を1,000社ぐらいやってきました。ですから仕組みの真ん中にいるわけですが、このような業務ではスキームが始まるときに契約書をチェックするんですね。そのときに、こういう場面が生じた場合にどういったアクションを起こしたらいいのかということ、特に流動化型では特に全部決まっているべきプロジェクトですので、トリガーを引く人が未定であったりどこからも指図が来ないというものがいっぱい残っているのは、そういう意味ではアレンジャーなりアセット・マネージャーの準備が若干足りなかったようなケースが多いという評価に当社の社内ではなっています。

そうはいっても、すべての例外的な事象を全部網羅することはできないわけですし、とんでもないことが発生したときには最後は取締役の判断でやらなくてはいけないということがどうしても残ってしまうということがまれにあります。例えば関連社が倒産した場合ですとか、そういうような場合に未定事項が残ることがあります。そういう意味では取締役の判断責任はそういう限定的な場面だけになっているのが一番理想論ではあります。しかし、実際としてはケース・バイ・ケースで必ずしも十分に規定し切れなかったものもまれにあるという状況かなと思います。

○濱口委員 そういう意味では取締役の責任の範囲というのはケース・バイ・ケースでかなり違うということですか。

○杉本委員 そうですね。本来であれば取締役が裁量を持って判断することがほぼゼロになっていなくてはいけないのですが、たまに余り検討時間がなかったようなケースですとか、あるいは当事者が慣れていなかったようなケースで、そのまま取締役の判断責任が残ってしまっているケースがまれにあります。

○濱口委員 本来はないのがベストだということですね。

○杉本委員 あると、一般事業会社の役員ほどの判断資料がありませんので、そこで動きがとまっちゃうんですね。かといって、利害関係者全員に聞くというのも実際問題難しいですから、そういう意味では初めの設計段階で十分吟味して、取締役の常務に関する判断事項はゼロになっているのがいいのですけれども、理想論であって真空状態ができないのと同じで全くゼロにはできないんですね。

○岩原委員 今の問題はそういったこういう資産流動化商品については、いわば資産の管理の部分はどうしても出てくると。それに対する少なくとも法制ルールが今のところきちんできてないんですね。どの段階で押さえてらいいか、多分3つありまして、最初に商品を組成するまさにアセット・マネージャーというか、オリジネーターとかいろいろ言われるオーガナイズする人、多分その人が一番実質的に握っているのでしょうか、それがうまくつかまえられるか。

2番目をつかまえるとする、まさにおっしゃったビークルを提供して、形の上での主体、そこで押さえるというか。それともその次にいくのは、多分金融商品として販売している販売者のレベルで押さえて、販売者の方からさかのぼって前の段階をチェックしてもらうということを期待するか、その3つの段階で考えられると思うのですけれども、今のところ、どの段階についても管理責任のところはほとんど押さえられてないと思うんですね。まだディスクロージャーはさっき言ったような形で押さえる努力がされていて、主体のとらえ方で何とかさかのぼって、できれば一番根本のオーガナイザーのところを押さえようとして、アメリカはそこまでいっているのですけれども、日本の場合はなかなかそこまでいってない。ましてや管理責任はそもそも管理責任をきちんと押さえようというルールがほとんどない。あ

るとすると信託だと思っんですね。

今度、信託の法制が変わるのが非常に大きい影響を与えると思っっていて、ここでの議論で落ちているのは信託を使った不動産小口化商品の議論が落ちていると思っんですね。Jリートや不動産特定共同事業、これはここで議論されていますが、信託受益権を使った小口化商品の議論が出てないと思っんですけども、信託の法制が来年の通常国会で多分信託法と信託業法が大幅改正されまして非常に変わってくる。特に事業信託までできるようになりますので、今まで以上に踏み込んだ不動産管理を含めて、あるいはそこから収益を生み出すような活動するところまで信託の形をとって行われるようになってくる可能性が高いと思っますね。

多分そういう形でのこういう商品の提供が出てきて、一方で今度信託法が大幅に緩和されて責任が非常に緩くなると思っんですね。そうするとどんどん免責規定が入ってきて、ますます一方でそういう責任をつかまえるので難しくなってくる可能性があると思っっていますので、そうするとまさに本当の一番実際動かしている人の管理責任をきちんととらえられないという問題が非常に大きく出てくるのではないかと思っっていて、先ほどの販売段階とかできるところで表示とかいろんなものを使って、なるべく押さえていこうとするべきだし、それは必要ですが、多分そこでとらえきれない本当の前提をつくった人の管理責任みたいなものを今後ぜひ考えなければいけないのではないかと思っております。

○濱口委員 管理責任のところ難しいのは、厳しく責任ライアビリティを追求できるようにすると誰もやらないというか、そうなりますよね。だから、そこを本当にどこまで問うのか、問わないのか。アメリカのトラスティーというのがよく読むとほとんど何の責任もない。責任を問えるようになると誰もならないという、そこが非常に難しいところですね。

○田村委員 今のお話の中で管理の側面ということで、確かに今とらまえようがないですが、1つ現行であるのは、信託受託者から委託を受けた管理業者さんというのは信託受託者と同じレベルでの行為規範とか、社内体制の整備を受けるということでそこで押さえてある。ただ、信託を使わない現物の場合のPM会社さんをどうするのかというのは全く抜け落ちていることは確かなんですけども、他方でPM会社さんというのは、まさに先ほど伊藤委員からお話があったように、基本的には資産運用会社の指示をきちんと履行するというので、まず私が申し上げたいのは、そんなにきつくしばるとかえってコスト高になってしまっるところが1つと、PM会社といっっても、例えば清掃のおばちゃんがやっている会社もあって、そこまでとらまえる必要もないということだろうと思っのですが、そうすると文言で出てきた統括のPMという言葉がありますが、統括PMというのはどう位置づけるのかというのは結構難しいかなと思われるんですね。

もう一つ、ついでに言わせてもらっくと、運用会社ということは、リートの運用会社はそもそも認可業者なのでそれなりのきちんとチェックはされているわけですが、今、YK-TKのアセット・マネージャーというのは基本的には全く登録もないのであって、先ほど投資サービス法の話の中で運用助言ということで、これがファンドごとなのか、一体としての業としてなのかわかりませんが、規制対象とするということについては若干心配がありまして、生成過程の業態ということもあって、登録ということになると、それなりの逆に規制をしているのではないかというふうにも思っのですが、ここはちょっと悩ましいところなんですけど、他方でそこをつかまえないと何ともいかんというところがあって、今後、議論をその辺もしていただいた方がいいかなと思っます。

○平井部会長 ありがとうございます。これはなかなか難しい問題ですね。不特法の場合には最初から行政庁の要件がありますから、それで一応押さえられるのでしようけれども、それが無い場合には、一体プロパティ・マネジメントというのは何なのかというところから出発しなければならぬかもしれないと思っますね。

そもそも論に戻りますが、この原案の趣旨は、プロパティ・マネジメントというのは、ほかの例えば信託受託者のいわゆる管理業務と全然違っつと。不動産の場合には違っつのだという

前提で、特に不動産を商品とする場合にはプロパティ・マネジメントが大きな意味を持つてくると、だから責任の問題が起こると、そういう前提でこれはできているのでしょうか。つまり言いたいのは、不動産投資商品の場合には、プロパティ・マネジメントが大きくクローズアップされるのだという考え方がこの背景にあるということなんでしょうか。そして、皆さんはそれを前提にご議論されているということなのか。

○松脇課長　そこをまずご説明するべきだったと思うんですけども、率直に言って2つあるのでんですけども、1点目は、信託受益権化されたときに信託会社と同じ責任を自己執行原則とかでどんどん問われていくことに対して、不動産関係の業界からは、それは余りにも非効率ではないですかと。余り末端に至るまでコンプライアンスを厳しくというのは、体制を整えて、コンプライアンスそのものは大事かと思えますけれども、コンプライアンスオフィサーを置いてとか、体制を整えてというのはどんなものかというようなご議論がありまして、ここの議論で出てきていますのは、統括するものがもしあるとすれば、その人はしようがないにしても、その指示に従っている人はそこまで負うのはどうかということを書いたのですが。今日のご議論を聞いていて、そもそも統括するという分野のプロパティ・マネジメントなる業態が、我々が勝手に考えているだけで、実際はアセット・マネージャーの指示について動いているとすれば、その前提の統括する主体そのものもなく、そういう意味では、みんなそれぞれの事務を執行しているだけではないかと思いましたが、そういう問題意識と。今、部会長がおっしゃられたように、不動産の投資を考えたときに、そもそも管理というものについて、今、宅建業法で流通とか媒介あるのですけれども、管理については、特に今のところは登録とか規制がありませんので、ただ、そこをどうしたらいいのかという問題意識もあって、その両方がありました。ただ、主たる意識は前者の方であります。

○平井部会長　皆さんは大体不動産の場合には、特に管理が大事だということを前提にいろいろご意見をいただいたような気がしますので、議論の前提として管理というのは不動産の場合にはほかと違った問題があるのだという前提のように思われましたものですから、確かに今の第1点の点は私はよく知りませんでしたけれども、それも大事な問題で、そもそもそういう主体なるものは把握できるのかという大問題がありますね。

ありがとうございました。時間も大分たちましたので、特にご発言ございましたら、よろしくございませうか。

特にご発言なければ、大変活発なご議論いただきましてありがとうございました。一応資料4の説明と、それに関するご意見を伺いましたので、ここでいろいろお述べになりたくても、なお、述べられなかったご意見につきましては、後で事務局がいろいろとまた聴取に回るように思いますので、そこでおっしゃっていただいて、また、次の議題の中に組み入れたいと思っております。

本日の審議はこれで終了させていただきたいと思えます。事務局から事務的な点についてご発言をお願いします。

○松脇課長　事務局から、今お話がありました次回（第3回）の部会の開催につきましてご案内したいと思います。まず開催日時でございますけれども、事前に委員各位の日程を確認させていただいた上で、最も多くの委員がご出席いただけるのが12月12日（月曜日）15時30分から17時30分まででございますので、もしご了解いただけましたら、これで決定をお願いしたいと思います。

それで、実は事務局としましては、この第3回では本日の第2回までのご議論いただいた当面の課題の中間整理をお願いしたいと思っております。ただ、今日いろいろご意見いただきましたので、これから、今、部会長のご指示もありましたので、また個別に取材させていただきます。また、いろいろご指導いただきまして、気持ちとしましては、第3回で中間整理をまとめたいと、そういう目標を持って頑張りたいと思っておりますので、よろしくお願ひしたいと思います。

なお、第3回におきましては、国土交通省の別の審議会で国土審議会の土地政策分科会の

企画部会に不動産投資市場検討小委員会というのが同じく10月24日に設置されておりまして、そこで土地政策の観点から見た不動産投資市場の検証と課題というようなことを検討しております。12月12日には、この企画部会との合同部会形式による開催を考えておりまして、前半で当部会の中間整理、後半で企画部会に対する不動産投資市場検討小委員会の報告を予定させていただいております、全体を通じて平井部会長に進行をお願いできればと考えております。また、合同開催でありますので、適宜当部会の中間整理への企画部会委員からの意見、または企画部会への当部会委員からの意見も承ることにさせていただきたいと存じます。

ということで、一応事務的にはしたいのですが、また、それまでにいろいろ取材させていただきますので、よろしく願いいたします。

○川本審議官 一言だけ、どうもありがとうございました。非常にいろんなご意見いただきましたこと、それから、感想と申しますと、何かありますと役所はすぐ規制をかける、マーケットをゆがめるという大変役所に信用がないということも大変よくわかりました。決してそういうつもりでなくて、さっきも登録とか規制とかという話がありましたけれども、そういう話でなくて、基本的にはマーケットだけで淘汰されるのが一番基本で、それを手助けするために何ができるかということだと思っておりますので、その辺でまとめ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 今の点、よろしゅうございましょうか。12月12日の15時30分から17時30分まで、それから先ほどの国土審議会の部会と合同でやるという点はよろしゅうございましょうか。ご都合悪い方もいらっしゃるかと思いますが、一番皆さんお集まりいただく方が多いということでございますので、そういう予定にさせていただきますが、特に。

(「はい」と声あり)

○平井部会長 それでは、そういう形です。

○川本審議官 長時間ありがとうございました。

○平井部会長 どうもありがとうございました。これで閉会といたします。

閉 会