

社会資本整備審議会 産業分科会

第5回不動産部会

日時：平成18年3月28日（火）10：00～12：10

場所：国土交通省合同庁舎2号館 低層棟 共用会議室4

（速記録）

開 会

○松脇不動産課長 おはようございます。それでは、定刻になりましたので、井出委員がまだご到着なさっておられませんけれども、会議を開会したいと思います。

本日の会議は、マスコミの取材がございます。よろしくお願いいたします。

ただいまから社会資本整備審議会産業分科会第5回不動産部会を開催いたします。

委員の皆様方には、大変お忙しいところを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崎達朗でございます。よろしくお願いいたします。

本日は、岩沙委員及び伊藤委員が所用によりご欠席されておりますが、他の委員各位におかれましてはご出席の予定でございますので、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させていただきます。

本日の開催議題につきましては、まず、政府におきまして3月10日、閣議決定されました金融商品取引法案等の概要についてご報告をさせていただき、その後、ご案内いたしましたとおり、前回2月20日に開催いたしました第4回部会における論点の整理と、不動産投資顧問業の現状と課題についてご審議をいただきたいと思います。

なお、本日、「不動産投資顧問業の現状と課題について」のご審議をいただくに当たりまして、実際に不動産投資顧問業務に携わっておられます3名の方にご意見等をいただくこととしております。

それでは、ご紹介させていただきます。

まず、株式会社住信基礎研究所取締役の石橋博様でございます。

続いて、三井不動産投資顧問株式会社代表取締役社長の阿知波茂樹様でございます。

本日、3番目としまして、ジョーンズラングラサル株式会社代表取締役社長の濱岡洋一郎様においでいただく予定になっておりますが、午前中、急な会議が入られまして11時頃ご到着ということで、プレゼンテーションの時間には間に合って到着されるという予定になっております。

それでは、後ほどよろしくお願いいたします。

それでは、ご用意させていただいておりますお手元の資料を確認させていただきたいと思っております。配付資料一覧に基づきまして、資料を読み上げさせていただきます。

まず、資料－１「金融商品取引法案の概要」。資料－２「『証券取引法等の一部を改正する法律案』における不動産特定共同事業法の改正内容」。資料－３「証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律案」。資料－４「第４回不動産部会における論点の整理について」。資料－５（１）、これは石橋様からご提出いただきました「不動産投資顧問業の現状と今後の役割」。資料－５（２）「不動産投資顧問業と（証券）投資顧問業における情報開示、ガバナンス、忠実義務等の規定比較」。それから資料－６、これは阿知波社長からご提供いただきました「不動産投資顧問業の現状と課題」。資料－７「日本の不動産マーケットの特性」、濱岡様の資料でございます。

以上でございますが、何か欠落等ございましたら事務局のほうまでお知らせください。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、これからの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。それでは、平井部会長、よろしく願います。

○平井部会長 部会長の平井でございます。本日は、お忙しいところお集まりいただきまして、誠にありがとうございました。

ただいま事務局より説明がありましたように、本日の会議の進め方といたしまして、まず事務局から、金融商品取引法案の概要と不動産投資商品の取扱いに関しまして、どのように措置されたかということについてご報告をいただきまして、引き続き、前回の論点の整理について事務局においてまとめた資料に基づきまして説明をいただき、皆様に議論を深めていただきたい、このように考えております。最後の議題としまして、「不動産投資顧問業の現状と課題」につきまして、先ほどご紹介いただきましたゲストの３名の方々からのお話を承った上で、委員の皆様のフリーディスカッションをお願いしたいというふうに思います。

それでは、まず事務局から説明をお願いいたします。

○松脇不動産課長 それでは、座ったまま説明させていただきます。右肩に資料－１と振ってありますカラーの「証券取引法等の一部を改正する法律案」ということで、今回、金融商品取引法、いわゆる投資サービス法の改正に当たりまして、その一番大きな目的は、投資者保護のための横断的法制の整備ということで、真ん中の上のほうにありますように、横断化ということで、投資性の強い金融商品サービスに隙間なく同等の規制をかけるということで、不動産においてもよく用いられております集団投資スキーム（ファンド）につ

きましても包括的に対象になった、それが1点であります。それからもう1点は、柔軟化ということでありまして、いわゆるプロ向けと一般向けなどに応じまして、差異のある規制を設けるという2つの大きな趣旨になっております。

それから、右側、開示制度ということでございますけれども、四半期ごとの開示の法定化等の強化がなされております。

下のほうにまいりまして、今回の金融商品取引法の中に溶け込む形にはなっておりませんが、銀行法、保険業法、それから一番下、不動産特定共同事業法につきましては、右側にありますように、利用者保護ルールについて基本的に金融商品取引法と同様の規制を適用するという整理になっております。

それから、法律としましては、関係法律の整備等に関する法律案がまとめられております。

資料-2にまいりまして、ただいまの不動産特定共同事業法の改正内容であります、ポイントといたしましては、不動産特定共同事業には不動産の特性を踏まえた規制が講じられているということで、不動産特定共同事業法をそのまま存置するという事になっております。その具体的な特性を踏まえた措置としましては、出資を受ける事業者が不動産取引を営むということで、当該事業者には宅地建物取引業の免許、それから取引主任者の設置が必要であるという点。それから、対象不動産の建築確認等の前に商品の広告や販売を行うことを禁止するなどの措置がとられている、そこに着目して存置をするということであります。

ただし(2)で、一方で、金融商品取引法案の商品販売ルールを横断的に適用するという事で、①から③にありますような再勧誘の禁止。一度要らないと言ったお客様に再勧誘してはいけないとか、あるいは顧客の知識・財産等に適合した商品の勧誘を行うという適合性の原則。それから、損失補てんの禁止などのルールを横断化することとなっております。うち、上の2つにつきましては、括弧の中にありますように、既に現在の不特法の省令でも措置されておりますが、今回、法律において金融商品取引法案と平行な形で規定を置いたということでございます。

資料-3にまいりまして、今回の「証取法等の改正の関係法律の整備に関する法律案」の中で、宅地建物取引業法の一部改正を行っております。その基本的な考え方が上の黄色の1、2、3でございますが、これは金融庁と私ども国交省の間の共通認識ということでまとめておりますけれども、まず1番としましては、金融商品の販売・勧誘の市場ルール

については証券取引法の改正によって横断化を図る。金融商品取引法を制定する。2番目としまして、その中で不動産が原資産となった金融商品、これは信託受益権や組合持分権になっていても同じでありますけれども、原資産のリスク情報を的確に説明するように措置する。このために宅建業法を改正する。3番目は、一方で円滑な取引を確保するということで、プロ間の取引についてはルールを弾力化するという3点を不動産部会の中間報告をいただきまして、私どもと金融庁のほうで協議を行って、この基本認識に立ちまして、具体的に下のほうであります、金融商品取引業者ということで、今回の金融商品取引法に基づく業者であります、これが不動産の投資商品を販売する場合には、必要な書面交付・説明があります。下の緑色っぽいところでありますけれども、これは金融商品取引法の共通の項目としまして、契約の概要とか手数料に関する事項の説明があるわけですが、その共通のルールの中でも、「金融商品取引業の内容に関する事項であって、顧客の判断に影響を及ぼすような重要なもの」については内閣府令で定めるという項目があります。

それが右側につながってまいりまして、不動産につきましては、こういう不動産固有の項目は顧客の判断に影響を及ぼすということで、登記の内容とか、法令に基づく制限などを説明するわけですが、当該業者が宅建業者である場合には取引主任者がこれを説明するというところであります。これにつきましては、下の四角の中にもありますように、信託受益権販売業者という、これは一昨年12月に施行されました信託業法の改正に基づきまして、今回の金融商品取引業者のある意味での先駆的な形でありますけれども、その登録を行っている者は412社でありまして、そのうちの宅建業者は380社、90%を超えるものが宅建業者であるというようなことを踏まえております。

こういうことで不動産の固有の項目を説明するわけですが、真ん中の段の右側に赤で書いてありますように、ただし、プロ間の取引等について、その保護を要しない場合には対象外とするということにしております。これに併せまして、実務的には金融庁と国交省で局長をヘッドとします連絡協議会を設けまして、不動産投資商品についての新たな展開とか、あるいはリスク要因の新たな動きとか、規制のあり方について連携を密に協議をしていくということ金融庁と私どもの間で合意しております。

以上が証券取引法の改正の内容でございます。

続きまして、資料のほうを続いてご説明させていただきますが、資料4でございます。これは、前回第4回部会におきましてプレゼンテーションいただきまして、その後いろいろ

ろご議論がありました、その論点を整理したものであります。中身は資料4-1から4-4ということで4つに分かれておりますが、まず最初の大きなグループは、開示・説明項目についてであります。1ページをお開きいただきますと、上のほうに中間整理のこれに関するものを掲げております。それから、下のほうで第4回部会で示した論点例ということで、①は、情報開示内容は必要かつ十分かという点と、②は、Jリートの自主開示の内容をどう評価するのか、あるいはJリートとは違って流動性のない投資商品の自主開示はどうあるべきか、こういう2つの論点であります。

2ページにまいりまして、前回での各委員の発言を踏まえました論点を掲げております。まず論点1でありますけれども、開示項目が少しずつ異なっているのではないかということで、共通化する努力があってもよいのではないかという点。

それから、論点1-2であります。これは不動産の設備とか、ゴルフ場とか、ホテルの運営を対象とします匿名組合出資持分というのは現在、規制の対象になっていない。これについてどう考えるかという点であります。

それから、論点2は、アスベストとか、PCBとか、土壌汚染とか、こういう不動産固有の情報と言われるものについては、現在、法的には基準がないということについてどう考えるのか。

それから、論点3であります。開示義務に違反した場合の効果と責任についてどう考えるのか。

大きい②の括りに入りまして、論点4は、Jリートの詳細な自主開示につきまして、これはメリットももちろん大きいわけですが、専門家ではない一般投資家から見ますと、なかなか理解しにくいということで、わかりやく簡素化したり、加工する作業が必要ではないか。

論点5は、取引所に上場されていない非上場ファンド商品、特にブラインドプールという、いわゆるプールに入っている資産の出し入れとか運用を投資家には詳しく説明しない。そういった意味では、投資家から見るとブラインド、見えない状況で運営者を信任するという形態でありますけれども、こういうものについてどう考えるのか。

それから、論点5-2は、こういうようなギャップに鑑みまして、法的な規制を強化するという点についてどう考えるか。

論点6は、私募型の投資商品につきましては、業法に基づく情報開示が行われております。これについてどう考えるのか。

論点6-2は、開示規制の及ばないプロというものの範囲についてどう考えるのか。それから、不動産投資のプロの範囲をどう確定するのか。

以上の論点であります。

3ページ以降、その論点につきまして、事務局がご議論のたたき台ということで、ある意味で思い切って書いております。これはおかしいという点があれば、また後でご指摘をいただきたいということで書かせていただいております。

まず、不動産投資商品の情報提供内容の共通化ということではありますが、まず基本的に、情報提供につきましては、1つは証券取引法に基づく開示規制というものと、それから個別の業規制に基づく規制と2つの規制があるということを整理いたしまして、(1)、まずJリートでございますけれども、Jリーートの投資証券は証券取引法の開示規制が適用されて、証券発行時には届出書の公衆縦覧とか、目論見書の直接交付が行われております。それから、流通段階に入りますと、継続開示としまして報告書の公衆縦覧があるほか、取引所の上場基準に基づきます適時情報開示が行われております。さらに、投資信託法に基づきまして資産運用報告書の交付がなされております。これらの情報のうち、有価証券届出書、目論見書、報告書の具体的内容は内閣府令で定められておりますが、対象の不動産の情報に関する項目は同一であります。

また以下でございますけれども、証券取引所のルールとして、Jリートの上場基準におきまして適時開示の基準が定められておりますが、その中で不動産に生じた偶発的事象で損害が発生した場合には、直ちにその内容を開示しなければならないということで、具体的には、損害見込額が純資産総額の3%以上と見込まれる場合には、直ちにその内容を開示しなければならないとされております。現実には、これは損害が発生していなくても、例えば今回の耐震偽装事件を受けまして、各リートが自主的に運用資産について調査結果を開示しております。具体例は、後ほど実例をご紹介します。

それから、3ページ下のほうは飛ばしまして、4ページにまいりまして、(2) TMK(特定目的会社)の優先出資証券であります。これは有価証券として証券取引法に基づく開示規制と業規制が適用されております。それから、情報開示等の取引所のルールについては、これは適用されておられません。

(3) YKTKスキームにつきましては、これは、みなし有価証券として証取法に基づきます開示規制が適用されております。

(4) の信託受益権につきましては、現時点では有価証券としては扱われていないため、

証取法の適用対象外でありまして、具体的には信託業法に基づきます、先ほど名前が出てまいりました信託受益権販売業者の義務としまして、説明義務が信託業法に基づきまして決められております。これは、信託業法施行規則、内閣府令におきまして、具体的には宅建業法の35条に準じました不動産についての説明の項目が義務づけられております。なお、この信託受益権につきましては、金融商品取引法案におきまして投資商品と位置づけられましたので、今後は開示規制の対象となるということでもあります。

(5) は不特法の事業でございますけれども、この匿名組合出資持分権は有価証券ではありませんので、その情報提供は不特法に基づきます業規制の対象となっております。

結論といたしまして、下から3行でありますけれども、これらの規制の内容を見ますと、証取法に基づく公衆縦覧型開示規制の対象であるJリート等も、それから不特法でも、契約条件の開示内容に違いは見られますが、最も重要である投資対象不動産そのものの開示内容については大きな差異は見られないところであります。この点を踏まえまして、情報開示におきましては、公募や私募といった募集形態、あるいは適用法令のいかんにかかわらず、不動産そのものに関する情報提供内容の共通化を図られるようにすべきであると考えられると思いますが、これでいかがかということでもあります。参考にありますとおり、この金融商品取引法案の37条の3、1項の7号というのは、契約締結前の書面の交付につきまして、先ほどもちょっと触れましたけれども、顧客の判断に影響を及ぼすことになる重要なものにつきましては内閣府令で定めるということになっておりますが、この内閣府令の定め方の中におきまして、不動産につきましての情報提供内容の共通化を図られるべきではないかという考え方でありまして、それから、先ほどの宅建業法におきます不動産内容の説明事項の措置につきましても、これを踏まえて検討されるべきと考えるがどうかということでもあります。

2番目にまいりまして、ゴルフ場やホテル等の事業型ファンドについてであります。これは今回の金融商品取引法におきまして、事業型ファンドにつきましても、業規制、開示規制の対象となったところではありますが、投資家の目から見ますと、こういうようなゴルフ、ホテルにつきましては、ファンドの持つ不動産そのものではなく、運営事業の収益に関心を持っていると考えられることから、一般の事業会社、この場合であればゴルフ事業会社とか、ホテル事業会社と同様な開示でよいと考えられますが、これでいかがでございますでしょうかという点であります。

3番目につきまして、アスベスト等の不動産固有の情報の開示であります。現在は自

主的な開示に委ねられております。ただ、Jリートにおきましては、取引所の適時開示基準によりまして適時開示が行われております。先ほども触れましたように、今回の耐震偽装事件を受けましても各リートが自主的な開示を行っているということで、これは、ちょっと厚いですが、参考資料4-1-7、ページ数は通算の45ページというページが振ってあると思いますので、お手数ですがご覧いただきたいと思います。45ページ、これは参考資料4-1-7でありますけれども、耐震偽装問題を受けました各リートの中で、ここではプレミア投資法人というリートの適時開示であります。このプレミア投資法人というのは、ケン・コーポレーションの系列の投資法人でございます、住宅系ということで、今回の姉歯事件が住宅系だったということで、右上に日付がありますように、11月21日に最初の適時開示を行っております。これは11月17日に姉歯関連のものについて国交省の発表を受けて、4日後に当初発表されました21物件については当社の当該法人の保有物件には含まれていないという点と、それ以外につきましても調査をしておりますという開示を行っております。

その次の46ページでございますが、12月5日にその続報ということで、レジデンス20物件については含まれていないことを確認しました。その次、12月13日の続報で、オフィスビル11物件につきましても含まれていないことを確認しましたということと、当法人のデューデリジェンスは、竹中工務店に地震リスク調査を依頼し、耐震性の評価を行っておりますというような適時開示を行っております。

以下、同様の事例を掲げておりますが、これにつきましては、参考資料に掲げていないものも含めまして、各リート全部の銘柄につきまして適時開示がなされた。先ほどの3%ということにかかわらず、適時開示がなされたということでございます。

それで、本文のほうに戻りまして、5ページの下から6行目でありますけれども、このような自主開示につきましては、これを法定化するというのも考えられますけれども、法律になりますと罰則の担保ということで慎重な検討を要するということのご指摘が前回も委員からございました。そういうことで下線を引いてありますけれども、自主開示によって透明性を高める上でも、Jリートの自主開示は積極的に評価されるべきものであって、こういうような開示のいわば開示競争が透明性とか、他の商品の自主開示の底上げにもつながることから、あえてこれについて基準を設ける必要はないというふうに考えますが、いかがでございましょうかということでもあります。

一方で、取引所に上場されない商品の自主開示ということも法定化というのも考えられ

るわけですが、その場合にも、結果的には市場における自主開示が機能している J リートも含めて一律に強化することにつながるの、これについても慎重に検討すべきではないかということで、したがってということで、結論としまして、不動産固有の瑕疵に関する情報の提供は市場における自主ルール等による対応を基本とすべきではないかということでもあります。またということで、業規制が働いている分野につきましては、事前説明書におきまして投資家の注意を喚起することも考えられるが、それについてはどうでしょうかという点であります。

4 番目の論点としまして、一般投資家向けの情報提供のあり方についてであります、ここでは 2 つ。1 点は、一般投資家に的確に情報提供するサービスといったものを今後振興する必要があるのではないかという点と、それから、消費者に対します不動産教育というような方策についても新たに検討する必要があるのではないかという点であります。

5 番目に、Y K T K 商品の情報開示についてであります、Y K T K につきましては、現在、適時開示などのルールがありません。その中で、特に先ほど触れましたブラインドプール型の商品におきましては、個別物件の提供が全くなされておられません。この例としまして、また参考資料の 5 3 ページであります、参考 4 - 1 - 9 をご覧いただきたいと思ひます。これは実際に E D I N E T という証券取引法に基づきます開示書類の電子開示システムの中から引っ張ってきたものでありますけれども、投資方針の中で、「本匿名組合の投資方針は、本匿名組合の投資基準書に定めるものとします」ということで、下のピンク色っぽいところにありますように、主な用途は住宅、それから 3 つ目に地域・立地条件として、原則として三大都市圏その他、投資額は 1 物件当たり概ね 3 億円～ 1 5 億円ということで概ねの範囲だけを決めまして、次の 5 4 ページにまいります、投資リスクということで、「本匿名組合出資は、募集時点において投資対象資産が確定していない、いわゆる『ブラインドプール形式』をとっております。投資者は、投資対象について確認等の関与を行うことができません」ということで、投資判断をご信任いただく必要がありますという記載になっております。こういうような商品が現実に売られているということでもあります。

6 ページ本文にまいります、その下、J リートの場合には、新規上場リートの場合には保有している物件が存在しないこともあります、7 ページの上のほうにいろいろ書いてありますけれども、③にありますような必要な不動産を遅滞なく取得できる見込みを証券会社が確約するということが上場基準になっておりまして、個別の物件につきましても

一定程度の特定がなされているということでもあります。このような現状を鑑みた場合、公募されるいわゆる「ブラインドプール型」のY K T K商品については、投資方針において投資物件の地域、規模、用途等の具体的な条件を記載すべきと考えるが、どうかということでもあります。これについて法的な規制となると、慎重な検討も必要ではありますが、むしろ業界の自主ルールとして、例えば適時情報開示義務を含んだ標準約款を策定するというようなことも考えられるのではないかとということでもあります。

6番目に、プロ投資家のあり方でございますが、これは今までの部会でもご報告しましたように、証券取引法のプロと、不動産特定共同事業法におけますプロの定義が若干異なっておりますが、これにつきまして、不動産投資のプロが、今度新たにできます金融商品取引法の特定投資家制度におきましても、プロと扱われるように措置されるべきではないかという点であります。

以上が大きい1点目であります。

資料4-2にまいりまして、2番目の大きな柱といたしまして、デューデリジェンスの適正化についてであります。下のほうの論点で①～③がありますけれども、これに基づきまして、9ページにまいりまして、まず最初の論点1であります。デューデリジェンスレポートということで、鑑定評価書とか、エンジニアリングレポートとか、それぞれあるわけがありますけれども、このデューデリジェンスレポートを書きました会社について、その調査範囲が適当か否か、あるいは調査結果が真実かどうかという評価につきましては、法的なといいますか、客観的なプロセスは現在ありません。業界内の評価に委ねられている。これについてどう考えるのかという点であります。

それから、論点2は、さらに非上場型の投資商品におけますデューデリジェンスについてどうか。

論点3は、もしこの開示状況の内容に虚偽があった場合、投資家被害の救済についてどう考えるかという点であります。

10ページにまいりまして、まず論点1～3それぞれでありますけれども、物件の瑕疵評価についてということでもあります。2段落目、3行目ですが、Jリートについては、上場の際の証券会社の引受審査によっても、その内容についてチェックが行われております。ここでまた参考資料4-2-1ということで、これは57ページになります。恐縮ですが、57ページをちょっとご覧いただきたいと思います。57ページは参考資料4-2-1ということで、Jリートの開示書類における耐震調査、PCB、アスベストについての具体

的記載事例を掲げさせていただいております。左側の事例につきましては、これは建物の耐震評価調査を誰が行っているか。その内容がどうかという点であります。それから、右側のほうは、真ん中のところが土壌汚染につきましての記述がなされている例であります。

それから、ざっと見ていきまして次のページをご覧くださいますと、左側のまた赤で囲っているところがP C B等の有害物質。右側につきましては、アスベスト等についての特記事項であります。細かい字で非常に読みにくいかと思えます。そういうような形で、上場の際の開示書類としてこのような開示があるということでもあります。

本文に戻りまして、10ページの上、第3段落目からですけれども、このような形でありますので、少なくともJリートにおきましては、実施機関名も含めまして、デューデリジェンスの情報が開示されておりますので、市場評価によって実施機関の信頼性の向上を図ることが合理的ではないかということでもあります。また、Jリート以外についてはどうかということで、Y K T Kなどにつきましては、実際には信託会社の受託審査の中でこれはチェックされているということがございますので、この信託会社の受託審査の一層の活用を図るべきではないか。

不特法につきましては、これは現在、事業者が、例えば耐震の調査があるなしを説明するということが不特法の体系の中では担保されておられませんので、この担保を検討する余地があるのではないかとということで事務局の考え方を記させていただいております。前回ご報告しましたように、宅建業法の本体のほうでは耐震診断の有無につきまして、今回、4月24日から施行でありますけれども、省令の改正を行っておりますが、不特法につきましては、その担保の余地があるのではないかとということでもあります。

2番目、デューデリジェンスの内容は、虚偽の場合ということもございますけれども、問題意識としましては、少なくとも故意・重過失がある場合には何らかの制裁措置が必要ではないかということで、現在、民事救済につきましては、虚偽記載等に関する損害賠償責任が一定の民事的救済措置がなされております。参考資料のほうはその後の59ページの参考4-2-2に、証券取引法におきますディスクロージャーに関する民事責任規定を掲げさせていただきますけれども、上から2段落目にありますように、例えば重要な事項について虚偽記載等がある届出書を見て有価証券を取得した者が受けた損害につきましては、真ん中の段、届出者に無過失責任があるということで民事的な救済措置がとられております。

本文のほうに戻りまして、10ページ、下から6行目。しかしながら、ということで、

こういう民事的救済措置はありますけれども、こういうのは時間と費用がかかるということで、虚偽記載等の発行者に対しまして、何らかの行政法規的な措置、例えばということで、国土利用計画法26条の公表制度のような対応ということで、これは土地の利用目的に関する勧告を都道府県知事から受けて、それに従わない場合の公表という仕組みでありますけれども、これに準じたような対応とか、刑事罰についても検討する必要があるのではないかと。それから、またということで、先ほどもありましたけれども、投資家の立場に立ったアドバイスをするサービスの振興とか、不動産に関する一般投資家の知識向上を目的とする不動産教育を検討する必要があるのではないかとということを書かせていただいております。

それから、12ページにまいりまして、不動産投資商品の運用に関する責任についてであります。これは、ビークル、いわゆる箱ものが発行者として扱われて責任を負うことになっておりますけれども、実態にはビークルには責任を負うことは困難ではないか、その問題意識であります。

13ページにまいりまして、具体の論点であります。論点1が、まず現在のYKTKスキームにおきまして、私募ファンドにおきましては、助言の契約という建て付けになっておりますので、運用会社がいかなる運用責任を負うことになるのかがあいまいではないかと。

論点2としまして、その運用会社は投資家に対して契約に基づく責任を直接負っていない、この論点であります。

論点3が、長期投資という観点から見た場合、現在のアセットマネジメントは短期で投資の出口を迎えるというビジネスモデルが多いので、なかなか実態と合わないのではないかと。

この関係で、特に論点3-2であります。年金基金は最低でも10年～20年の長期間のコア投資ということを考えておりますので、これについて間口を拡大していくことが必要ではないか、一任スキームが必要ではないかということでもあります。

論点4は、信託受益権につきまして、これはみなし有価証券であるので、現在の仕組みにおいて証券の投資顧問業と位置づけられます。しかしながら、業務の実態は不動産の判断でありますので、有価証券の投資顧問業の中に括られるということに違和感がないかという点であります。

ただ、論点4-2は、逆に、これについてはそうではなくて、不動産の投資顧問業と証

券の投資顧問業を独立して考えるよりは、不動産に関わる専門性を有する者が投資顧問会社の中に専門家を置くことによって、制度としては横断的に設計すべき、そういうふうを考えるべきかどうかという点であります。論点4と4-2は、そういう意味では対になっております。

14ページにまいりまして、まず私募ファンドの運用者等の投資家に対する法的責任がありますが、Jリートにおきましては責任ははっきりしております、投資信託委託業者の投資法人に対する損害賠償責任等が法定されております。一方、第2段落ですが、YKTKの運用会社につきましては、助言契約という形態になっておりまして、特に1層の構造になっておりますファンドにつきましては何らの業規制は及ばないということでありまして、3段落目でありまして、2層の構造ファンドにおきましても、助言ということで一任契約ではないので、運用判断の権限と責任はあくまでも契約上はファンド側にあるという建前になっておりまして、実質的に運用責任を誰が担うか不明確な状況になっております。

ところで、今回の金融商品取引法では信託受益権が有価証券に位置付けられましたので、投資運用業につきましても、今までよりは厳しい受託者責任のもとに置かれております。そういうことで、投資家保護の観点から充実が図られております。一方で、投資一任契約を結ぶという形になりますと、ファンドの倒産隔離性に影響を及ぼす。そういった理由から、現実には助言という建て付けがなされているというような見解もあるわけですが、そういったことを踏まえると、スキームの詳細について引き続き検討する必要があると考えるがどうだろうかということでありまして、また、運用会社が直接責任を負う仕組みにつきまして、諸外国、アメリカ等の事例等もさらに調査をして検討すべきだというふうに考えております。

2番目にまいりまして、年金基金による不動産投資の受け皿に適したスキームということで、我が国の企業年金は約80兆円ございますけれども、現在、そのうちで不動産等に投資されておりますのは全体の1%にも満たないということで、海外の年金基金が5%程度を投資しているのとかなり差がございます。そういう中で、年金基金による不動産投資が進まない最大の理由としましては、一任投資の仕組みがないことが指摘されております。特にYKTKにつきましては、受託者責任が不明確であったり、また、15ページにまいりまして、運用委託先が事実上、信託銀行に限られている等の課題が指摘されております。翻って、そもそも現在の宅建業法は取引の時点におきまして、不動産を特定して個々の取引を規律するという仕組みになっておりまして、年金の求めるような長期継続的な不動産

運用にはなじまないというふうに考えられます。このため、長期継続的な不動産運用を規律する制度を新たに検討する必要があるのではないかと。運用会社が個々具体の不動産取引を継続的に行い、投資家は取引の結果と資産管理の現況について報告を受けるといったような仕組みを基本としてはどうか。その中で不動産運用の専門家の位置づけというものを検討すべきではないかということでもあります。

16ページにまいりまして、その他の論点であります。17ページまで中間報告の抜粋がありまして、18ページにまいりまして、これに関する前回の論点であります。今まで触れました再掲というものがずっとありまして、18ページの下から2つ、論点4と5がここの独自の論点であります。論点4は、現在、信託受益権やYKTKスキームが活用されているのは、不動産特定共同事業法がオンバランスということで、事業者のバランス上でやるということになっているのが前提となっているため、それを回避するというのも大きな要素ではないか。不特法について回避するということでもありますので、この不特法自身を使い勝手をよくするための見直しの必要があるのではないかと。新しい会社法が施行されますので、有限会社が使えなくなるということで、合同会社等が使われるようになるのか、その点についての検討ということでもあります。

19ページにまいりまして、それについての考え方ではありますが、まず上の不特法の見直しでございますけれども、現在、不特法は、先ほど言いましたオンバランスということで倒産隔離性が確保できないということで、現実の不動産投資のニーズにマッチしていない状況にあるのではないかと。また、不特法は約款規制ということで、これは消費者保護ということで重要な役割も果しているのですけれども、プロ間の場合には投資スキームをハンドメイドでつくるといったようなこともありますので、一回承認を受けた約款につきますと、これを改変するという点について柔軟性に欠ける点があるのではないかと。加えて、流通税の回避といったようなこともあって、YKTKが活用されている。以上を踏まえますと、事業者のバランスシートから切り離して、オフバランスでも行えるような仕組みとか、顧客への説明方法などについて検討する必要があるのではないかと。それから、今回、特定投資家制度が盛り込まれたことも含めまして、プロ投資家相手の商品に対する約款規制のあり方についても検討する必要があるのではないかと。

それから、多様な投資スキームということもございますけれども、本年5月の会社法の施行によりまして有限会社制度が廃止されますので、これに代わり、合同会社制度の活用が想定されております。また、信託法・信託業法の改正によりまして、信託宣言等、新た

なスキームの活用ということが考えられますけれども、現時点では制度の詳細は必ずしも明らかではないということで、これを見ながら、今後これらの新たな制度につきまして、そのスキームの活用可能性について検討を行って、それを深めていく必要があると考えられるかどうかという点でございます。

以上、論点整理についての資料の説明をさせていただきました。

○平井部会長 ありがとうございます。

今日は、冒頭で紹介しました3人の方々からのお話を伺う時間も必要でございます。しかも、今ご紹介いただいた論点は大変盛りだくさんでございますので、少し時間が苦しくなってきましたが、大体11時ぐらいまでに今のご説明についてのご意見を伺いまして、それ以降、3人の方々のお話を承ることにしまして、それについてフリーディスカッションをいただき、なお時間が余った場合には、もう一度今の論点に戻るというふうにさせていただきたいと思っております。事務局のほうで用意しました資料で、どうかとか、どう考えるかというように書いてありますところが棒線を引いてあると思っておりますが、そこが皆様方のご意見を特に伺いたいということでございます。もちろん、これは事務局のたたき台でございますから、これ以外にご指摘いただく点がございましたら、どうぞ自由にご発言をいただきたいと思っております。一応、論点は4つに分かれておりまして、4-1から順にまいりたいと思っておりますが、時間がやや制約されておりますので、特にご発言いただきたい論点があるというふうにお考えの方は、順序にかかわらずご発言をいただいて結構でございます。一応4-1から始めまして、ご意見を伺いたいと思っております。どうぞ自由にご発言をいただきたいと思っております。いかがでございましょうか。

○土田委員 今お話にいろいろ挙がったのですけれども、情報開示ということでぜひお願いしたいのは、1つは、共通化したルールで情報開示を、ぜひこれを検討していただきたいと思っております。個々バラバラの情報開示であると、一般の個人投資家というのは比較対照が非常に難しいので、できれば情報というのは共通化した一定のルールのもとで開示していただきたいということを是非ご検討いただきたいと思っております。

○平井部会長 ありがとうございます。ほかにはいかがでございましょうか。

○濱口委員 年金というか、13ページの論点4と4-2ですが、つまり不動産投資顧問業と証券投資顧問業を区分けして考えるかどうかという点ですけれども、全体のフレームワークとしては、いわゆる証券投資顧問業が扱うものに、最近では例えばプライベートエクイティも入っていますし、もちろん、もともとの株も債権も、いろいろな証券化商品など

も入っていますので、かなり多様なものが入っている。それをプロがいるということで扱える。ただし、一任の受託者責任を負っている。その大きな流れの中で、そこに不動産が入っても全然おかしくなくて、何か別の免許制にすると二重になるというか、かえって市場の育成を阻害するようなこともあるのかなと思うのですけれども、一方で、この間申し上げたように、では、普通の証券投資顧問業者がきちんと不動産のプロを抱えた上で、投資一任免許を取りに行くときに、何らかの障害がないかどうか。

この間の話によると、宅建免許と投資一任免許の兼業申請みたいなものがきちんとできるのかどうか。この辺は証券投資顧問業は、やはり金融庁のほうで認可するのでしょうか。そこできちんと不動産のことも理解した上で、迅速にそういう処理がされるのか。そこにかかっていると思うので、逆にその間口が狭められると、結局、結果として信託銀行しかできないということになってしまうので、国交省さんのほうとしては、そこは投資市場の育成ということでスムーズに進められるという確信があれば、形としてはこちらのほうがいいと思うのですけれども、いろいろな関係があって、やはり別立てのほうがより投資市場の育成にいいというのであれば、論点4の最初のほうの別の仕切りもあり得るかなと思うのです。だから、その辺は法の体系と実際のプロセスのところ、意図していることがきちんとプロセスでうまくいくかどうか、そういうレベルの話だと思います。

それと、その関連ですけれども、15ページ目の、つまり宅建法というのは基本的には個別の物件の話で、それで投資家は継続的にやるところをカバーしていこうと。これはしよせん無理があるので、やはり継続的な投資なり一任ということであると、先ほど戻って一任契約という投資顧問業という範疇で当然規制すべきで、宅建法のところは、一任業者が売買するわけですから、その一任業者が買手として売手から買う、そのプロセスを規制するのが宅建業法で、投資一任業法というのは、その一任された人と一任する人との間の受託者責任の関係という仕分けでいいと思うのです。

あと1つだけ、ちょっとわからないのは、どこかで信託会社の受託審査という言葉が出てきたのですけれども、いろいろなデューデリジェンスの過程で個別の物件の管理処分信託などを、信託銀行が入るので、彼らはそこである一定の責任を負うわけですね。その責任と信託受益権を売るときの証券業法での責任と、それが何かダブルになっているような気がするのです。そこで信託銀行は一体どこまで責任があるのか。もしくは、信託銀行は形だけのところであって、例えば瑕疵があるとか何とかというのは、そうしてできた信託受益権を売る人の責任なのか。その辺が不明確で、その辺が投資一任スキームの中でも

問題になってくるような、投資一任スキームといっても、個別の物件は信託受益権になっているわけで、ここのいろいろなデューデリジェンスなり、ディスクロージャーの問題を、投資一任業者が投資家に対して責任を負うのか。もしくは、そこは個別の物件の信託受益権をつかった、受託審査をした信託銀行が責任を負うのか。投資事業者は適切な信託銀行を選ぶ責任があるのかとか、その辺の責任の関係が何となく不明確のような気がします。

○平井部会長 よろしゅうございましょうか。ありがとうございました。

○渋谷委員 今、信託の受託についてのコメントが若干ございましたので、現実にも今、信託で受託を扱っている状況の中でちょっとコメントさせていただきたいのですが、10ページの物件の瑕疵評価の後段のところ、信託会社の受託審査の中でエンジニアリングレポートのチェックが行われている状況、現実にもそういうことですが、このような信託会社の受託審査の一層の活用を図るべきというコメントがございますが、ここのところは、信託の一定の受託者責任の中で受託をしているわけですが、余りに過度に信託銀行に、受託者である信託銀行というのは、いわゆるチェックをするチェッカーという認識は余りなくて、どちらかといえば、この辺の流動化を機動的に円滑に進めるといような役割がかなり重要視されているわけで、ここが余り過度にいくと現実の実態と合わないということになるので、ここのところはこの文章の内容がもう少し過度にならないようお願いしたいというふうに思います。

○平井部会長 ありがとうございます。

○金本部会長代理 今さっきの不動産の説明事項の内容を標準化するというお話ですが、この辺のイメージがなかなかわかりにくい面があって、これは誰がやるのか。政府・行政はここにどういう格好で絡むのかというところが、後のところでもこういった見地が出ていますけれども、どうも政府が絡むと硬直的になって、実態に合わない、使いにくいものができてしまうということがあるのですが、かといって放っておいていいのかというふうな問題だと思います。この辺について、もう少し立ち入ったものが必要かなという気がいたします。全体にかなり複雑に絡んでおりまして、論点として個別に取り上げられておりますと、その中身の意味というのがわかりにくくなっているかなということがあって、必ずほかに代替的なやり方がありまして、それがコストが高いとか、いろいろな問題があるのでここに落ち着くということがあると思うのですが、その全体像をなるべくわかりやすく見せていただきたいと思います。ちょっと大部になってしまうという気がいたしますが、それぞれいろいろなタイプの規制の方式、やり方がある、それらについてメリット、デ

メリットがある程度わかるようにしていただくと、次のステップで混乱しな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す。ほかに。

○石澤委員 10ページのところのデューデリジェンスの内容についてですが、最近、耐震偽装の問題でありますとか、専門家の評価自身に対する信頼が多少揺らいでいるというところもあります。例えば鑑定の評価についてセカンドオピニオンを徴求することを1つの基準にするとか、制裁措置を課すと書いてあるのですけれども、誤りがあったということが判明した段階では、投資家保護という目的が達成されないこともありますので、早い段階でデューデリジェンスの内容を客観的に判断できるような方法が必要になってくるのではないかと思います。

それから、デューデリジェンスの内容につきましても、例えばリート等がアスベスト等の問題について詳細調査をやってみますと、実はデューデリジェンスの内容が必ずしも正しくなかったという例も少しずつ出てきていますので、そういう段階でどれぐらい実施機関に対して責任をとることができるか、責任範囲の明確化も必要になってくるのではないかと思います。

それから、11ページ目の不動産教育を検討する必要があるという、これに絡んでの話ですけれども、例えば新しく商品等を募集する際に、証券会社のルールでは、投資家への説明に使用できる資料が目論見書に限られているといった問題点がありまして、わかりやすい資料をつくるといいましても、実はそれを使用できないという場合もございます。ですから、これは関係業界との調整も含めまして、そういう参照できる資料の弾力化を図るといった事項も必要になってくるのではないかと思います。

○平井部会長 ありがとうございます。

○岩原委員 5ページから6ページのところに書いてございます自主開示情報のうち、不動産固有の情報、不動産の瑕疵についての情報について、これを自主開示により提供することがよいのではないかと書かれております。この点は非常に難しい問題だと思うのですが、自主開示でいくのがいいのか、法令上の一定の開示義務を課するのがいいのか。これは根本的な問題なのですけれども、いろいろ議論があるところで、どちらのほうにより実効的な開示がなされるかという問題があるわけです。自主開示の場合の問題は、1つは、本当に情報開示に関する競争がきちんと働いて正しい開示がなされることになるのかどうかということがあり、もし誤った情報開示がされたときの、それに対するペナル

ティといいますか、民事責任等が自主開示には、少なくとも民法の一般法を除けばないということになってしまっていて、果してそれでいいのかどうか。現在のところ、うまくいっているというふうに書かれておりますけれども、本当にそう評価できるのか、これから検証が必要ではないかと思っております、現に自主開示の典型が証券取引所が行っております決算短信による開示でありますけれども、四半期開示を90%ぐらいの会社がやっておりますけれども、結局、今度の証取法の改正で四半期開示が法制化されて、証取法上の開示にして、もし誤った虚偽開示等があった場合には民事責任等の対象になるというふうに法制を改めることにしましたが、結局、最終的に本当に信頼できる情報が提供されているかどうかということをやはり法律的に担保する必要があるということで法制化することにしたわけで、それと同じ問題がここにはあるのかなと。非常に難しい問題ですから直ちに法制上の制度にすることは難しいのかもしれませんが、本当に自主開示だけでうまくいくのかどうかというのは検討が必要かなと思います。

それ以外の点は、基本的にはここに書かれている問題関心に大体違和感はありません。以上です。

○平井部会長 ありがとうございます。ほかにいかがでございましょうか。

特にございませんようでしたら、3名のゲストの方々からお話を伺うという議題に移っていただいてよろしゅうございましょうか。

(「はい」の声あり)

○平井部会長 それでは、そのようにさせていただきます。

では、改めて3名の方々には私のほうから厚く御礼を申し上げます。それでは、最初に石橋さんからお話をいただきたいと思います。どうぞよろしく願いいたします。

○石橋氏 ((株)住信基礎研究所) 住信基礎研究所の石橋でございます。本日は、お招きいただきましてどうもありがとうございます。私自身、この会合の今までのご検討の経緯を十分に承知をしておりますので、ひょっとしたら若干の外れな部分もあるかと思いますが、本日、事務局のほうから、不動産投資顧問業の状況について説明をということでお話がございましたので、少しお時間をいただいて法制上の枠組みや業務の実態などについてご説明をさせていただきたいと思います。

まず、お手元の資料の1ページ目のところに、不動産投資顧問業の現状と書いております。ご案内のとおり、不動産投資顧問業というのは、現時点では業法はございません。したがって、法律上の定義がないため、不動産投資顧問という言葉自体、まちまちの使い方

がされている状況かと思えます。

比較のために有価証券の投資顧問業を入れておりますが、有価証券の投資顧問については、今般、金融商品取引法に流し込まれるということでございますけれども、現行法との比較で申し上げますと、不動産投資顧問業については、法制的に言えば国土交通大臣告示の登録規程というのがございまして、2種類の業者が規定されています。その一つが、「総合」というておりますが、これはいわゆる証券で言うところの「一任」でございます。土地総合研究所にデータベースがございまして検索できるのですが、この総合は10業者ほどございます。それから、もう一つは「一般」という呼び方になっておりますけれども、これは証券で言う「助言」でございまして、これが756業者ございました。有価証券のほうと比べますと、一般（助言）については大体同じように幅広く、個人あるいは非常に個人に近いような方も登録をなさっておられるのかなと思えます。有価証券についても、投資クラブという形態の助言の業者登録をされておられる方もございますので、大体似たような登録の状況なのかなというふうに理解をしております。

ただ、矢印の下に書いておりますように、不動産投資顧問は証券投資顧問とは異なり、現状は任意の登録制度でございまして、登録されていない業者さんも、大手も含めてずいぶんおられます。したがって、現時点では業者の全貌が把握できないということかと思えます。昨今、もろもろの投資で社会問題化していることを考えますと、業者の全体像が把握できないということ自体が問題ではないかなと私は思っております。

金融の世界では、監督当局は取引実態のすべてを管理するのではなく、一定のルールと自己責任のもとで取引が市場規律的に自由に行われ、監督当局はコンプライアンスの状況やガバナンスの実態を投資家・利用者の視点から事後的に検証するという手法を採っています。これができるのは登録制で業者をすべて把握しているからでして、万一、いかがわしいことをして商品やシステムの信用を傷つけるようなことが発生した場合は、法的にその業者に行政処分などを科すことができるようになっているからです。業者の方も社会的制裁を受け、信用を失うことがないようきちんとしようとするわけです。不動産については、残念ながらこの枠組みができていません。

では次に、法制上はそういう中で、現実にはどういうことが起きているかということ俯瞰したいと思います。実態面では、いわゆる不動産投資顧問会社と呼ばれておられるところが何社もございますし、本日、三井不動産投資顧問会社様もお見えになっておられますけれども、そういったところ、あるいは、会社名に不動産投資顧問という名称を付けて

いなくても、それに類するような業務を行っておられるだろうという業者さんの実態を少しまとめてみました。

タイプ別に見ますと、不動産会社系と書いてありますが、例えば大手さんで言えば本日の三井不動産投資顧問さん、それから三菱地所投資顧問さん、住友不動産投資顧問さんや野村不動産投資顧問さんなどの大手不動産会社系、あるいはケン不動産投資顧問さんというような会社もございます。それ以外に、Jリークの運用会社の中で本来の投資法人資産運用業以外に、特定資産に係る投資助言業務を兼業するというのを金融庁に届出されているところが複数社あります。それ以外に保険会社系、例えば、ミレア・リアルエステイトリスク・マネジメントという会社などがございます。それから、シンクタンク系ということであれば、私どももここに入るのかなと思います。それ以外に独立系、あるいは個人の方がおられます。先ほどの登録規程の登録で言うと、個人で登録されておられる方が136業者ほどございました。こういうふう非常に幅広く投資顧問という名称なり業務を展開されておられるわけです。では、一体具体的な業務の内容を大手の方はどういうことをなさっておられるのだろうかということですが、実際は私募の不動産ファンドの組成を行ったり、あるいはアセットマネジメント業務を行っておられる会社が大多数ではなからうかと思えます。

先ほどの松脇課長のご説明の中でYKTKを使うような場合は、ビークルに対する助言だという立て付けになっているというご説明でしたけれども、私はこれは本来、一任の投資顧問をなさっておられるのと実質イコールではないかという問題意識を常々持っております。これは信託受益権を経由した投資という形が今現に多いわけですし、金融商品取引法が施行されますと、有価証券である信託受益権への投資運用ということで、現状のビークルへの助言という整理が正しいとすれば、金融商品取引法上の投資助言業者さんになれるということになるのだとは思いますが、実態は不動産の一任運用をなさっておられるということになるかと思っております。それ以外に、私どもはいわゆる助言だけに特化した会社という形で、投資助言業務をやらせていただいております。「その他」と書いておりますけれども、これは、それ以外にデットサイドのCMB Sの組成をされるような会社も不動産投資顧問という名称を使っておられる会社もあります。

特徴的なことと言えば、一番下に挙げておりますけれども、大手の業者さんの多く、ほとんど大多数は、証券の投資顧問業の助言の登録を既になさっておられるということでございます。これは、匿名組合出資がみなし有価証券になったということが大きな契機にな

っておると思いますけれども、形式は証券投資顧問業者で、名称は不動産投資顧問会社という形が多いのではないかというふうに思っております。

実態の全貌が把握できないので、以降は私ども住信基礎研究所の場合をご紹介させていただきます。先ほどご説明しましたように、私ども自身は助言に特化した会社でございまして、アセットマネジメント業は行っておりません。なおかつ、個人のお客様向けのビジネスも展開していない会社でございます。大きく不動産投資顧問業と証券投資顧問業の両方について、いわゆる助言の登録をそれぞれ国土交通大臣、それから関東財務局にしております。

不動産投資顧問業の助言の仕事としては、大きく3つほど挙げておりますが、投資対象マーケットに関する調査・分析。それから、投資適格性の評価、あるいはポートフォリオの評価、それにプロパティマネジメントの評価ということを行っております。お手元のほうにA4一枚別刷りで「不動産投資顧問業登録規程より」というタイトルの紙があるかと思っておりますけれども、そこにこの規程でいう不動産投資顧問の中の助言契約の定義、あるいは投資一任の定義というものがございまして、そのほか国土交通省さんのホームページにQ&Aがございましたので、少し抜粋して持ってまいりました。

この登録規程でいう投資助言の契約とは、「当事者の一方が相手方に対して、不動産の価値または不動産の価値の分析に基づく投資判断に関し、口頭、文書、その他の方法により助言を行うことを約束をして報酬を支払う契約である。宅建業、あるいは不動産の鑑定評価の法律に基づく契約以外をいう」ということになっております。それで、今飛ばしました2行目の括弧の中ですけれども、「不動産の価値の分析に基づく投資判断」の後ですが、「投資の対象となる不動産及びその価値並びにその取引の種類、方法及び時期についての判断」ということになっております。その下のQ&Aの抜粋でございまして、この18というところに「投資助言契約に基づく助言というのはどのような助言ですか」という質問に対して、国土交通省さんのほうでは、「不動産マーケットに関する調査・分析、不動産投資適格、不動産ポートフォリオ評価、保有する不動産の運用に関する評価・分析などを専門的な立場から助言・報告することをいう」と言われておられます。まさに私どもはこの業務をやっているということなのですが、詳細は後ほどご説明をもう少し加えさせていただきます。

それで、私どものお客様は、不動産の投資顧問のほうでは、右のグラフにありますように、いろいろな方々が私どものお客様でございまして、Jリークの運用会社さんにつま

しては、先行されている J リートさん中心に、実績としては 1 2 社ほどの運用会社と取引をしております。大体毎年継続しているところが多い状況です。それ以外に、不動産会社、建設会社、それから金融機関では地方銀行さん、系統金融機関さん、それから外資系証券会社、そういったところからお仕事をいただいているという形でございます。

別途、証券の投資顧問業務としては、J リートの評価、これはファンド・オブ・ファンズを組成される投信委託会社さん 2 社に対しまして、商品数で今 5 つの商品、個人向け、機関投資家向けのファンド・オブ・ファンズについて助言を行っております。それ以外に事業会社さん、地方銀行さんが J リート投資をなさるに当たって助言業務を行っております。

その下の私募不動産ファンドの助言でございますけれども、こちらについては年金基金を受託されている信託銀行や、自己勘定で投資される地方銀行さんに対する投資段階での助言、その後の継続的なモニタリングといったことを行っております。

こういう業務を行っております、本日のお話の中で私が常々感じる部分は、不動産投資顧問業の規定に基づく事前書面の交付というのが 1 5 条にございまして、1 6 条に契約時の書面というものがございます。これは証券の投資顧問でいうところの 1 4 条書面、1 5 条書面に当たるもので、それを私どもの取引先に説明すると、先ほど申し上げたように私どものお客様の大多数が金融機関なり機関投資家なわけですが、皆さん、非常に驚かれ、違和感を覚えられます。こんな制度があったのですかと。機関投資家の場合には 1 5 条書面というのは適用除外になっておるのですけれども、私どもの立場をきちんと明らかにする意味でご説明をするという形で提出しているのですけれども、1 つは、お客様のほうが非常に違和感を覚えられます。そのときにどういう会話がなされるかというと、「何だ、こういう制度があるのだったら、一々証券の投資顧問でなくて、不動産の投資顧問が法律になっていれば、それで済んだのではないか」というお話というのはいつもよく出ます。

何を申し上げたいかという、それほどお客様のほうは、証券の投資顧問のサービスを受けている方ではあっても、実はその下に赤で書いておりますように、原資産である不動産の分析を踏まえた投資助言を期待されていて、その原資産である不動産の分析の部分に対してきちんと法的な手当てがされていれば、それに対して非常に納得感を得られるといましようか、そういうふうな方が非常に多うございます。私どもは不動産の投資顧問業というものに対して、顧客のニーズは間違いなくあるという実感をその都度強く持つという状況でございます。

その後、4ページほど私どもの具体的な内容について書いておりますけれども、ここはさらっとご説明を終わらせたいと思いますが、1つは、マーケットの調査・分析ということですが、将来の市場予測をいたしまして、①から⑤にありますようなエリアのポテンシャルでありますとか、あるいは投資対象の個別不動産の将来賃料を推計をしたり、キャップレートを推計したりして、保有し続けることによって投資元本が毀損するリスクがどの程度あるかというあたりを定量的に分析するというような作業を行っております。

その次に5ページになりますが、投資適格性の評価・ポートフォリオの評価というふうに書いておりますけれども、投資判断やポートフォリオの成長戦略に必要な情報をご提供するというごことばいまして、投資をされる不動産についての賃料や価格の妥当性を、先ほどセカンドオピニオンという表現でご説明がございましたが、そういうふうな形でわれわれをご利用なされる場所もございまして、私募につきましては、運用者の運用能力ということについて、投資家サイドももちろんですが、運用者側もどうやってアカンタビリティを持たせればいいのかということで私どもにご相談になられるということもございまして。

それから、ポートフォリオで投資をされるわけですので、有効フロンティアの分析をしたり、ポートの中での不動産の入れかえについてのご相談を組成者サイドから受けるというケースもございまして。

それから、プロパティ・マネジメントの評価でございますけれども、長期に、しかも形式上は受益権の形態であっても実物不動産に投資をされるという場合には、プロパティ・マネジャーの能力は資産価値の維持・向上なり、収益のパフォーマンスを高めるためには非常に重要になってまいります。そのプロパティ・マネジメントの会社について我々が評価業務を行わせていただいております。

有価証券のほうにつきましては、先ほどご説明しましたJリート投資関係、それから私募ファンド、8ページ目のところに入れておりますが、運用会社からいただく書類のチェックのようなことも行いますし、もう1つは、ノンリコースローンを実施されるレンダーサイドから、金利がリスクと見合っているのかということで、資産査定的な意味も含めて、ダウンサイドリスクを計量化してほしいというようなお話を私どもが受けるケースもございまして。

大きく申し上げまして私どもの業務は今申し上げたようなことです。ただ、不動産投資顧問業というのは、先ほど申し上げましたように、いろいろな使われ方をしておりますの

で、これは私どもの一例ということで、なおかつ助言に特化しているということでご理解をいただけたらと思います。後ほど、あと2人のゲストスピーカーの方から恐らく一任についてはお話しいただけるものと思っております。

9ページにまいりますけれども、先ほど濱口委員のほうからも年金のお話がありましたが、機関投資家、特に年金基金さんに対する助言を行っている我々がよくご相談を受けますのは、投資対象が今の形態、いわゆる匿名組合出資の形態というものがほとんどなわけですけれども、それ以外に不動産投資のやり方がないのかというご相談をよく受けます。そこで、このページでは米国の年金基金の実態をお持ちしたわけですが、これは米国に限りませんで、ヨーロッパとか、オーストラリアも基本的には同じような形でございます。年金の投資としては、実物不動産の直接投資が半数以上という形でございます、右下のグラフをご覧くださいますと、若干ではありますが、年を追うごとに、コアと書いておられますのが実物不動産の直投、それから一部合同運用の形態もありますけれども、インカムゲインを中心にした長期保有型の投資、これがコア投資と呼ばれていますが、これが増加基調にございます。一方の付加価値を高めるバリューアディッド型、それからオポチュニスティック型と呼ばれているハイリスク・ハイリターン型、こういったものに比べると、圧倒的にコア型投資、実物不動産投資が多いということがおわかりいただけるかと思えます。このデータは、右下にあります、Pension Real Estate Associationという協会が、68基金、不動産関連投資の総額で1,310億ドルの投資をしている、そういう年金の全体像をアンケートで把握したものでございます。ヨーロッパでは、さらにこれよりも多くて、アンケートでは80%を超えるというアンケート結果も出ております。

こういった点を考えますと、日本においても、赤字で書いておりますように、今後の年金の本格的な不動産投資の中で実物不動産の直接投資というものに対して何らかの体制整備を早急に打つべきではないかと思われれます。

年金基金さんの場合には、有価証券投資の形態となるべく同じような形態で投資をしたい、それで説明責任が果たせるようにしたいというニーズというのは非常に多くございます。有価証券の場合、どうなっているかという、右側にありますように、年金コンサルさん、これは外資で言えば、フランクラッセルさんとか、ワトソンワイアット、あと大手では、日本で大和総研さん、それからR&Iさん、このあたりが大手の年金コンサルでして、有価証券に対してコンサルティングを行っておられます。彼らは、いわゆる中立的な立場で助言を行って、年金さんの意思決定の支援をする。それで、この絵にありますよう

に一任業者に投資を任せる、いわゆる年金特金と呼ばれているケースでございます。

不動産にもこれと同じように当てはまるのではなかろうかというふうに思っております、不動産における年金特金というものも考えていく必要があるのかなど。私は、不動産投資については、先ほど申し上げたように機関投資家は裏づけの不動産がきちんと見れているということが重要でございますので、そういった意味では、実物不動産の場合はもちろん、信託受益権化していても証券の投資顧問というよりは、不動産の投資顧問というものを明確に法的に位置づけをして、不動産の投資顧問の助言業務、それから一任業務という形で、それぞれ不動産に特化した年金コンサル、あるいは不動産に特化した一任業者というものが位置づけられるのが望ましい姿ではないかというふうに思っております。一任でと申しましても一社にすべて任せるということではなく、用途が違うとか得意分野が違うとか、これは有価証券の世界でもプライベートエクイティに能力を発揮する一任業者もあるし、もろもろの業者がいて、それを使い分けられるわけですから、不動産についても同じことが言えると思いますし、同一タイプであっても、パフォーマンスを競わせるという必要もございますので、複数の一任業者を使い分けるということになろうかと思えます。

そのときの課題は、先ほどから申し上げています不動産投資顧問業の法制化というのが非常に重要なこと。厚生年金保険法では、現行法では、一任の助言というのは、証券投資顧問業者しかできなくなっている。これは当然でございます、現在、投資顧問業というのは証券しかないからです。事務局でご用意いただいたお手元の参考資料の中の64ページの厚生年金保険法136条の3というところの第3項でございますが、投資顧問業者との投資一任契約であって、政令で定めるものの締結ということで、その政令のところ、下のほうに39条の5で投資一任契約については、第30条の3項に規定すると書いてありますけれども、そこが抜けておりますが、要するに、ここで言われているのは、現行法でいう有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律でいうところの投資顧問業者に限定をされているということでございますので、この辺が金融商品取引法との絡みで、不動産をこちらに入れるべきかどうかという先ほどのお話もございましたが、機関投資家は明らかに不動産のわかる投資顧問業者を渴望している。そういう位置づけというものを早く提案していくということが重要なことというふうに私は思っております。

私のご説明は以上とさせていただきます。

○平井部会長 どうもありがとうございました。いろいろご質問もありがとうございました、

まずはゲストの方のお話を伺うことにいたしまして、次に阿知波さんからお願いをしたいと思います。どうぞよろしくお願ひいたします。

○阿知波氏（三井不動産投資顧問（株）） ただいまご紹介いただきました三井不動産投資顧問の阿知波でございます。本日のご報告につきましては、まず最初に、私どもの会社が実際にどのような業務を行っているか。そして、どのような投資家から、どのような形態で運用を任されているのかをお話しさせていただきまして、最後に、不動産投資市場がさらに発展していくために、私どもの日々の業務から課題と感じられております点を2〜3お話申し上げたいと思います。

2ページでございますが、まず私どもの会社の概要でございます。簡単にご紹介させていただきます。

私どもは、1997年に投資家サポート機能を担う会社として、三井不動産の100%子会社として設立されまして、現在9年目を迎えております。現在のアセットマネジメント残高は5,600億強でございます。このうち2,600億が六本木の防衛庁跡地で開発中の東京ミッドタウンでございます。これは三井不動産会社と投資家5社の共同プロジェクトでございますが、これを除いた稼働物件では約3,000億の資産をマネジメントしております。この残高は、Jリート資産額で3番目の日本リートファンドに次ぐものになります。また、役職員でございますが、プロパー、それから三井不動産からの出向者も含めまして、現在26名の体制でやっております。

現在の私どもの主な業務といたしましては、ここがございますように、投資家に対する投資機会の提供、いわゆるディール・ソーシングでございます。これらのディールは、ファンドを使う場合と使わない場合、現物で不動産を取得される場合の2つがございます。次に、ディール・ソースを行った不動産は原則、アセットマネジメントを受託することになるわけでございますが、これが積み上がって5,000億強になっておるわけでございます。それから、弊社の収入の柱と申しますのはディールに関する手数料、それからアセットマネジメント報酬の2つでございます。あと、デューデリジェンス業務のうち、鑑定業務についても受託しております。これは当然のことですが、私どもの会社の関わる取引に関するものではなくて、全く第三者からの依頼によるものでございます。

3ページをお願いいたします。ここで私どもの業務の柱でございますアセットマネジメントについて少しご説明させていただきたいと思います。

ここがございますように、狭義のアセットマネジメントとは、不動産の運営に関するも

のであり、いわゆるバランスシートの左側に関する業務でございます。キャッシュフローを増大させて、不動産の価値を高めるために運営管理方針を策定し、予算を立て、プロパティマネジャーをはじめとする関係者を動かしてまいります。また、投資家やレンダーへの報告業務や最終的には資産売却の戦略を練ることもアセットマネジャーの大きな仕事でございます。ファンド運営では、これにファンドマネジメント業務が加わりまして、狭義のアセットマネジメントとファンドマネジメントを合わせまして、いわゆる広義のアセットマネジメント業務となるわけでございます。ファンドマネジメント業務には、ローン調達とか、エクイティ調達の戦略を立てる、いわばバランスシートの右側の仕事がありますし、また、物件取得の一任性が強いファンドでは、取得物件の選別によるポートフォリオの構築というものが大きな任務となります。言いかえれば、アセットマネジャーとはSPCの実質社長兼財務部長兼総務部長と言ったらおわかりいただけるかと思いますが、そういう意味で、私は三井不動産投資顧問会社の社長でございますが、私どもの会社には何人もの社長がいるということも言えるかと思えます。実際に業績に対する責任を負いまして、経営戦略を立て、プロパティマネジャーや会計事務所、あるいは弁護士の先生方の事務所等の業務の委託先を動かして、いわばSPCの経営者としての役割がアセットマネジメント業務であるというふうに言えると思えます。

4ページでございますが、これは事例でございます。ご承知のように、今、多岐にわたっておりまして、左にございますように、来春竣工の東京ミッドタウンのような超大型の複合開発プロジェクトから、オフィス、住宅、商業施設、最近では介護施設とか老人ホームなど、多種多様な不動産のアセットマネジメントに当たっております。写真をお出ししている中では、一番右にございます銀座並木通りビル、これは日立製作所年金基金にご投資をいただいている資産でございます。この案件は2000年からスタートしました開発プロジェクトでございますが、2002年に竣工して、現在4年を経過しておりますけれども、日本で初めて企業年金が主体性を持って意思決定をされて、不動産の証券化で資金を運用するというので、画期的な投資事例ということで、当時、新聞にも報道されましたのでご承知の方もいらっしゃるかもしれません。

5ページでございますが、私どもの顧客投資家でございますが、私どもの場合、いわゆるプロの機関投資家が原則でございますが、国内外の主要な機関投資家とお付き合いをさせていただいております。海外からは政府系運用機関、最近では特に外貨準備を運用されておりますアジアの国からの投資が多くなっているのかなど。国内からは、運用不動産と

して明確に位置づけておられます生保会社、あるいは従来から不動産投資になじみがございます損保会社などの投資家のほか、年金基金、あるいは銀行、信金信組を含めた預金受入機関などの新しい投資家、お客様も増加しております。

6 ページでございますが、この絵は私どもの組織と業務を1つにあらわしたものでございます。右上のところでございますが、海外の投資家、顧客に対しては国際営業部が、国内の機関投資家に対しましては国内営業部が、年金基金などの新しい顧客に対しては商品企画部が、今日、隣でパワーポイントを操作してもらっています西元と申しますが、商品企画部長でございます。それぞれがマーケティング活動を行いまして、投資家ニーズの把握とリレーションシップの向上を図っているということでございます。

一方、左上にございます事業企画部は、三井不動産グループ各社や不動産流通市場とのコンタクトを通じまして、投資対象となる不動産の情報を収集し、営業部門のつかんだ顧客ニーズとのマッチングによりディールを成立させております。

その後は、真ん中の下にございますアセットマネジメント部が取得後の不動産の運営管理を行いますが、売却活動を通じて不動産流通市場にアクセスをいたしますし、一方でレポーティングや収益分配を通じて顧客投資家とのコンタクトを持つということになっております。それから、左下にございます外部の弁護士の先生方、公認会計士の先生方にもメンバーに加わっていただいております。コンプライアンス委員会を定期的開催いたしております。コンプライアンスチェックを受ける体制もっております。

7 ページでございますが、私どもがディールを行う際の買主の形態というのはこの3種類が想定されると思います。まず、一番上の投資家自身の勘定で投資するスキームでございます。ただし、これだけではただの仲介業務になってしまいますが、私どもでは、アセットマネジメント業務を投資家より受託して、日々この運営管理を行っているということでございます。次に、単独投資家ファンドでございますが、これをファンドと呼ぶこと自体にちょっと違和感をお持ちになるかもしれませんが、実は世の中にはこのようなファンドも存在しているということです。典型的なのが外人投資家のいわゆるTMKでございます。外人投資家は課税問題等もございましてTMKを使用するのが一般的でございますが、ご承知のように、TMKは追加投資ができないということで、本来は1つのセパレートアカウントで投資したいということだと思っておりますが、そういう意味で仕方なく次から次へとTMKを設立しまして物件を買っていくということだと思っております。ここで、この資料でTMKにsを付けておりますのは、複数のTMKを意味しております。この2つがいわゆる

セパレートアカウント的な投資でございまして、最後が集団投資スキームとしてのいわゆるファンドでございます。TKYKスキームやTMKを使って複数の投資家が出資するファンドでございます。一般的にはノンリコースローンの調達と併せて、不動産信託受益権に投資をしているということでございます。

8 ページでございますが、この絵は投資家の求めるさまざまなサービスを顧客イメージで分類して図示させていただいているものでございます。2次元のグラフ形式になっておりますが、物件選別に関する投資家の関与度合いを概略あらわしたものでございます。縦のグラフでは、上にいくほど物件を自分の目で見て確かめたい投資家でございます、下にいくほど物件を見てもわからないので任せてしまいたいという投資家でございます。また、横軸は、単独で投資したいのか、共同で投資をしたいのかをあらわしております。ピンクの部分につきましては、年金基金のコア投資用のスキームですけれども、これはまだ現存しておりませんので、今後開発が期待されるというものを示しております。

それで、左上の外人投資家等でございますが、外人投資家は基本的に物件は自分で選別し、単独での投資を好みますので、このように左上に位置していると思います。自分の勘定で投資する投資家も同様だと思います。このようなブルーの位置にあるプロの投資家の求めるサービスは、括弧内でございますように、気に入った物件を持ってくるいわゆる仲介能力と、その後のアセットマネジメント能力だと思います。特に外人は、日本では誰かにアセットマネジメントを任せる必要があるということでございます。

それから、右上の黄色の部分でございますが、いわゆる私募ファンドは複数の投資家が共同で投資をするために、より右側の黄色のエリアにかけて存在すると思われま。最近では一任性が高いものも出現しておりますが、多くの投資家は投資物件を見てから投資判断を行いますので、求められるサービスは、不動産投資顧問業者が自分で買いためた物件も含めて、いわゆる物件を集める能力とアセットマネジメント能力の2つになると思います。あと、現在、年金基金が投資されています私募ファンドもこの範疇に入りますが、年金基金の中には、物件を見て代議員会等できっちり議論をされて投資をされるというところも存在しております。

それから、ピンクのエリアでございますが、いわゆる年金基金のコア投資でございます。単独基金で投資するセパレートアカウントと私募ファンドが考えられますが、セパレートアカウントにつきましては、実際にこの形態でコア投資ができるのは、兆円単位近くの総資産を運用されている企業年金基金連合会とか、公務員の共済しかないのかなというふう

に思っております。と申しますのは、コア投資に資する不動産をある程度分散して投資するということになりますと、その規模が数百億円になるということが想定されます。不動産への配分を総資産の5%と仮におきますと、兆円単位の総資産が必要となるわけがございます。逆に申し上げますと、200億円ぐらいが企業年金では平均サイズだと思いますが、その5%と申しますと、ちょうど10億になります。10億ぐらいがせいぜいになってしまうということがございます。そういう意味で、現状では私募ファンド、あるいはJリートを利用するしかないということだと思います。

また、ここがございますコア投資用の私募ファンドは、現在、一般的でございます5年持ったら売りますというようなファンドではなくて、リート的なゴーイングコンサーンを前提とした年金基金の長期運用に関するファンドが想定されます。しかし、これはスキーム上の問題もございまして、後ほど最後に少し申し上げたいと思います。

9ページでございますが、情報開示でございます。この9ページの事例は、私どもが取り扱っております私募ファンドでございますが、実際、プロの投資家の要求される開示水準というのは非常に高いものがあると思います。ここにお示ししておりますのは、私どもが年金基金向けに提供したファンドの商品概要説明書の目次でございますが、かなりJリートが目論見書に近いものが私募でも提供されているということがおわかりいただけるのかなというふうに思います。また、外人投資家とか一部の国内のプロの投資家につきましても、関連する契約書すべてについて開示、あるいはコメントをもらうような形で、これ以上の情報開示を行って投資を行うという場合もございます。

10ページはレポートでございますが、レポートの水準もかなり詳細でございまして、ここにありますのは年金基金向けの住宅ファンドの四半期レポートの目次でございます。特に物件ごとの情報提供については、場合によってはJリートよりも細かいかなというふうに思います。私どもは、運用サービスとは単にパフォーマンスを上げるだけではなくて、的確なレポート提供を通じて情報を開示して、私どもの運用にご納得いただくことだというふうに考えております。受託者責任というのは、プロセス責任でございます。あるいは説明責任でありますから、例えば年金基金がそれを果たすために役立つようなレポートの提供を心がけているつもりでございます。単なる事実の報告ではなくて、パフォーマンスの分析を通じて、私どもの説明責任を果たしていくことが重要だというふうに考えております。

11ページでございますが、最後に、不動産投資市場の安定的な拡大に向けて、僭越で

ございますが、2つほど申し上げたいと思います。

まず1つは、ここにございますように、年金基金をはじめとする新しい投資家に参加していただくこととございます。このための課題としては、8ページのところで先ほども申し上げましたが、年金基金のコア投資に資するプライベートファンドの創設だというふうに考えております。もちろん、Jリートもコア投資の対象になりますが、年金基金がその運用期間の長さを生かして、流動性リスクのプレミアムを取りに行くことがJリートでは難しいかなと。利回りは比較的低いものの、長期安定インカムを生む、いわゆるコア資産を低レバレッジで保有するファンドの出現がまたれておりますが、逆に、多くの年金基金の参加がないと実現できないという、ニワトリとタマゴの問題もあることも事実だと思います。また、ファンドスキームにつきましても、現在使われているスキームでは、若干帯に短したすきに長しという側面もあるのかなというふうに思います。また、企業年金連合会のような大型基金がセパレートアカウントで運用する際に、不動産投資顧問業者が受託者責任を全うするための、先ほど来お話が出ていることだと思いますが、そういう仕組みも併せて期待されるのかなというふうに思います。

最後、12ページでございますが、2番目は簡易かつ安定的な集団投資スキームの開発でございます。年金基金コア投資を含めまして、簡易かつ安定的な集団投資スキームは、市場の拡大に必要不可欠なインフレですが、現在使用されている各種のスキームは、先ほど帯に短したすきに長しと申し上げましたが、それぞれが欠点を抱えているのかなというふうに思っております。

まず、最も利用頻度の高いTKYK、これは新会社法施行により、今後はTK・LLC、合同会社になると思われませんが、このスキームは匿名組合員が10人以上になると配当の源泉徴収義務が発生しますが、これが年金基金用小口化商品の開発を邪魔しているということだと思います。と申しますのは、年金はそもそもが非課税なので、源泉を控除するための納税がない。つまり、源泉税が取られ損だということだと思います。先ほども申し上げましたように、平均的な年金基金の不動産投資サイズが10億円程度としますと、レバレッジなしのコア投資ファンドを想定すると、9つの年金が集まって90億という原資しかないということで、これですとなかなかコア投資に資する不動産を買うのは難しいのかなというふうに思います。

次に、TMKですが、外人投資家が次々にTMKをつくっていく理由がそうでありましたように、追加投資ができません。資産を流動化するためにできた法律ですから、もちろ

んやむを得ないと思いますが、これは今後のコア投資ファンドにとっては物件入れかえができないという大きな問題となると思います。また、不動産特定事業法ビークルにつきましては、営業者から倒産隔離されていないという事実、これは証券投資に慣れた金融投資家には欠点と映るのではないかと思います。最後に投資法人ですが、これは専門運用会社の設立を含めて、規模が相当大きくなれば別だと思いますが、私募ファンドとして使うには非常にコストがかかるということだと思います。

以上申し上げましたように、現在利用可能な集団投資スキームは、いずれも使い勝手の悪さというか、若干欠点を抱えておまして、特に年金基金のコア投資のファンドに利用するには大きな問題があるのではないかというふうに考えております。

以上で私のご報告を終わらせていただきます。

○平井部会長 ありがとうございます。それでは、濱岡さん、どうぞよろしく願います。

○濱岡氏（ジョーンズラングラサール（株）） ジョーンズラングラサールの濱岡でございます。皆様のお手元の資料に従ってお話させていただきたいと思います。

ジョーンズラングラサールという会社は、決して怪しい会社ではなく、ニューヨークに上場している会社でございます。50カ国100都市にオフィスがありまして、日本はそのうちの1つです。今日は個別具体の話も若干散りばめながら、世界から見た日本のマーケットを俯瞰して、問題点等少しお話しさせていただき、今後の議論にお役立ていただければと思っています。

最初のページですが、私たちがいつも見慣れている世界地図で、常に日本が中心になっています。ところが、2枚目を見ていただきますと、これは私どもがシカゴとか、ロンドンとか、シンガポールで会議を行う場合の地図でありまして、そこでは日本は必ず極東に位置をしています。このような端にある国が世界の中でかなりの影響力を持ちながらマーケットを形成しているわけです。

その次を見ていただきますと、私どものリサーチの部門によって、尺度をGDPに置きかえ、位置は変えず国力の大きさに合わせて描き直したものです。極東の島国は4兆5,800億ドルというGDPで、アメリカが今11兆6,790億ドルですから、それに次ぐマーケット、いわゆる国力ということになります。従って世界の中から見ますと、アジアの極東とはいえ、アジア・パシフィックに投資をするときに、日本はどうしても無視できない位置にあるのです。とりわけ、中国はまだ2兆ドルほどの規模ですので、伸びてい

るとはいえまだまだ日本の後塵を拝しているし、韓国その他、オーストラリアも6,500億ドルほどです。従って、私どもの投資家がアメリカで投資をしました、ヨーロッパや中東で投資をしました、次にアジア・パシフィックですといったときに、最初はみな中国だ、インドだと言うのですが、政治・経済の安定性も含めて、国力からすると日本を避けて通ることはできないというのが、この地図をみれば一目瞭然なのです。

次のページを見てください。こちらはたまたまアメリカから来ている投資家と話をした中の幾つかの論点です。どういうことかといいますと、賃貸借契約には皆さんご承知のとおり、普通の賃貸借契約と定借とがありますが、同じ場所で、同じ規模で、同じ建物であっても、彼らはそれを全く異なる商品として見ています。すなわち、5年で契約が履行されてきっちりテナントが退去する建物、あるいは、テナントが保護されて出て行かない可能性が非常に高いか、その可能性がリスクとして考えられる場合には、それを違うプロダクトと判断します。ですから、不動産として同じ場所にあっても、価値基準も違ってくるということです。

それから、常に言われるのは、日本での仲介担当の多くは双方代理が可能になっているということです。私たちからすると、両手取りという嫌らしい言葉もありますが、結構それはいいところ取りでやっていることになります。しかし、私が以前アメリカに駐在したときも、この双方代理については明らかに彼らの常識にはない習慣といいますか、制度でした。

それから、後でお話する透明性についても、実態はまだまだ遅れています。Jリートという1つのモニユメンタルなことからして、それが加速されて透明度を加えてはきましたが、まだまだ限定的と言わざるを得ないと思う、とのことで、これは私も同意見です。

それと、最近、政府系の取引等に参加したときのこと、まだまだ転売禁止条項がございまして、以前は投機（スペキュレーション）というものを警戒をして転売の禁止条項を付けていたわけですが、最近は皆さん常に収益還元で考えており、このあたりが足かせとなって自由な投資、あるいは自由な投資行動をとり切れないというものがあり、このあたりはぜひ言ってほしいとの意見でした。決して私の言葉ではないのですが、ただ私も同様に感じている次第です。

次に、グラフがあります。私どものリサーチ部門はグローバルでの組織力がなかなか強く、日本は情報が結構ただで入るといふふうに思われがちなのですが、当社のリサーチは、顧客に対してフリーな情報提供のみならず、有料のリサーチのレポートも発行しておりま

す。その中のひとつで、全世界をカバーして詳細なアンケートをとり、経済規模と透明性について、相関を出したものがあります。2005年分がもうすぐ出るようになっており、これは2004年のデータです。放物線を描いている横軸に透明度、縦軸に1人当たりのGDPをとりますと、大体皆さんの常識にかなって、国力の上のところは透明度が高く、国力が相対的に低いと透明度も低くなります。ここにも書いてありますが、国が豊かであるほど透明性がある傾向にある。しかし、その中に例外は存在する。つまり日本が例外ということになります。国力があるわりに透明度が進んでいない、これが外国の投資家が日本に来る時期がやや遅れたことの大きな理由です。それから、経済の発展の度合いが透明度の傾向を決定づける、透明度が改善されつつある国に焦点を合わせれば、投資に成功する可能性が高い、と。当たり前のことが書いてあるわけですが、逆に、ジョーンズラングラサールジャパンにとっては、この日本という国の位置をより透明度の高いところに持っていくという作業をしていくことがビジネスの機会になるといえます。

思い起こせば、私が1986年から93年までアメリカにいたとき、当時アメリカでは、当然ながらキャッシュフローをベースにした収支を計算していましたし、IRRを使ってきちんと計測していましたが、かつ、当然のようにノンリコースのファイナンスを使ってビジネスを行っていたわけです。86年、87年頃の日本の会社では及びもつかなかったノンリコースの話が今ようやく大いに利用され始めた。日本はそれぐらいの、すなわち10年ちょっとの周回遅れにあるのかなと、また、ファイナンスのスキームも投資をするスキームも然りで、このギャップを埋めることが今、私たちの仕事になっていると認識しています。

次のページを見ていただきますと、アジア・パシフィックの中での透明度のインデックスですが、1が一番透明だとしますと、やはりオーストラリア、ニュージーランドが非常に高いです。それから、シンガポール、香港が次いで、ここで不可解なのは、なぜここにマレーシアがいるのかですが、それについてはちょっと把握しておりません。その後日本がくるということで、オーストラリア、ニュージーランド、シンガポール、香港の後塵を拝しているというのが今の当社リサーチの見方でございます。

続きまして、透明度調査の内容です。皆様のお手元には項目のみ書いておりますが、これについてちょっとお話をさせていただきます。どういう尺度でわれわれの透明度が低いか、その低いところをどうやって改善すればよいのかということがこれからのお歴々の課題になるであろうと認識をしております。まず最初に、投資のパフォーマンスに関するデ

一タインデックスの入手の容易度ということですが、例えばイギリスですとIPDというのがありますね。これは英語でインベストメント・プロパティ・データバンクということで、これはイギリスも含めて16カ国、3万8,000件のハードデータがあります。今日、出掛けにイギリス人スタッフと話をしまして、日本の状態とIPDの違いを聞いてみました。IPDは、ほぼすべてのプロパティ、それからポートフォリオマネジメントを行なっている物件をカバーしていますので、そこでのインデックスは、そのマーケットのデータ、あるいはマーケットのインデックスを代表しているということになります。日本ですと、Jリートには開示義務がありまして相当進歩しましたが、では、ビルのオーナーも含めて、それらを開示しているかということ、決してそうではないため、欠落がまだかなり多いと思います。IPDの日本法人もあります、データの集積とか蓄積がなかなか進まないということで、このあたりのインデックスづくりは滞っているようです。

一方、アメリカにはナショナル・カウンシル・オブ・リアルエステート・インベストメント・フィデューシャリーズすなわちニュークリフというものがあるのですが、これも詳細な情報が入ります。例えば、アスキング・レントだけではなく、実際に決まったレントも入手できます。我々のリサーチ部門の話ですと、日本も以前は低いほうの4か5というインデックスだったのですが、05年には3まで上げているということで、日本の透明度の進捗に合わせてインデックスも変化しているということです。

次に、それが何年間にわたって入手可能かということも1つのメルクマールになります。インデックスについて、主要都市100万人以上のマーケット情報は整備されていますか、と。またそのマーケット情報というのは、過去10年遡って入手可能ですか、需給関係と賃貸借の条件、投資利回りというところまで補足できるでしょうか、と。そんな中で、10年未満の情報とか、投資利回りが欠落とか、主要都市全部はカバーされていないということ、そこで点数が減っていくということでございます。

それから、次は会計制度でございますが、これについては、いわゆるUSのギャップとか、IAS（インターナショナル・アカウンティング・スタンダード）というものに照らして、自国の会計制度がそれに合致をしていますか、また両方の財務会計データが一般に入手可能かというような問いかけがあります。日本も、アメリカのSOX(ソックス)をもとにした日本版SOXや、企業改革法もできますし、今の日本の会計制度がアメリカの会計制度と比べてほとんど遜色ないところまできているとは思いますが、ただし、それが英語でも入手が可能ですか、と。マレー語とか中国語ではだめですよ、日本語ではなくて英語で入

手できますか、ということです。

3番目は、コーポレートガバナンスの実態ということで、これは社外取締役がきちんと制度としてありますか、あるいは、ファミリービジネスになっていませんかというようなことが聞かれます。

それから、税制ですけれども、すべての不動産関連の税金は一貫した制度で課税をされて、課税の減免措置のメカニズムがほとんどないか、あるか。つまり、課税制度として非常にシンプルにそれが提示されて、明快にその制度が入手可能で、国によっては袖の下がないかあるかというようなことまで含めて聞かれています。

それから、5番目の都市計画・建築に関する法制度ですが、これも一般に入手可能な都市計画・建築に関する法規が存在をして、統一され、一貫した制度としてこれまた明快でシンプルに複数に解釈不可能な形で存在しているか。情報の解釈によっては、Aとも読める、Bとも読めるではなくて、複数に解釈が膨らまないような形で存在していますねという点が聞かれます。

契約制度ですが、これは売買契約、賃貸者契約、担保設定契約等が法的にやはりこれも明確に位置づけられて、シンプルに一貫性がありますか。それから、当事者が保護され、問題の処理が迅速に安く公平に行われていますかということが聞かれています。

次に登記制度、これについては私は相対的にアメリカと比べても日本では進んでいるといえますか、非常に使いやすい制度になっていると思います。所有権、抵当権等の登記が完全に理解しやすく、リーズナブルな費用で一般に開示がされるか、といった点です。アメリカですと、タイトルサーチといって、時間的に過去からずっと追いかけていかないと権利関係がわからないので、素人がそれを追いかけていくのはなかなか難易度が高いのです。このあたりについて日本の制度は非常に優れていると私は思っています。

それから、収用ですが、政府や行政が私有の不動産を公共の目的で必要な場合、常にリーズナブルな時間をかけて、当該不動産の所有者がリーズナブルに対価がきちんと支払われていますでしょうかというような問いかけがございます。これも中国のようになってしまうと、これまた逆に問題だと思えるのですけれども、いわゆるリーズナブルな時間をかけて、リーズナブルに対価が払われるという点がポイントだと思います。

そして、最後に取引のプロセスですけれども、1つは、物件に伴う各種情報が入手可能か。すなわち売買、賃貸借の条件が入手可能か、ということです。それには建物、物理的な情報、特性、テナント、ロケーションを含むのですが、やはりまだ日本はアスキング・

レント、募集条件は入るものの、では幾らで決まったのかは公表されておりません。これだけマーケットがタイトになってきますと、募集と実際に決まった賃料の乖離はかなり幅が狭くなってきていますが、アメリカなどは、あそこの会社は幾らで入って、フリーレントが何カ月で、テナントインブループメント、いわゆるテナント工事の補助金のようなものはどれくらい出たというのは相当正確なところでわかります。ですから、ビルのパフォーマンスもそれに合わせてかなり正確に測定ができるわけです。

売買に関しては、プロセスが常に公平で透明性を帯びているか。あともう1つ、プロとしてのエージェントの存在がありますか、と。エージェントのプロフェッショナルリティが法的スタンダード、あるいは業界団体で十分担保され備えているか。それぞれが明快な倫理規定を有して、利益相反関係を起こし得る双方代理がなく、利益代表となる対象クライアントが明確であるか、ということです。ですから、我々が今、仕事をしていて、ジョーンズラングラサルは誰の利益代表であるかということは常に明確に提示をしないと、会社内の倫理規定、あるいは内部監査で引っかかってきてしまうわけです。そういう意味では、双方代理はまず考えられませんし、私たちはどのファンド、どの投資家、どの法人、どの個人ということを明確にし、そのどちら側について業務を行っているかということを常に意識しています。その点がそれぞれの国でも明確になっていますかというところですね。これらの内容がアンケート項目にありまして、それを各国の各都市のリサーチ部門が集計した結果により、放物線から少し左のほうにズレたところに日本が位置しているのが現状です。

15分ということで、会社の宣伝をもう少ししたかったところですが、我々は上場企業でもあることだし、ネットでお調べいただければだいたいおわかりいただけるかと思えますので、今日は割愛させていただきます。ご静聴、どうも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。改めてお三方に厚く御礼を申し上げたいと思います。

いろいろご質問もあるかと思いますが、実は予定された時間をやや超過しておりまして、申しわけございませんが、どうしても今ここで質問しておかなければならないという方は挙手をお願いしたいと思います。それ以外の方は、別にどういうふうな形にするか事務局と相談したいと思いますが、少しご遠慮いただければと思いますが、いかがでございましょうか。大変有益なお話で、私が実務に疎いせいかもしれませんが、非常に参考になりました。

○濱口委員 今回の濱岡さんのご説明をずっと聞いているとだんだん嫌になってくるのですが、けれども、そういう不透明な市場で、不効率な市場といえますか、日本の年金基金が本格的に不動産投資をする場所として、日本の市場というのは適格でしょうか。それと、まだまだ透明性が高まる必要があるのかどうかということです。我々は年金としての受託者責任がありますので、こういう形で説明されると、本当に受託者責任を全うできるのかと心配になってくるということです。

○濱岡氏 ミスリードをしまい申しわけございません。当然、アメリカの年金も、日本の不動産の市場にそういったリスクを測定しながら入ってきていますので、逆に彼らと話をしていると、どこがプロの投資顧問会社として存在をして、受託をしている自分たちが預けるにふさわしいエンティティが誰なのかという選別はかなり厳しく行なっています。アメリカの年金の方々も含めて、意外と日本を余り長期に見ていない傾向もあるのです。よく見ているようで、お金のアロケーションの仕方のフレキシビリティをかなり持っているのです。日本が少しでもまずいと判断したときには、ただちに中国とかインドに行ってしまう用意は常に持っていますので、日本が安住の地だとは思っていないのです。今はアジア・パシフィックの中での位置づけを踏まえてきていますし、日本はマーケットの深さと行政の安定度は格段に高いので、彼らは、デメリットはあるけれども、それを相殺するメリットが日本にはあると思っていますので、多額の資金がきています。ただ、そういったいつでもどこか違うアジア・パシフィックに飛び立つ用意はあるという点を踏まえて、なるべくそうならないように私もしっかりとつかまえて逃げないように努力しているわけです。

○平井部会長 ありがとうございます。それでは、申しわけございませんが、この程度で質問を打ち切らせていただきまして、先ほど申しましたように、最初の事務局の報告にありました論点整理の論点についてのご意見は、個別的に事務局にお寄せいただくか、また事務局と相談いたしまして、改めて議論していただくチャンスをつくるか、いずれかにしたいと思います。

それでは、一応これで今日のご議論を打ち切ることにいたしまして、次回以降の予定につきまして事務局からご報告をお願いしたいと思います。

○松脇不動産課長 どうもありがとうございました。

次回日程につきましては、5月の連休明けぐらいを念頭におきまして、またメール等で調整させていただきたいと思います。

それから、この部会の今後の展望ですけれども、部会長から一言皆さんにお話ししてというふうに言われたのですが、去年10月の諮問のときに、年内に中間報告、そして今年に入って夏に本報告というような予定を立てておりましたけれども、これまでの議論を踏まえますと、やはり制度についてももう少し深く検討していく必要があると思いますので、今年の夏の本報告はとりあえずまとめていただきますけれども、その後も継続的に部会の審議をお願いしたいというふうに事務局としては希望しております。その点を申し添えまして、次回の日程はメール等で調整させていただきたいと思います。

どうもありがとうございました。

○平井部会長 それでは、本日の不動産部会をこれで閉会させていただきます。

お三方には、重ねて厚く御礼を申し上げます。ありがとうございました。

閉 会