

社会資本整備審議会 産業分科会

第6回不動産部会

日時：平成18年5月29日（月）10：00～12：00

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。定刻になりましたので、ただいまから社会資本整備審議会産業分科会第6回不動産部会を開催いたします。本日の会議はマスコミの取材がございますので、よろしくお願いいたします。

委員の皆様方には大変お忙しいところ、お集まりいただきまして、誠にありがとうございます。事務局として進行を務めさせていただきます不動産課長の松脇達朗でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

本日の委員の皆様方の出席状況をご報告する前に、本日付で新たに臨時委員にご就任いただきました櫻川昌哉先生をご紹介します。櫻川先生は現在、慶應義塾大学経済学部教授でいらっしゃいまして、金融論、マクロ経済学を専門領域とされ、日本経済学会に所属されておられます。金融と不動産についてもご造詣が深い先生でいらっしゃいますので、本日の第6回部会以降、ご出席方、よろしくお願い申し上げる次第でございます。

櫻川先生から一言、ご挨拶を頂戴できればと思いますが、よろしくお願いいたします。

【櫻川委員】 ただいま紹介にあずかりました櫻川です。紹介していただきましたように、金融とマクロ経済学ということを中心に今まで勉強してきておりまして、特に不動産のマーケットの場合には金融との関わり合いというのは非常に強くあろうかと思いますが、きちんとした分析が実はあまりなされてきていなくて、そのことがさまざまな形で日本経済に対して非常に悲劇をもたらしてきたということは記憶に新しいと思います。

この部会に関してですけれども、私はどちらかというマクロ、全体的に金融と不動産というものの関わり合いを見てきたので、どちらかといえば非常にミクロの部分から見るという視野も非常に大事かと思えます。ここではしっかり勉強させていただきたいと思えます。よろしくお願いいたします。

【不動産課長】 ありがとうございます。本日、岩沙委員及び福士委員におかれましては所用によりご欠席をされております。また、杉本委員がまだご到着されておりませんが、他の委員各位におかれましてはご出席いただきましたので、社会資本整備審議会令第9条の規定により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。

部屋のほうがちょっと蒸し暑くなるかもしれませんので、もしよろしければ上着のほうをおとりいただければと思います。

それでは、本日ご用意させていただいておりますお手元の資料の確認に移らせていただきます。

配付資料のほうですが、まず資料－１が不動産投資産業の人材育成と課題、社団法人不動産証券化協会。資料－２が平成１８年度マスター養成講座テキストの概要。資料－３が財団法人日本ビルディング経営センターによります「ビル経営管理士」制度について。資料－４が「不動産コンサルティング技能試験・登録事業」制度について、財団法人不動産流通近代化センターのものであります。資料－５が本日、プレゼンテーションいただきます伊藤委員の提出資料～プロパティマネジメント業務について～でございます。資料－６が①から③までございまして、①がこれまでの部会の議論を踏まえた今後の不動産投資市場について。②が、同じ表題の課題整理骨子であります。③が参考資料。

以上でございます。資料に何か欠落がございましたらお申し出ください。よろしいでしょうか。

なお、今の資料－３と４につきましては今日もご議論いただきます人材育成に関する資格制度ということで、このビル経営管理士と不動産コンサルティングの登録者の概要資料を配付させていただいておりますので、ご参考にしていただければと思います。

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、よろしくお願いたします。

【平井部会長】 部会長の平井でございます。どうぞよろしくお願いをいたします。

本日は、委員の皆様にはお忙しいところ、ご出席いただきましてありがとうございます。また、本日から櫻川委員、ご出席でございます。どうぞよろしくお願いをいたします。

お手元の議事次第をご覧くださいますと、本日の議事としまして３つ上がっております。前回と同じく、それぞれ専門の方々にお話を伺いまして、ご意見をいただくというのがきょうのメインの議題でございます。

議事の（１）ですが、不動産投資産業の人材育成と課題につきまして、本日、ゲストとしてお招きしました社団法人不動産証券化協会の巻島専務理事からお話をいただきまして、その後に意見交換を予定したいと思っております。

次に、プロパティマネジメントについての課題につきまして伊藤委員からお話をいただきまして、その後で同じように意見交換をさせていただければと考えておりますので、よろしくお願いたします。伊藤委員は株式会社ザイマックスの専務取締役でもいらっしゃいます。

本日最後の議事といたしまして、一旦これまでの部会の議論を踏まえて課題を設定する必要があると思いますので、資料－6に基づきまして、事務局から説明をいただきまして、その後で意見交換をしたいと考えております。

それでは、まず（１）不動産投資産業の人材育成と課題について、巻島専務理事からお話を伺いたいと思います。どうぞよろしく願いいたします。

【巻島専務理事】 不動産証券化協会の巻島でございます。本日はお話をする機会を頂戴いたしまして、誠にありがとうございます。

私からはお手元に配付されております資料－1と資料－2を使いましてお話をさせていただきます。早速ですが、資料－1の1枚めくっていただきまして、スライドの番号が2になっているところ、「わが国の不動産投資産業」というところをおあげください。我が国の不動産投資産業でございますけれども、不動産証券化制度の整備とともに「信頼回復の時代」、「流動化ビジネスの時代」、「ファンドビジネスの時代」を経て、現在、「本格的な発展の時代」を迎えようとしているのではないかと思います。

この図の左下にありますように、我が国の不動産投資産業は、不動産小口化商品の破綻により、消費者の皆様にご迷惑をおかけした時代がございました。私どもの団体は1990年に設立されておりますが、設立後、間もなく消費者団体とのクレームの窓口になりまして、不動産業課の皆様のお手伝いをしながら、この問題に対処した経緯がございます。

その後、1995年に不動産特定共同事業法が制定されまして、98年にはSPC法制定ということで、不動産と金融の融合、流動化ビジネスが本格的に始まったわけでございます。

2000年代になりまして、ファンドビジネスの時代になり、Jリート、現在では33投資法人でございます。不動産プライベートファンドも私どもの会員だけでも集計いたしますと、約6兆円の規模に達しているということで、外資を入れると10兆円近いのではないかと考えられます。

そして、現在、次のイノベーションの時期を迎えています。投資家から投資資金を預かって運用する不動産投資顧問業の台頭であります。また、この動きに伴いまして、情報産業化と国際化の動きも一段と進展するであろうと予想されるわけでございます。次のページをおあげください。

では、具体的にどのような人材が求められているのでしょうか。それは一言で言えば、不動産と投資家を結びつける技術を持つ人材ということになるかと思います。

コアとなる能力は3つでございます。第1は、証券化商品の製造に必要な技術でございます。多様化した投資手法と進化した資金調達手法の知識、具体的には、投資主体となるビークルを的確に選択し、証券化の技術を使いまして、CMB S、不動産プライベートファンド、不動産投資信託（REIT）などを製造する知識であります。

第2は投資家への説明に必要な技術でございます。IT技術の発達によりまして、不動産投資のパフォーマンス評価の手法は国際的に、急速に現在、共通化しつつございます。需給ギャップ分析を用いました市場分析、それから不動産投資インデックスとDCF法による分析・評価、DFCソフト自体も定型化されたものが普及しつつあります。

そして、第3は国際的な不動産分散投資の評価手法についてであります。まだ、この分野につきましては発展途上ということで定まったものはないわけでございますが、さまざまな試みが教育の分野でも今、行われるようになっております。次のページをご覧ください。

ということで、最初に何か結論めいたものを申し上げてしまいましたけれども、ここでちょっと戻りまして、アメリカの不動産ファイナンスで定番になっているテキストを3冊ほどご紹介させていただきたいと思っております。初級、中級、上級というわけではないのですが、順番に難しいテキストになっております。

1冊目がピーター・リンネマンのテキストでございます。ペンシルベニア大学のウォートン校の不動産の主任教授のリンネマンが書いておりまして、5年ほど前に出て、現在、第2版の状態でございます。アメリカの不動産の講座があるビジネススクール、300ほどございますが、その半数でテキストとして採用されております。先週、私どもの協会で翻訳したものが日経新聞社から出版されました。

2冊目はジェフリー・D・フィッシャーのテキストであります。現在、12版。初版は54年前に出版されております。アメリカのほとんどのビジネススクールでテキストとして採用されておるものでございます。これも1カ月前に翻訳が上下2巻で日経BP社から出版されたところでございます。

3冊目はデビッド・ゲルトナーの大変大部なテキストでございまして、2001年に出版されております。不動産経済学まで含んだものでございまして、実務というよりも研究者向けかなという気もいたしますが、多くのビジネススクールが採用しているテキストでございます。

残念ながら、我が国ではまだ不動産ファイナンスのこのような章立てのテキストはあり

ません。次のページをおあげください。

これらのテキストは不動産投資市場とそこで必要な知識を次のように整理しております。

左側でございますが、不動産市場の丸がございます。ここでの基本となる知識はDCF法ですとか、NOIとかIRRとか、ネットプレゼントバリューとか、それからPro Formaと言っておりますけれども、ファイナンシャルモデリング、個別収支表です。それから、借入金の償還方法であるAmortizationですとか、ベンチマークとしてのProperty Index。こういうものが、不動産投資のパフォーマンスを評価する道具となっておりまして、これを基本としてテキストで教え、プロジェクトのキャッシュフローをコントロールしていこうというものでございます。

右側に資本市場がございます。投資家は主としてこの市場に投資をするわけでございます。ここでの基本知識は、例えば資産のポートフォリオの組み方として基本となる「現代ポートフォリオ理論」ですとか、証券の価格決定を論じますCAPM、裁定評価理論、ブラックショールズモデルがございまして、またリアルオプションなどもここでは必須の知識になっております。

この2つの市場の融合したところに、ちょうど真ん中の小さな丸でございますけれども、CMB Sとか、不動産プライベートファンド、REITなどの商品の市場がございます。Real Estate Capital Marketsというふうにテキストでは出てくるわけですが、不動産投資市場とか、不動産資本市場とか訳しております。この不動産投資市場でございますが、現在は国際的な資本市場と結びついているわけでございますので、それを現代不動産投資市場、Modern Real Estate Capital Marketsというふうに区別して呼んでいるわけでございます。

おおよそ、この4つの市場があると整理されています。次のページをご覧ください。

先程ご紹介いたしましたピーター・リンネマンのテキストでございますが、横長の楕円の円の小さいほうの部分、この範囲をカバーしているテキストでございます。不動産に軸足を置きまして、資本市場との融合した不動産投資市場の解説をしているということでございます。

ジェフリー・D・フィッシャーさんのテキストはもう少し広く、資本市場の知識まで説明した上で不動産投資市場も説明しているということでございます。次のページをおあげください。

スライドの7ページでございますが、これに対して、私どもが始めました教育プログラ

ムでございますが、ほとんどフィッシャーのテキストのカバーする内容と同じ範囲をカバーしております。ただ、内容は制度面の解説、法律ですとか、税制、会計の部分が多くなっている分だけ大部になっているということと、組成の技術をとにかく身につけてほしいということがありますので、評価のほうが薄くなっているという面がございます。次のページをお願いいたします。

ということで、話があちこちいたしました。私どもの協会では不動産証券化の教育プログラムと資格制度について4年ほど前から検討を始めまして、2006年にマスター資格制度を創設いたしました。6月1日から第1回目の公開されたプログラムの教育が始まろうとしているところでございます。

目的でございますが、次の、ここに掲げた5つぐらいでございます。第1の目的は「不動産と金融の共通言語の構築」ということでございます。2つの業界が融合する分野ということで、共通言語が必要になるわけでございます。

第2の目的ですが、2004年ごろから顕在化した「人材不足の解消」であります。

それから、現在、次のような3つの目的を設定しております。単に、教育プログラムというよりも、資格制度とドッキングしたことから生まれてきた目的でございます。

第1は現在の市場の成長力を維持するための「使命感を持ったリーダーの育成」であります。第2がマスター職業倫理規定と倫理行動モニタリングということで、資格者の行動をモニタリングすることによりまして、「市場の規律を確保し、信頼される市場を創造する」ということでございます。第3は国際競争力を育成するための「業界の変革スピードを速くする」という目的でございます。

これから3つについて、それぞれお話をさせていただきたいと思っております。次のページをご覧ください。

3つの目的の1番目はリーダーを育成するというところでございますが、それではリーダーとは何かということになるわけでございますけれども、私どもはマスターという資格をとっていただいた方に次の4つの能力を身につけたリーダーになっていただきたいとお願いをしているところでございます。

1つは「すぐれた実務能力」。2番目は「高い職業倫理意識」であります。3番目は「市場の発展を担う使命感」。4番目が「幅広いネットワーク」ということでございます。この4つの能力を象徴する意味で、左側のようなロゴマークをつくっておるところでございます。次のページをおあけください。

3つの目的の2番目ですが、信頼される市場を創造するというところでございます。信頼されるというのは、能力に対する信頼ということと、倫理や市場の規律面の両方あるかと思いますが、この目的を達成するためにマスター資格制度の内容は右側の箱の中の5つの内容になっています。

1つが「マスター養成講座」を必ず受講する。

2番目が「2年間の実務経験要件」。これによって資格の登録ができるということでございます。

3番目の制度が「継続教育」であります。不動産証券化の諸制度、非常に変化の激しい分野でございますので、毎年、30ポイント分の継続教育を受けていただかなければ資格が継続できないということになっております。また、この継続教育ですけれども、マスター同士の「相互教育による知識の共有化」というのをコンセプトとしております。アメリカの職業教育ではよく行われていることでございます。マスター養成講座の教師も、それから継続教育の教師もマスター自身が行うということでもあります。

4番目は「倫理行動モニタリング」です。具体的には、「マスター職業倫理規定」の遵守、誓約書の提出、氏名の公表。私どものホームページにすべての資格者が公表されております。5年ごとのマスター同士でピアレビューを行います。この倫理行動モニタリングは、非常に重要なものであると私どもは考えております。

5番目の制度が「フェロー制度」であります。協会活動に理解があり、マスターを応援しようというトップ経営者ですとか、有識者の方々、この席にもフェローにご就任いただいている方がいらっしゃいますが、いわば世話人としてイベントへの参加ですとか、講話をいただくことなどを行います。これによりまして、ネットワークを作ったり、それから使命感を涵養していただきたいということでございます。次のページをおあけください。

3番目でございますが、「業界の変革スピードを速くして国際競争力を育成したい」ということでございます。残念ながら、現在、特に不動産投資顧問業分野ではまだまだ外資の方々を中心プレーヤーになって活動しているというのがこの業界の現状でございます。左側に従来の業界構造、右側に目標とする業界構造というのがございます。従来の業界構造は先行して証券化ビジネスを始めた少ない先頭グループと、それからその先頭グループに距離感を感じている後続グループがいるという業界構造であって、この構造は大分変化しているわけでございますけれども、我々が目標としている業界構造は、先頭グループがもっと多くおり、それから相互学習によって知識の共有化の活動が行われていることで、後



続グループも先に見える事業活動が展開でき、したがってそこに新規参入も相次いで多くの後続グループができてきているという現状を目標としております。次のページをおあけください。

では、具体的にマスター養成講座の内容ですけれども、このカリキュラムというページにまとめておきました。7冊のテキストでございます。知識編が4冊。101の「不動産証券化とファイナンスの基礎」から始まりまして、102が「実物不動産の投資分析」。103が「不動産証券化商品の組成の知識」でございます。104が「証券化された商品の投資分析」ということでございます。

実務演習編。それぞれ102、103、104に対応したものが3冊ございます。詳しい章立てでございますが、皆様のお手元の資料-2に整理してありますので、ご覧いただければと思います。

知識編は筆記試験、実務演習編はレポートの提出が義務づけられております。また、教育目標は、証券化全体を理解できる知識レベルということです。証券化の1つのキーワードで、アンバンドリングというのがございますが、実務が分業体制になっているということでございます。この分業体制を全体として理解できるレベルというのを教育目標においております。分業体制、いろいろな方が関与する分、全体がつかみにくいわけですけれども、関与する方々の役割をきちんと把握して、プロジェクトのリーダーを務められる人間を育てるということでございます。

次のページに、テキストの写真がございます。大体、1,500ページほどのテキストになっておりますが、上の4冊、101から104が知識編のテキスト。下の左側、201から203が実務演習編のテキストでございます。実際には、その右側に問題集があったりいたします。次のページをごらんください。

現在、845名の資格者が認定されております。主な所属会社は、一番上に中央三井信託銀行さん、三菱UFJ信託銀行さん等々ございますが、信託銀行と不動産会社。一番下に清水建設が出てまいりまして、ゼネコン等でございます。

最後に、参考にニューヨーク大学の大学院の不動産修士課程の科目を挙げておきました。ニューヨーク大学、1831年創立の私立大学でございます。不動産修士課程は、スクール・オブ・コンティニューイング・アンド・プロフェッショナル・スタディーズというスクールの中にございまして、コアコースが30単位、専攻科目が12単位、42単位で卒業ということでありまして、卒業生には、ドナルド・トランプとか、それからリンゼー・ニュ

一ヨーク市長時代に副市長であったケネス・パットンさんとか、それから9・11で壊れたワールド・トレード・センターを所有していたシルバースタインさんとか、非常に多くの著名人がおり、毎年、秋にパーティも行われております。

これをご覧いただきますと、ファイナンスのほうに力点があるプログラムになっておりますが、交渉と問題解決というようなネゴシエーションのプログラムもあり、開発や都市計画の科目もある教育プログラムでございます。私どもの教育プログラムは始めたばかりで、全くこういうものには及ばないわけですが、今後、資格も複数化していくと思われまじ、継続教育も含めて、このような総合的なものに少しでも近づけていければというふうに考えておる次第でございます。

以上でございます。ご清聴、ありがとうございました。

**【平井部会長】** 大変、ありがとうございました。それでは、今のお話につきまして、ご質問、ご意見等がありましたら、どうぞご自由にご発言をいただきたいと思っております。

はい、どうぞ。井出委員。

**【井出委員】** 非常におもしろい、すばらしい制度をご説明いただきまして、ありがとうございます。幾つかご質問させていただきたいのですが、まず、スライドの10枚目です。信頼される市場ということで、これが今の不動産業全体に最も求められていることだということは皆様、痛感していることと思います。特に、4番のモニタリングについて氏名の公表とピアレビューというところが個人的には非常に興味があるのですが、ピアレビューというものが具体的にどういうことかということと、あと氏名の公表ということなのですが、不動産投資顧問業だけでなく、名義貸しと言われるように、実際にその人がほんとうにやっているかどうかということがよくわからないという実態があると思っております。氏名が公表された場合に、例えば逆にある物件があつて、それがどういう人が責任を持ってマネジメント、関与しているのかということがわかるような、相互チェックの仕組みというものは考えられないのでしょうか。

この2つについて、とりあえずお伺いしたいということと、マスターということは名前が非常に広くて、難しいのですが、多分、不動産投資顧問業のスペシャリスト、あるいはリーダーというふうに理解してよろしいわけですね。

すみません、以上3つなのですが、ぜひお話をお伺いしたいと思います。

**【巻島専務】** ピアレビューなのですけれども、さまざまな資格者の職業団体で行われておりまして、よく行われているのが医療の業界でございます。専門家がちゃんとやって

いるかどうか、専門家しかよくわからないところがあるということで、同じ専門家同士でチェックし合う制度です。これらの分野ではプレーヤーのレピュテーションが大切で、この評判というものはその業界の仲間うちで一番よくわかるわけでございまして、5年ごとに資格の更新を行うときに、自由に資格者同士で、「だれだれさん、更新するのは問題じゃないの」と異議申し立てをしてもらいます。匿名での申し立ては認めていないのですけれども、規律委員会等々も関与してきますが、まず事務局で調べて、更新がふさわしくないときは更新をしないという制度であります。

それから、氏名の公表で名義貸しの話がありました。私ども、民間資格でございますので、この資格がなくてもビジネスをやることはできますので、むしろ消費者といいますか、投資家を意識して、資格の番号と氏名を公表するというものであります。

それから、マスターなのですが、不動産投資顧問業の資格ということよりも、証券化商品の組成と投資家への説明の知識と技術を対象としたものであります。不動産投資顧問業というふうになりますと、もうちょっと投資家の内部のガイドラインとか、例えば年金さんがどういうふうに投資をしていくとかという知識まで含んだものになろうかと思いますが、これはそこまでは含んでおりません。

逆に、この資格だけでは不足しているものも当然ありまして、本日、配られておりますビル経営管理士さんのプロパティマネジメントの部分、不動産投資市場にとって非常に重要なものでありますし、不動産コンサルティング技能についても、これはアメリカではアドバイザーというふうに言われて、不動産投資顧問業で非常に重要な役割を果たしております。これから、この分野には多くの教育や資格が必要になると思います。

投資家を意識したときのプロパティマネジメントのあり方とか、アドバイスのあり方とか、取引や仲介のあり方とか、いろいろなものが必要なわけでありまして、私どももエキスパート資格とかということで、資格の複数化に対応していきたいという気持ちを持っております。

**【平井部会長】** 井出委員、よろしゅうございますか。ほかに、いかがでございましょう。ご質問とか、ご意見、ございましたら。

はい、どうぞ。

**【土田委員】** 1つだけ、よろしいですか。今、845名の有資格者がいらっしゃるということなのですが、具体的にこの方たちはどういったことに関与されているわけですか。不動産会社とか、信託会社、まあ信託会社はわかるのですが、ち

よっと素朴な質問で申しわけありませんけれども、不動産会社等ではどのようなことで具体的なお仕事をなさっていらっしゃるのでしょうか。どういうふうに関与されているのでしょうか。

【巻島専務】 後ほどの伊藤委員のプロパティマネジメント業務についてというところに大変いいスライドがあるのですが、不動産の投資は、ポートフォリオの選択をして、市場調査をして、個別物件の調査をして、価格の調査というか、ネゴシエーションをして、契約をし、そのときの投資手法としてSPCとか、ビークルを選択し、組成を行い、投資家に投資してもらい、その後、アセットマネジメントが行われます。

そして、それぞれの分野でいろいろな方が関与しているのですが、そこには不動産鑑定士さんもおられますし、司法書士さんとか、それから不動産会社の社員、信託銀行の社員、それからお金を融資する側の人、それぞれ、そういう方々が皆さん、今回の資格に挑戦して、合格しておられます。ですから、先ほど分業体制と申し上げましたけれども、その分業のパート、パートの方が皆さんが、資格をとっておられるということです。

【土田委員】 ダブルですか。

【巻島専務】 そういう意味ではダブルで、2つも3つも資格を持っている方は多いです。

【平井部会長】 ほかに何かご質問等、ございましたら。

【櫻川委員】 例えば、10ページに信頼される市場の創造とか書かれていますけれども、確かに市場の整備をしていく上でこういうことは非常に大事だと思います。特に、話された感じから推察をしますと、アメリカのほうではかなりこういうことが進んでいて、日本はまだまだ遅れているのかなという印象で聞かせていただいたのですが、こういったマスター制とか、こういうものを拡充することによって、実際、どういうふうなマーケットにとってメリットがあるのか。裏を返せば、日本の場合はまだまだ足りない部分があるのかとか、こういうものを導入することによるメリットというものに関して、できれば具体的に教えていただくと非常にありがたいのですが。

【巻島専務】 まず、アメリカの場合はこういう総合的な資格はありません。もっと細分化した資格になっておりまして、非常に整備されております。ですので、何度かアメリカの教育機関、大学も含めて、職業教育の機関を私どもの協会を訪ねて、いろいろアドバイスを受けると、将来これは8とか10とかぐらいの資格に分解されるのではないかみたいなことを言う、そういう感じで受け取ったりしておるようですね。

それから、具体的なメリットというのは、まさにこの信頼される市場が創造されるとか、市場の成長スピードが落ちないで維持されるとか、それから何でしょう、不動産もあるいはそうなのかもしれませんけれども、一時、イギリスの金融がウインブルドン状態になったわけですが、そのこと自体は別に日本がウインブルドンになって悪いかというと、そうではないかもしれませんけれども、日本のプレイヤーも欧米のプレイヤーと伍してやっていけるような、これから不動産投資とか金融というのは日本の成長を支える大きな基幹産業の1つであると思いますので、そういうことが達成されるとか、抽象的な言い方のメリットで申しわけありませんが、そんなようなことを考えたりいたします。

【金本委員】 簡単な質問です。数的なイメージで今800人いらっしゃって、これが5,000人ぐらいになる必要があるのか。この800人の人も今の段階ではそれほどコアとなる仕事がないのか。そういうふうなイメージはどんな感じでしょうか。

【巻島専務】 800人では全然足りないと思います。今年4月3日からこの講座の受講の募集をいたしまして、1,200名の募集だったのですが、2日間でいっぱいになりました。私どもの理事長は5年で3,000人ぐらいの規模にしたいということをおっしゃっています。

あくまで概念的な話なのでありますが、不動産投資市場に関与している者が全員、当協会の資格をとっていただき、全員が資格者で市場が形成されたといたしますと、倫理行動モニタリングにより何か悪いことをした者がいれば、すぐ発表されるわけですし、除名処分ということがされるようになります。市場の健全性が保たれるのにはできるだけ多くの者にとっていただいたほうがいいのだろうなというふうには思います。

【平井部会長】 ありがとうございます。それでは、次の議題もございますので、またもし時間の余裕がありましたら、改めてご質問、ご意見等を伺うことにいたしまして、次の議題であります伊藤委員からのプロパティマネジメントについての課題というところに入りたいと思います。

伊藤委員、どうぞよろしくお願いたします。

【伊藤委員】 おはようございます。資料-5を使いまして説明のほうをさせていただければと思います。こちらのほうはちょっと資料をつくる時間がなかったこともあって、会社のプレゼンテーション資料の中の抜粋ででき上がっております。

プロパティマネジメントの中身について説明させていただく前に、それを含めた環境的なものを少しお話をさせていただきたいと思うのですが、いわゆる、有価証券の運用、投

資信託業とか、有価証券に限られないですけれども、ヘッジファンドのようなもの、あるいはベンチャーキャピタル、プライベートエクイティファンド、それから商品ファンド、不動産のファンド、いろんなファンドと名がつくものが非常にたくさんあるという中で、不動産の分野ということ、あるいはプライベートエクイティの分野、この辺の2つの分野というのは運用している者の流動性がちょっと低い。有価証券だったら、運用がまずかつたらすぐ売ればいいわけですけれども、不動産も簡単に売りやすいマーケットにはなってはいますけれども、有価証券に比べたら流動性がちょっと低いかなど。

それから、あとはリアルな世界。つまり、現実、テナントさんが入っていたり、日常生活とリンクしている資産であるというのがこのプライベートエクイティファンドのような、いわゆる企業買収をしているファンドや、あるいは不動産のファンド、こういったものというのは流動性やリアルなマーケットという2つの点に特徴があるのかなというふうに日ごろ思っております。

このリアルな世界、あるいは非流動性の世界になってきますと、不動産を、例えば投資するというだけでは資産運用していることにはなかなかありませんで、やっぱりその投資した不動産のパフォーマンスをよくしていくというようなプロセスに力を入れる必要があります。有価証券ですと、ファンドマネジャー1人いれば、ある程度、運用ができるかもしれませんが、不動産の場合は投資する判断をする人以外に、現場を見ていく人というのがどうしても必要になると。この現場を見ていく人が分業してできた産業がプロパティマネジメントであると。こういうふうにとらえていただくととらえやすいのかなと思います。

先ほど巻島さんのお話でございましたが、アンバンドリングという言葉がございました。不動産のいわゆる間接金融から直接金融へ動く動き。あるいは、コーポレート・ファイナンスからアセットバック・ファイナンスに移っていく動き。こういった動きがどんどん進んでいくと、業界自体もアンバンドリングしていかざるを得ないということかと思えます。不動産を運用するアセットマネジメント会社であったり、あるいは現場のことをやっていくプロパティマネジメント会社であったりというような形で、いわゆる金融構造の変化が産業構造の変化を導き出しているのかな、表裏一体になっているのかなと思っております。

そういう中で、その中のアンバンドリングした結果の中の1つの産業として、ページをめくっていただければ、プロパティマネジメント業務というふうになっております。パンフレットをそのままやっておりますので、宣伝文句がいろいろ入っておりますが、ご容赦いただければと思います。

書いてある言葉ですが、「プロパティマネジメント」とは、オーナーにかわってその不動産経営戦略を立案・遂行することであり、物件から生じる「キャッシュフローの最大化、資産価値の極大化」を図ること。すなわち、「不動産の経営代行業である」とお考えください、ということが業務のイメージを表現している一番いい表現ではないかなと思います。

よく管理業という表現をされるのがあるのですが、日本の場合は多分違って、管理業というふうに表現されるときは、大体メンテナンス業界、いわゆる清掃、設備、警備、これを受注して行う業界。例えば、「このビル、幾らで清掃します。」といったようなことをやる業界がいわゆる管理業というふうに従来、日本で呼ばれていたのではないかなと。

これに対して、プロパティマネジメントという業界が非常にかすっているのですけれども、やや違うのはオーナー側に立っていると。だから、業者サイドではなくて、オーナー側に立って、このオーナーにとって一番いい状態を築いていく。その見返りにフィーをいただく。こういうような位置づけが特徴的なのかなと思っています。

2ページ目ですが、ここは会社の宣伝も兼ねておりますが、データベースオリエンテッドなビジネスの仕方をしておりますという特徴です。例えば、事例として書いてありますが、Market data。これは家賃のデータがデータベース化されていますよという意味でございます。次が、ビルの清掃をしたりするときのメンテナンスコストのデータが入っております。それから、CAPEX dataというのは、修繕のデータですよということです。それから、CAP RATE dataというのはいろんな不動産の売買、取引事例からどのくらいのキャップレートで不動産が売買されたかというデータベースがありますという意味です。

もっとそれ以外のデータベースもあるのですが、なぜデータベースが用意されているかというと、従来、ビルの経営というのは、ビルを持つ会社の中の人が自分の会社のために行ってきたということかと思います。ところが、今の時代で起こっていることは、人がお持ちの不動産をかわりに第三者が経営する。これがアセットマネジメントであったり、プロパティマネジメントであったりする。

そうすると、社内ですと、あうんの呼吸でやっても構わないわけなのですが、人様の資産を運用するということになりますので、やはり客観性がなければいけない。説明責任を果たさなければいけない。こうなってくると、社内であうんでできたものが第三者のためのやるということから、こういうデータベースを整備して、これに基づいて業務を行い、業務の結果をまたデータベースに反映していくと。こういうサイクルを構築するというの

は金融構造の変化とともに進んでいる現象の1つなのかなと思います。

それから、次のページは、これはコンフリクト関係やスキャルピングに関係する分野かと思うのですが、自分でビルを持っていると、やっぱり人様のビルよりは自分のビルを大事にしてしまうというふうになるといけないので、ノンアセットを掲げるとか、あるいは先ほどの説明責任能力を掲げるとか、あるいはどこかの系列に属すると、やはり系列の不動産を優先するといけないということで、独立性ですよとか、そういう整理の仕方をしています。

それから、業務の具体的な中身については4ページ以降ということになります。そのところに書いてありますが、当社は、プロパティマネジメント業務を細分化し、それぞれの部署を専門化して、それで効率化を図るというやり方をしておりますということで、業務の整理をすると、そこに書いてあるような、プロパティマネジメントをやる能力ということで、一番上にリーシング力、右回りにテナント管理力、コスト管理力、資産価値維持能力、レポーティング力、アカウントティング力、周辺業務遂行力、マーケティング力。こういったような業務が一通り、1人の人間でやるわけではありませんが、やることでプロパティマネジメントができますよということでございます。

時間もあれですので、もうちょっと簡単に、次のページからはその中身についてでございます。ここで言うでマーケティング力はリーシングマーケットでございます。オフィスや商業施設のテナントさんのマーケットがどういうふう存在していて、そのデータベースはこうありますと。その中で、今回、受注するこのビルの存在意義みたいなもの、あるいはどの辺の層のテナントを集めてくるのかといったようなことをやっていくのが、このマーケティング力ということかなと思っております。

それから、次のページがリーシング力・テナントリレーションということで書いております。これはそのマーケットからどうやってテナントを引っ張ってくるかと。それによって、ビルのキャッシュフローが生まれるわけですから、テナントを引っ張ってくる能力ということだけではなくて、その後、入っていただいて、ご入居いただいたテナントさんのフォローをどうやってやるかということもここに含まれております。プロパティマネジメント、今のフィー体系ですと、なかなかもうからない商売なのですけれども、もうからない中で、テナントさんのフォローをして人件費をかけて、例えば業容を拡大しようと思ったら、床面積をもうちょっと借りたいというような情報を早目にキャッチするとか、そういうことをまめにやればやるほどコストがかかるということで、いかにそれを効率的にシ



ステマティックにやっていくかというのが、この業務のやり方の1つの特徴なのかなというふうに思います。

それから、7ページのほうがコスト管理能力ということでございまして、7ページと8ページがコスト管理能力です。これは、いわゆるビルをお持ちの投資ファンドの皆さんやアセットマネジメントをやっておられる方、あるいは個人のビルオーナーの方はやっぱりこのビルのメンテナンス、例えば清掃はどうあるべきか、設備管理はどうあるべきか、経理のあり方はどうあるべきか。これがメンテナンスの3要素になるわけですが、それをわからずに、いわゆるメンテナンス業界に仕事を発注するわけにはいかないわけです。まず、ここのビルは隣のビルとどういう競合関係にあるのかな。あるいは、さらにその向こう側のビルとどういう競合関係にあるのかなと。

我々の経験では、例えばさいたま新都心と川崎駅あたりでも、意外と競合したりするのですね。全然方角が違うのに、大型ビルになると競合したりする。さて、それはなぜだろうといったようなことを考えて、その競合の中でライバルビルに勝つにはどういうふうな戦略がいいのかという戦略を立てるわけですね。それで、その戦略の中には、当然、ここに書いてあるような建物管理のあり方。いわゆる、メンテナンスはどういうスペックでやったらいいか。安かろう悪かろうとやって、コストを下げても、すぐにばれてしまうわけですし、資産価値に役立つようないいものにすればお金がかかってしまう。そういう中で、テナントの志向性も、ビル競合条件も調べた上で、こんな管理のあり方がいいよねというものをビルごとにつくる。それでオーナーさんに提案していくという仕事がこのコスト管理能力ということになります。

8ページの絵のところ、絵に1つ誤りがあるというか、あれなのですけれども。ビルオーナー（投資家、アセットマネジャー）から矢印が出て、プロパティマネジメント会社に管理のお仕事に来て、プロパティマネジメント会社から各管理会社にお仕事の流れるかのように表現されておりますが、現実的にちょっと違っております。契約上は、ビルオーナー、いわゆる投資家、アセットマネジャーのところから管理会社に直接、お仕事を発注していただく。プロパティマネジメント会社はそれを横からコントロールして、フィーをいただくというお仕事でございまして。元請をやらない。透明性を高める。いわゆる、マネジメント型契約。元請型契約ではない契約形態をとっているのが特徴かなと思います。

それから、あと資産価値維持能力というのが9ページでございまして、不動産というのは劣化するものでございまして。それなので、物理的に劣化します。それは当然でござい

す。それから、あと、陳腐化という意味では社会的劣化というふうに我々、呼んでおります。だから、物理的劣化、社会的劣化というのはビルができた瞬間から始まるものでございますので、これをいかに時代にマッチさせたような形にライフサイクルコストをコントロールしていくかというものでございます。

投資家さんも、不動産に3年投資する方もおられれば、30年投資される方もおられます。3年投資される方は売るタイミングのときにどういう状態を想定して売りたいかなということってあります。ピカピカにして売りたいのか、あるいはボロボロにして売りたいのかと、いろんな方、自分の投資目的に応じておられるわけです。特に、ここでは修繕のことですけれども、修繕も足場を組んだりして、外壁塗装したり、非常にお金のかかるコストになります。資本的支出になります。

そういう意味では、30年投資する人にとっての修繕計画というのと、3年投資する方にとっての修繕計画というのは違うわけです。我々は従来、ライフサイクルコストといったときは、ハードウェアだけに即して多分、この国では考えてきたのではないかなと思うのですけれども、やっぱり投資期間に応じて物事というのは考えていかないといけないかなと。それに合わせて我々は資産価値維持を提案していくと。そういう意味でございませう。

それから、11ページのところはアカウントビリティについての説明でございませう。レポーティング能力というのが一番求められております。これは実は、巻島さんの先程のお話の中にも書いてありました。いわゆる「ほう・れん・そう」といいますか、説明責任社会にどんどんなっているということでございませうので、我々、プロパティマネジメント会社もアセットマネジメント会社に対してレポーティングいたします。アセットマネジメント会社は投資家に対してレポーティングいたします。こういうような形の説明責任。説明をすることで、透明性をより増したい。あるいは、コンフリクトがあるような業務も業務の中にございませうので、それを説明責任によってカバーするといった、いろんな説明によって得られるメリットというのはあるのではないかなと思うのですが、実は大変な量の説明責任コストがかかっております。ビル1つ、毎月レポートを書くのに何十枚というレポートを日本語と英語で仕上げていくというようなことをやっております、この説明責任のためのコストというのもまた非常に巨大なものになっているなということはよく感じるところでございませう。

最後でございませうが、12ページ。これは周辺業務遂行能力ということで、先程までプ

ロパティマネジメントという業務の中身について説明させていただきましたが、そこだけ取り出してもしょうがないわけでごさいます、そこに投資家の動きというふうに書いてありますが、一般的に不動産を投資する場合に投資家であり、アセットマネジャーの皆さんはどのようなふうに行動するかということで、一般的にはこのポートフォリオ選択、マーケット分析、物件調査のいわゆるデューデリがあり、価格交渉があり、契約締結があり、それから買った後のアセットマネジメントがあり、出口戦略があるというような一般的な不動産投資の流れの中で、プロパティマネジメントというのは、赤で書いてある右から2番目のところ、いわゆるアセットマネジメントの下側でサポートしていくような形の業務になります。

ただ、これだけをやっているわけではごさいません。これだけをやっていたら、これだけでもやれなくなるというような面もごさいます、一番最初のポートフォリオの選択、いわゆる物件紹介ですね、仲介業。それから、デューデリの仕事をし、プロパティマネジメントの仕事をし、売却するときはセラーズエージェントのお仕事をするという意味で、一貫した流れで、できるだけ不動産サービスを提供できるようにということでやっております。

そういう意味では、ノンアセット型不動産業ということでいいのではないかなと思います。プロパティマネジメントを軸に置きながら、ノンアセット型で不動産サービスを提供するビジネスというようなイメージでごさいます。

私のほうから以上なのですが、最後に一言だけお話ししておきたいのは、不動産のアセットマネジメントということでリートも成長してっております。そういう中で、アセットマネジメントとプロパティマネジメントの定義は何だろうということをよく求められる場合がございます。私どもでは、それをあまり細かく定義しておりません。よりお金に近いほうがアセットマネジメントで、より物に近いものがプロパティマネジメントであること自体は事実なのですけれども、間で、どこで線を引くかというのは非常に難しいものがございます、米国の歴史などもいろいろ見てみますと、業界がアップトレンドにあるときの業態と、ダウントrendにあるときの業態で線の引き方が徐々に変わっていったという感じがしております。

したがって、あまり細かい定義をすること自体はあまり問題ではないと。むしろ、一貫して業界全体として不動産サービスが長期に安定して提供されるような社会を築くのが必要なのかなと。それがアセットマネジメントであったりプロパティマネジメントであった

り、あるいはさらにほかの定義の仕方もあるようなものであっても、それは構わないのではないかなど。

まだ、まだ不動産の投資市場、リートができたとはいえ、どちらかという世の中の位置づけ的にはオルタナティブ的な投資が多くて、コア運用になっているとはまだ言い切れないようなマーケットではあるので、これからロングの資産運用の1つとして不動産が入っていく中で、このタイミングにアセットマネジメントやプロパティマネジメントの業界が発達していくと、ちょうどいいのかなというふうに思ったりしております。

ちょっと長くなりましたが、以上です。

**【平井部会長】** どうもありがとうございました。それでは、ご質問、ご意見等、ございましたらご自由にご発言ください。はい、どうぞ。

**【石澤委員】** 以前、伊藤の委員のほうから、プロパティマネジメント、一般の投資家さんとあまり接する機会といたしまししょうか、アセットマネジメントを通じて、プロパティマネジメントにアクセスするというのが通常でございますから、プロパティマネジメントに直接、投資家さんがアクセスする機会というのがあまりないというのが実態というお話があったわけなのですけれども、ただ最近、随分と個別の不動産について、例えばアスベストの問題にしる、耐震偽装の問題にしる、物の部分が商品に占める比重というのが相当大きくなってきているのではないかと思うのです。

そういった意味で、先ほどAMとPMの線引きもあまり厳密ではないというお話も踏まえまして、そういった意味でPMの対投資家さんに対するあり方というのが今後変わってくる可能性があるのかどうか。その点についてご意見をお伺いしたいのですけれども、いかがでございましょうか。

**【伊藤委員】** ええ、それはですね、アセットマネジメント会社の多少、種類とかスキルにもよるのかなという気がちょっとしております。いろんな業界出身の方が現実的にはやっておられて、不動産の業界出身の方もあれば、海外から来られて日本語があまりよくわからない方もおられます。あるいは、国内で言えば、金融機関出身の方もおられます。それぞれ特徴を皆さん、打ち出しておられて、商業施設に強い、ビルに強いといった特徴、いわゆるカテゴリーごとの強さだけではなくて、例えば不動産はそうでもないけれども、金融には強いというアセットマネジメントもあります。それでも不動産ファンドが成立しております。

金融に強いアセットマネジメント会社の場合に、不動産の側のプロパティマネジメント

の役割は必然的に大きくなります。逆に、非常に不動産に強いアセットマネジメント会社の場合は、プロパティマネジメント会社の役割というのは言われたことをやればよいというふうに変わっていくと思うのです。それは、会社における上司と部下の関係に非常によく似ていて、それぞれケースがあるのではないかなと思うのです。

それで、おそらくこれからの不動産の投資市場で、先程申し上げましたように、オルタナティブ型からコア運用型の時代に変わっていく中で、アセットマネジメント会社のあり方というのも変わっていくのではないかなと思います。あわせて、プロパティマネジメント会社も変わっていく。おそらくアップトレンドのときは融合的な方向に、多分、作用する。つまり、アセットマネジメントとプロパティマネジメントがほぼ融合していくような、だから投資家とプロパティマネジメント会社も非常に近くなってしまいます。ダウントレンドのときは、逆にコア集中型といいますか、業務的にはプロパティマネジメントはプロパティマネジメント、アセットマネジメントはアセットマネジメントというふうに分かれるみたいなイメージ。米国ではそんな流れだったので、日本でもそんな流れになるのかなという漠然としたイメージを持っております。

【平井部会長】 ほかにございませんでしょうか。はい、どうぞ。

【井出委員】 伊藤様のザイマックスという会社はとても素晴らしい会社だということはとてもよくわかりました。一般的にプロパティマネジメントの会社で、例えばスライドの3ページの中立性とか、ノンアセットといったことが実際、どの程度行われているのか非常に疑問に思いますが、一般のPMの会社は実際に業態としてどういう組織になっていることが多いのか。そして、こういった独立性とかノンアセットというのはどのように確保されているのかということについて教えていただければと思います。

【伊藤委員】 いわゆる、バブル崩壊以降、この国でもコンフリクトという言葉が定着するようになったり、有価証券運用で言えば、スキュルピングが定着するようになったりということだと思うのですけれども。コンフリクトがあってはいけないというふうに考えると、どんなビジネスもできないわけでございます。

コンフリクトは良い悪いの問題ではなくて、位置関係を表しているのだと思うのです。位置関係を表している。コンフリクト関係にある状態のときに、例えば具体的に言うと、自分でビルを持ちながら人のビルのマネジメントをしていると。いいテナントさんが来たとき、どっちに入れようかなというようなことですね。あるいは、自分が不動産を持っているけれども、ファンドに売ろうかなとかですね。そういうようなことというのは幾らで

もあるわけですね。

それを全くなくしてノーコンフリクトの業態をつくり上げて、お魚が住むかという、多分、その池にはお魚は住まないだろうと思うのです。となると、お魚が住む状態、つまり現実的な社会の中で、どうやってクリーンに業務をやっていこうとするかという、我々はここにノンアセットというふうにならなっていますが、アセットを持っている場合もあると思うのですね、いろんな業者によっては。

その場合は、情報を開示するというので、「私はこういうビルを持っていますけれども、でもそれでよろしければあなたのビルのマネジメントもいたします」と。つまり、開示することでコンフリクト関係にあることを明らかにした上で、モラルハザードを回避しているということで、問題はそのモラルハザードの問題ですから、コンフリクトではなくて。ですから、実はビルを持ちながら人様のビルもマネジメントしている会社は非常にたくさんあります。

それから、別の意味で言うと、例えばメンテナンス会社を子会社に持ちながら、プロパティマネジメントをやっていいのだろうか。これもコンフリクト関係にあります。コンフリクトとワンストップショッピング型のサービスを提供するというのは、概念的には相対峙する概念だと思うのですけれども、やはりワンストップ型で不動産サービスを提供するというのを考えた場合は、プロパティマネジメント会社はメンテナンス会社を子会社に持つことも戦略の1つになると。ところが、それを持つと、そこに利益誘導してしまうという問題が発生します。これがコンフリクトですね。

そこで、どうするかというと、お仕事を受注するときに、「我々は子会社にこういう会社を持っております。この会社を使ってメンテナンスをして、ワンストップでサービスする方法もありますし、あるいはそれがコンフリクトがあると、利益誘導の可能性があるとおっしゃるのだったら、プロパティマネジメント業務だけを受注いたします」というような形で説明をするというやり方で、モラルハザードを回避するというようなやり方をやったりしております。

それから、あと、モラルハザードの回避の仕方っていろいろあると思うのですが、インセンティブ型のフィー体系にするとか、いろんなモラルハザードの回避の仕方をしてあります。ですから、先ほど、この3ページのところでお話ししたのは、あくまでパンフレットでございますので、特徴を出すためにこう書いておまして、現実問題、なかなかこのとおりにはいかない。いかないのをインセンティブフィーとか、あるいは情報開示と

かで開示することでモラルハザードを回避しているというような現実的対応をとっているというようなイメージです。よろしいですか。

【平井部会長】 ほかにいかがでございましょうか。よろしゅうございますか。それでは、ここで一応、お二人のお話を伺って、ご議論をいただいたという形にしまして、次の、最後の議題に移ることにいたします。巻島専務理事、それから伊藤委員、本当にありがとうございました。厚く御礼申し上げます。

それでは、最後の議事でございますが、これまでの部会の議論を踏まえた今後の不動産投資市場の課題の整理ということでございまして、事務局から説明をいただきたいと思えます。よろしくお願ひいたします。

【松脇不動産業課長】 それでは、資料－6、①から③まででございますが、まず①の表紙の目次のところをご覧いただきたいと思えます。これまでの部会の議論を踏まえまして、これはねらいとしましては、7月にこの部会でこれまでの議論の取りまとめをしていただくと思っておりますけれども、それに向けた取りまとめの文章のたたき台みたいな形でこの①は書いてございます。

まず、1から6までということで、大きな柱。まず、この柱立てがいいかどうかということについてご意見をいただきたいと思えます。1は市場のルールの話。2番目はデューデリジェンスの件。3番目は情報提供ということで、取引時、取引後など。4番目がアレンジメント業務、運用業務について。5番目が投資家のサポートサービスということで、助言でありますとか、一般投資家への啓発。6番目が新たな対応ということで、(1)新たな制度とありますけれども、これは信託の新たな制度等を念頭に置いております。それから、(2)の長期安定的な不動産投資ということで、年金基金などの投資のための環境整備。こういうようなことを論点として、大きく6つ挙げております。

本日は、資料－6の②のほうで、①の抜粋がございまして、②を中心に説明させていただきます。①の中で、今までこうしたところであるというところは省きまして、①の中で今後こういうことは検討すべきだというポイントのところを②でまとめましたので、これを中心に説明しながら、一部、③の参考資料に触れたいと思えますので、②と③をお手元に用意していただきまして、よろしくお願ひしたいと思えます。

最初に、資料－6の②の1番としまして、市場の問題ですが、(1)は市場のルールの共通化ということで、これは昨年12月の中間整理のときの一番大きな課題でありましたけれども、不動産とそれ以外の投資商品考えたときに、投資市場としてできるだけその

ルールの共通化を図るべきではないか、ということを経済的な方針としようということでございまして、中間整理の考え方をそのまま引いております。①の文章においては、その間、投資サービス法をめぐるしまして、金融庁と色々な議論をして、横断化、共通化はこんなことが図られましたということが書いてあります。

それから、(2)ですけれども、その中で不動産については、今のお話にもありましたけれども、個別性が強いとか、瑕疵の問題とかありますので、不動産についての専門的な知識を有する者が責任を持って携わるということが重要ではないかということで、これも中間整理の考え方をここに引いてきております。①の文章の中では、同じように投資サービス法の議論の中で、宅建業法の一部改正をした議論とか、不特法の扱いについてとか、そういうことに触れております。

ということで、1番は投資市場のルールの話ですけれども、基本的には中間整理の考え方をここでもう1回確認するというような位置づけで書いております。

2番に参りまして、デューデリジェンスということで、これは今年に入りまして、第4回部会、第6回部会でもいろいろご議論をいただいたところなのですが、まずエンジニアリングレポート。デューデリジェンスの結果、出てくる建物についての調査とか耐震診断とか、環境調査。そのエンジニアリングレポートについて信頼性、これは非常に重要であると。これから不動産投資市場を発展させるには大事であると。

そのときに、このエンジニアリングレポートの信頼性をどう確保するかということなのですが、①に入りますけれども、レポートの作成機関というのはもちろんあるのですが、その質をどう確保するかという考え方のときに、本来はエンジニアリングレポートというのは最終的には投資家がそれについて投資するかどうかの判断なので、投資家がそのエンジニアリングレポートの作成機関の質を判断していくということが、おそらく市場の原理からすると本来であろうと。

ただ、投資家はなかなかそれだけのコストとか、能力がないとすると、個々の投資家のかわりに受託している資産運用会社、アセットマネジャー、あるいはアレンジャー。資産運用会社がレポートの作成機関を選別することによって、いわば市場の中で選別することによって、レポートの作成機関の質を確保していくということが今後の方向なのではないかということなのですけれども、参考資料、資料-6の③の6ページをお開きいただきますと、エンジニアリングレポート作成の一般的な作業フローということで、物的調査・環境調査などについてはアセットマネジャーから実施機関に委託があるということで、アセ



ットマネジャーに着目して、アセットマネジャーが市場の中で実施機関を選別して、これを投資家に対してアセットマネジャーが説明しなければいけないわけなので、その説明責任という過程で担保すべきではないかということでもあります。

①の資料の3ページをご覧くださいますと、ここで①ということになりまして、上の下線が引いてある部分は基本的には投資家のニーズに応じて作成される性格なものだということを書いて、3段目で、「しかしながら、特に集団投資スキームにおいては、個々の投資家は不動産についての専門的な知識を有していない」ということで、4段目で、「加えてエンジニアリングレポートの実施機関や調査手続について法的な位置付けがない」ということで、これについては公的な担保を措置するという考えもあろうかと思えます。あろうかと思えますが、ここで事務局が用意しましたたたき台といたしましては、先程のことなのですけれども、不動産については専門的な知識を有する資産運用会社（アレンジャー）が、投資家からの受託者責任を負う立場にあるので、彼らが投資家に説明するという立場で、このエンジニアリングレポートの実施機関について選別するということが合理的なのではないでしょうか。逆に言うと、法的な位置づけをいきなりエンジニアリングレポートの実施機関に与えるというのも、実施機関の業態もいろいろ変わっておりますので、なかなか難しい面がありますので、このアレンジャーに着目しようということを経理としてここで考え方を示しております。ここはご異論がありましたら、後でまたご指摘をいただきたいところではあります。

以下、その市場評価によってということ、先程のまとめのところと一緒にさせていただきます。

次に、資料-6の②に戻りまして、2の(1)の②なのですけれども、レポート作成の標準化ということで、基本的にはアレンジャーの責任ということなのですけれども、全くほうっておいていいかといいますと、例えばエンジニアリングレポートの作成基準が各運用会社によってあまりにもばらばらですと、円滑な流通とか、審査における活用に支障を来すことが想定されるので、例えば資産運用会社の業界において、標準的なルール、こういうようなレポートを作成していこうというようなことを、いきなり公的なルールというよりも、業界の自主的なルールとして作成するということが考えられるのではないかとというのが②のポイントであります。

それから、③に参りまして、レポート作成機関の責任ということで、資料-6の①の4ページをお開きいただきたいと思えます。4ページの③、レポート作成機関の責任ということが書かれております。ここで建物の診断とか、環境の調査をするのですが、調査機関

はもちろん調査についての責任を負っているわけなのですが、5ページに参りまして、実際のところ、現在、証券取引法などにおきましては、有価証券届出書、目論見書の虚偽記載について現行法上、規定があります。損害賠償責任があります。一定の民事的救済措置がありますけれども、「しかし」ということで、民事的救済は時間と費用とかがかりますので、なかなか事前抑止効果には乏しい、と。

それから、証取法の建前も発行者が負うということなので、エンジニアリングレポート作成機関が直接負うという形にはなっておりません。さらに、一般的に運用会社とそのエンジニアリングレポートの作成会社が結んでおります委託契約では、損害賠償責任が規定されておりますが、これにつきましては参考資料の8ページをお開きいただきますと、これが建築・設備維持保全推進協会等のつくっております標準的な委託契約書ですけれども、その次のページ、9ページのところに、第13条で損害賠償及び補償の規定があります。

(1)で損害を賠償するとありますけれども、(2)で前項にかかわらず成果物の瑕疵に起因して損害を被ることがあっても、乙、つまりエンジニアリングレポートの作成機関のほうは損害賠償の責めを負わない。ただし、乙のほうに故意、重過失がある場合はこの限りではない。3)で損害賠償の責めを負う場合、その損害賠償額は乙が得た報酬額を上限とするということで、戻ってまいりますけれども、先ほどの5ページのところにありますように、故意、重過失の場合を除き、免責されると。それから、損害賠償額も報酬額を上限されているということになっております。これは実際のエンジニアリングレポート会社の今の現状としての経営状況とか、資産のことを考えますと、これ以上の契約というのはなかなか難しい背景があるのだと思います。

こういうような契約で現在、エンジニアリングレポートの作成がなされておりますので、このためということで、例えば職業賠償責任保険というのが医師などの国家資格の職業に見受けられますが、これは参考資料の11ページに、職業賠償責任保険の具体例ということで、これだけではないと思いますけれども、幾つかまとめております。宅建主任者、不動産鑑定士、弁護士ということでこういう専門的な職業につきまして、賠償責任の保険が損保会社から商品としてあります。例えば、こういうものをレポート作成機関向けに用意されるということも有効ではないかということでもあります。

さらに、その後でございますけれども、不動産特定共同事業につきましては、法律の枠組みがございます。例えば、今の仕組みにはありませんけれども、事業者自らがこのエンジニアリングレポートの作成、内容の情報提供を制度上、事業者の責務ということの規定

すると。これは、したがって法制度の改正ということになるかと思えますけれども、そういうことも検討する必要があるのではないかということです。不特法につきましては今、既に公的な、法的な枠組みがありますので、その中でこのエンジニアリングレポートの質の確保といった改正することも考えられるのではないだろうかということが③の最後のところにあります。

それから、ちょっと話の角度が変わりまして、信託設定におけるデューデリジェンスの役割ということで、これは参考資料の12ページ、次のページになりますけれども、4月に入りまして、金融庁からJPモルガン信託、新生信託につきまして処分がなされまして、この部会の前に土田委員からもこの概要をお調べいただきたいということがございまして、調べたものでございます。

事案はご覧いただくとおりなのですが、両方とも不動産物件を信託受託する際に、受託審査にかかわる組織や人員の体制が未整備ということで、ほとんど審査する体制がなく、例えば違法建築物についての評価ということについても不十分といたしますか、適正な審査が行われないままで受託しているということで、それぞれ業務停止を行ったというような事案でございます。

こういうような信託銀行の責任ということを受けまして、資料-6の②の2ページにもありますけれども、信託銀行については信託物件の所有者と、資料②の2ページの上の行でございまして、受託者としての所有者責任を全うしているかどうかという観点から審査を行う必要があると。ただし、そうはいつても、今、上の(1)で見てきましたような、投資家に対する説明責任というような観点からいうと、まずこれは第一義的にはアレンジャー、運用会社であるということに留意する必要があるのではないかと、ここをまとめております。

以上がデューデリジェンスについてということで、事務局の基本的な考え方としては、市場の中で資産運用会社が投資家に対して責任を持つということで、資産運用会社がレポートの作成機関についてチェックをするということをやうまく働かせていくために、業界の自主的なルールとか、あるいは損保会社のほうでビジネスチャンスだと思えば、職業賠償責任保険を活用したらどうかということでまとめております。

次に、3番目の柱としまして、情報提供の点でございまして、これにつきましては、前回の部会で文字でだっと説明しまして、なかなかおわかりにくかったような反省がございました。参考資料の14ページをお開きいただきたいと思います。

この参考資料の14ページのところで、現在の情報提供につきましての各種法律の適用関係ということでまとめております。ごらんいただきますとおり、上段、下段ということで、情報提供についてはご案内かとは思いますが、まず基本的には証券取引法上の開示規制という流れのものがあって、それから下の段で、個別の業規制に基づく情報提供についての規制があると。

上の証取法での開示規制としましては、Jリート、TMK、YKTK、いろんな商品がありますけれども、基本的には公募、私募で分かれておいて、公募については証取法上の開示規制がかかるということであり、赤の点線が振ってありますが、これが今回、金融商品取引法によりまして、要は信託受益権につきましても、金融商品取引法の対象になるということで、公募のものについては同じ開示規制がかかるということで、ここは共通化が広がっているということであり、

これに対しまして、下の段の業規制による情報提供なのですが、これは取引時と取引後に分かれておりますけれども、取引時につきましては、これは現在の証取法、あるいは証券会社に関する内閣府令ということで、基本的には事前の書面交付の義務づけがYKTKのところまで3つについてあります。

信託受益権については、信託業法ということになっているのですが、ここにつきましては今回の金融商品取引法の整備法の中で、宅建業法の一部改正をいたしまして、緑の点線が大きく広がっておりますが、正確に言うと、宅建業法の改正によって、YKTKと信託受益権、つまり信託受益権と匿名組合の出資につきましては宅建業者である金融商品取引業者が扱う場合には、重要事項の説明事項を説明するようというところが今回、改正で加わっております。

ただ、左側のところにも伸ばしております趣旨は、金融庁とも連絡体制をとっております、左側のJリート、TMKのところは金融庁が内閣府令で見るところなのですが、基本的にはここについては不動産が原資産となるものについては、同じ説明内容にすべきではないかというようなことで話をしておりますので、今後、内閣府令につきましては法律も通っておりませんので、まだなのではございますけれども、基本的には同じ考え方で緑の線で共通化を図られていくであろうというふうに考えているということで、緑の線を引いております。

ただ、取引後につきましては、これは宅建業法の範疇外になりますので、それぞれ今、Jリートであれば投信法、TMKであれば資産流動化法ということで、それぞれの個別の

業法に基づきます報告の義務づけはあるわけなのですが、いわばYKTKにつきましては、これは当然ですが、業法の規制がないので、結局は匿名組合契約による場合だけは契約に基づく情報提供がなされていますけれども、特に担保がないといった状況になっているわけで、この「なし」というところがそういった意味ではちょっと穴が空いているのかなという問題意識であります。

資料-6の②に戻りまして、3の(1)の①、取引時の情報提供内容の共通化ということで、まず1つは取引時についての業規制のレベルで共通化を図るということで、この趣旨は先ほど言いましたけれども、我々、今後、金融庁とも連携をとりながら、内閣府令の規定の仕方と宅建業の規定の仕方の整合性を図っていきたいということでありまして。

②で、これはちょっと別の角度の話なのですが、自主的な情報提供によって、例えば今回の耐震偽装の問題とかアスベストの問題につきまして、Jリートなんかですと、自主開示がなされているということを前回、前々回でお話ししましたけれども、そういう自主的な開示に基本的にはゆだねるべきではないかというふうにお話ししましたが、ここで書いてありますのは、その中でも最低限ということなのですが、宅建業法のほうで、例えばアスベストとか、耐震診断につきまして新たな重要事項説明に加えているということもありまして、これにつきましてはその業規制によって担保するというので、同じように内閣府令で定める場合、あるいは宅建業法の金融商品のところで定めるということがあろうかと思っておりますけれども、そこについては合わせていく必要があるのではないかとこのことをここに記載しております。

それから、③でございますが、YKTK商品についてということなのですが、ちょっとこの書き方をチェックいただきたいので、また資料の①のほうに戻っていただきまして、10ページです。10ページをちょっとご覧いただきたいと思っております。上の④として、YKTK商品の取り扱いということで、YKTKについては、公募で行われるものについては証取法が適用されると。しかし、上場商品ではないので、取引所のルールは適用されないということでありまして、3段目、「したがって」ということで、「ブラインドプール型」の商品。これは前回、ご説明したと思っておりますけれども、これにつきましては、例えば投資方針においてもっと具体的な条件を記載させるように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、二層構造のYKTKの商品の場合には、この物件の保有主体となる子ファンドの情報についても、投資家の資金を親ファンドが受け入れる場合に、投資家に提供されることが必要ではないかということでありまして。仮に、このような

情報が提供されない場合においても、少なくとも物件情報が提供されないことについて投資家の理解を得ることが必要ではないかということでもあります。

この二層構造ファンドの場合には、実際の運用の話を書きますと、販売時において物件概要説明書が交付されているということなのでございますけれども、これは法的なものとは別なものでございますので、この物件概要説明書によって確実に情報が投資家に提供されるよう、法的な枠組みも含めて検討する必要があるのではないかとこのことをここに記載しております。

それから、②のほうの資料に戻りまして、(3)プロ・アマ区分などの投資家属性に応じた情報提供の弾力化ということで、このプロ・アマの話は今までもご議論いただいてきておりますけれども、金融商品取引法案におきましてもオプトイン・オプトアウトという特定投資家制度が盛り込まれたこともありますので、プロ投資家の範囲の見直しを検討する必要があるのではないかとこのことでもあります。

大きな4番目の柱に参りまして、アレンジメント・運用業務のあり方についてということですが、これもまた資料の①の14ページをお開きいただきまして、中段から4のアレンジメント業務のあり方ということで書いてありますが、これが……、14ページのところで、3段目をご覧くださいますとおりに、「その際」ということですが、現行証券取引法上は、不動産投資にかかわるビークルが発行者として扱われるのですが、ビークルというのは箱でございますので、実際にいろいろ差配しているのは運用会社だということで、15ページのほうに移りますけれども、そこで不明確だというようなこともあろうかと思えます。

ただ、そうはいいまして、15ページの一番下のところですが、「しかしながら」ということで、このスキームにつきましては、市場で相当な実績もあるということで、十分理解した投資家が参加している以上は、不明確だからといって一概に否定すべきものではないということを、ここで事務局の考えとしてまとめさせていただきました。ここも何かご意見がありましたら、ご指摘いただきたいと思います。むしろここでは年金基金、濱口委員からもご指摘がありましたけれども、そのようなリスクを回避したいという投資家のニーズにこたえられるような安定したスキームを別途考える必要があるのではないかとこのことで、その別途のスキームの検討ということを提案させていただいております。

これにつきましては、参考資料の32ページをお開きいただきたいと思います。YKTKにおける関係者の責任関係ということで、これは今言ったことでございますけれども、

YKという営業者、これが法律上は発行者ということで証取法に基づく責任を負っているのですが、実際には左斜め下に来ている当事者間における助言契約ということで、AM会社が実際の運用に携わっているということで、表面にはAM会社は出ないということで不確かだというご指摘もあろうかと思えます。ただ、これはこれとして市場の中でもそれなりの投資家はあるということなのですけれども、先ほど言いました年金のことを考えて、別のスキームも考えたらどうかということです。

もう1点は、33ページで、これは発行者概念につきまして、米国では発行者概念を、形式的な発行者と実質的発行者が異なる場合に、実質的な発行者のほうを発行者として扱っているということにつきまして、我々もまだ勉強途上なのですけれども、証券化関連商品開示制度研究委員会の報告というようなところを見つけてまいりまして、SECがオリジネーターと特別目的会社を共同発行者とした例もあるとか、そういうことがありましたので、このページをスライド33ページにつけさせていただいております。

それで、次に②の概要、骨子版の最後の3ページに参りまして、(2)ということで、適切な物件管理責任ということです。これは本日、伊藤委員のプレゼンテーションもありまして、本日のご議論も踏まえて、また肉をつけたり、修正していきたいと思っておりますが、ここではAM会社が投資家に対する責任を果たすためには、PM会社との密接な連携が必要。その際に、PM会社の能力を評価する基準を検討する必要があるのではないかと、いうことをまとめさせていただいております。

以上が4番目のアレンジメント・運用業務についてであります。次に5番目の柱としまして、投資家のサポートサービスということで、(1)は助言サービスであります。これは本日の巻島専務のプレゼンテーションとも関係しておりますけれども、1つは一般投資家の立場に立って、助言サービスを行うサービスの振興を図る必要があるのではないかと、いうのが(1)であります。

それから、(2)は、今度は投資家自身も知識の向上に努める必要があるのではないかと、投資家の啓発といいますか、こういうことの必要もあるのではないかと、いうことです。参考資料に、これに関係するものがありまして、36ページをお開きいただきたいと思えます。

参考資料の36ページから、ちょっと長くなっておりますけれども、表紙にありますように、これは不動産証券化協会がまとめた投資商品としての不動産証券化商品のチェックポイントということで、表紙の部分、ちょっと薄くて見にくいかもしれませんが、

個人投資家の皆様を対象にして、購入に際してどういう点を注意すればよいか等のポイントを、この不動産証券化協会が独自にまとめたものでございます。これは不動産証券化協会がまとめたものでございますけれども、こういう投資家自身の知識の向上を促進するというようなことも必要なのではないかとということが5番目の(2)であります。

最後に6番目の柱で、新たな対応ということで、(1)新たな制度ということで、ここでは、先程も言いましたけれども、新会社法ができた、あるいは信託法の改正はまだ国会審議中でございますけれども、その新たな制度を活用していくということについて税務上の取り扱いも含めて今後も検討する必要があるというのが(1)であります。

(2)でありますけれども、これは長期安定的な投資ということで、年金のことを念頭に置いております。参考資料、まず55ページをお開きいただきたいと思います。年金の不動産投資の国際比較であります。左側のグラフにありますように、上から2段目にあります、明るいオレンジ色のところが各年金基金の中で不動産関係に投資されているということなのです。一番左の日本はわずか1%未満ということですが、米国は2%程度ということで、諸外国と比べて年金基金のアセットアロケーションにおきます不動産の比率はまだ低いということが現状であります。

次の56ページをお開きいただきますと、上の段が企業年金でして、下の段が一般機関投資家です。アンケートをとりまして、それぞれの投資対象に投資する目的は何かと聞いたものでありますけれども、上のほうを見ていきますと、各コラムでクリーム色になっておりますのが、ポートフォリオのリスク分散のためという目的を挙げた比率ということです。

これを上と下、見比めますと、特に企業年金の場合にはポートフォリオのリスク分散を重視すると、不動産に投資する目的として、これを重視するという傾向が見られる。ということは、逆に言うと、短期的な市況の変動にかかわらず、中長期的な投資対象として不動産をポートフォリオに組み入れていくというニーズがあるものと推察されるのではないかとこの56ページであります。

続きまして、57ページでありますけれども、これが不動産関連の投資のために今、どうなのが課題になっているかということでもあります。これも上の段を見ますと、多いのが、例えば58%で、ベンチマークとなるインデックスがないとか、2番目に市場の規模の拡大ということがありますけれども、3番目、4番目としまして不動産投資を一任できる運用会社が課題である。それから、不動産運用に精通した運用者ということで、この運



用者に対しての、運用の担い手に関する課題が挙げられているということでありまして、市場のインフラとしての運用の担い手の育成が求められているのではないかというふうに考えているところであります。

それで、ちょっと飛びまして、60ページをごらんいただきますと、これが現在の厚生年金保険法におきます年金の運用の対象が限定されているということでありまして、1号、2号、3号ということで、信託会社、生命保険会社、農協連合会、あるいは投資顧問業者ということでここに限定がされていて、現在、不動産投資につきましては大臣告示の制度がございますけれども、法的な位置づけのものはありませんので、ここについてインフラの市場環境の整備を図っていく必要があるのではないかと。

ちょっと戻りますけれども、参考資料の34ページをごらんいただきますと、ここが不動産投資顧問業、今、大臣告示で運用されておりますが、その登録状況であります。青いのが一般ということで、助言業務のみを行うものということで、総合のものが一任も行うという業者の数でありますけれども、現在、このような登録状況になっております。

それで、②の資料の最後のところに戻りまして、(2)長期安定的な不動産投資のための枠組みということで、投資家の長期的な方針に基づいて、資産運用会社、これは実態は不動産会社ということだと思っておりますけれども、倒産隔離性を確保しつつ、取引や管理の責任を負って、一々、投資家に判断を求めるということではなくて、責任を負って、その節目ごとに報告をして、チェックを受けるというような形の売買と賃貸管理を一任するような継続的な不動産取引というニーズがあると考えられますので、それに対応できる枠組みを検討する必要があるのではないかというのが、最後のところの論点でございます。

事務局からは以上でございます。

【平井部会長】 ありがとうございます。それでは、この報告書を中心にご意見をいただきたいと思っております。この報告書の原案、たたき台の中にはこれまでも議論されていた問題というのが含まれておりますけれども、それを基礎にしまして委員の皆様方のご意見を反映し、内外の情勢の変化等を事務局のほうで睨んで、あるいは事務局の勉強の成果に基づいて少しずつ肉づけをしたり、修正をしていった点が多く含まれております。最終的な取りまとめに向けての報告書のたたき台でございますので、ぜひともご意見をいただきたいと思っております。

実は、事務局はいつでもご意見を受けつける体制を整えているわけでございますので、きょう、特に全部のご意見を伺おうというわけではございませんが、皆様の中で共有して

もらいたいような修正点、あるいはご意見等がございましたら、ぜひともこの機会にお伺いしたいと思います。どうぞよろしく願いいたします。

はい、どうぞ。田村委員。

【田村委員】 今の骨子のお話を伺うにつけ、きょう伊藤委員からお話があったプロパティマネジメントの話にもかかわるのですが、どうも決定的に重要な役割を果たすのが、アレンジャー、ないしはアセットマネジメント会社と言われているところのように思われます。それで、不動産現物の取引の対の概念といいましようか、車の両輪のようなものとして、不動産信託受益権というものの流通が大変多くなっているわけでありまして。こちらのほうを考えてみますと、来年の金融商品取引法の中では不動産信託受益権になった途端に、その助言であれ、運用であれ、金融商品取引業者として登録が必要であったりとか、それから情報開示義務を負ったり、こういう規制を受けるということなんです。

ところが、片や現物になった途端に、なぜかその助言についても、運用についても、法律上の位置付けといたしましては、不動産投資顧問業という規定はありますけれども、それは強制力が一般的にないというふうに業界も認識しておりまして、このアンバランスをどうするのかというのが、いよいよ考えなければいけないのではないかと。

例えば、具体的に申しますと、業者の規制をどうするかという問題はちょっと難しい問題がいろいろあると思いますけれども、少なくとも現物の不動産の投資特性に応じた説明義務を果たすであるとか、一定の行為規制を受けるとか、そういったものがないと、逆に現物運用、特にコアな不動産投資について拡大が阻害されるのではないかというような気がいたしました。

以上です。

【平井部会長】 何か、ご質問ありますか、よろしいですか。ほかに。どうぞ。岩原委員。

【岩原委員】 ただいまの田村委員のご意見、私も全く同感なのですが、それとの関連で、ちょっとご質問になるのですが、この資料-6の②の問題整理の骨子でも、実際上、かなり問題が残っているのではないかというのをYKTKだろうと思うのですが、新しい金融商品取引法のもとで、YKTKのアセットマネジャーというのは金融商品取引業者等に当たることにはなるのでしょうか、ならないのでしょうか。まず、その点、ちょっと確認をお願いしたいと思います。

【石塚室長】 それは、一応、該当はいたしまして、その中の形態がその助言なのか、

あるいは一任運用なのかというところについてはまだ十分整理がされていない部分があるかと思いますが、仮に一任運用ということになれば、いわゆる投資運用業という業態に該当すると思われますし、もしそうでない場合には一般の、いわゆる金融商品取引業の中の一形態という形になろうかと思えます。

**【岩原委員】** そうしますと、今までと比較しますと、金融商品取引業者としての規制の対象にはなってくるという点では、従前に比べるといわば監督が及ぶようになってくるというふうに理解してよろしいでしょうか。

**【石塚室長】** そこはむしろ並行移動だというふうに思っています、現在の、いわゆる有価証券投資顧問業法に基づく投資顧問業としての登録を受けられて、ご商売されているらっしゃって、それが基本的にそのまま動いていくということなので、そういう意味での業規制がそのまま並行移動という形で入ってくるというふうに理解しています。

**【岩原委員】** それからですね、もう1点、別な点ですけども。このエンジニアリングレポートでございますけれども、実際、今、作成しているのはどういう機関かということと、先程、拝見しました責任規定からしますと、あまりにも軽くないのかなという、はっきり言って請け負ったフィーの範囲内でしか賠償しないということですから、まずければフィーだけ出せばいいということになりかねないので、果たしてこれでいいのかなという感じがしないでもないのですけれども、いかがでしょうか。

**【松脇不動産課長】** どういう業者かというのも、ちょっと私も必ずしも、お詳しい先生、いらっしゃるかも知れませんが、環境調査とか、建物の診断とかを調査する会社ということかと思うのですが、すみません。

**【石塚室長】** 一般的にはゼネコンさんがサービスとして提供されていることが多いかと思えます。そのレポートの内容について、水質環境調査ですとか、あるいは重金属による汚染ということになりますと、例えば重金属関係ですと、これはいわゆる鉱山関係の会社がそういったノウハウを持っておりますので、そういった特定の会社さんに発注すると。あるいは、水質ですと、水関係のメーカーさんがいらっしゃいますので、そういうところに個別に発注されるという形であります。一般的に組成にかかわる機関が非常に限られている中でレポートを書かなければいけないという制約がありますので、実態運用としては、実際にその建物の施工の際にかかわられた業者さんのほうにレポートを実態上、発注されるという例もあるというふうにも伺っております。

**【岩原委員】** 責任関係のほうは何か……。重過失があったときにしか責任を負わない

のに、フィーの範囲でしか賠償責任を負わないというのは、ちょっといかがかなという感じがするのですけれども。

【石塚室長】 いろんな考え方があろうかと思うのですけれども、これはむしろもっと実務のご専門の委員の先生方からお話をいただければと思いますけれども。実務運用の中でエンジニアリングレポートにどれだけ負荷をかけるかという問題がまず根っことしてあって、多分、限られた期間の中で調べる対象範囲もアレンジャーですとか、アセットマネジメント会社から頼まれて、調べた範囲でわかったことを客観的にレポートにするという役割だとすると、やはりそこを超えた部分についてはなかなか責任を負えないと。それがまさに調査を請け負った、請負仕事の受託者としての責任になるのかなと。そういう意味で、故意、重過失までは責任を負うということだと思うのですけれども、そこまでいかない部分については従来の契約慣行からする、厳しい責任を負うということはなかなか難しいのかなと。多分、そういうことではないかなというふうにちょっと理解しておりますが、もしより適切なアドバイスがございましたらお話をいただければと思いますが、いかがでございましょうか。

【平井部会長】 何か委員の中からお発言、ございますか。

【伊藤委員】 エンジニアリングレポートということよりも、いわゆる広くデューデリ全体の調査の補償をどのくらいやるかということなのですけれども、国内ではここに書いてある程度かもしれませんが、現実的にはですね。海外を以前調査した感じで言うと、環境以外の分野、環境の、いわゆるeレポートというものです、これ以外の分野というのはかなり職業賠償責任保険制度が発達していたなという記憶がございます。

ただ、ここ五、六年ぐらいの流れ中で、米国でも環境の保険が随分発達してきているということなので、マーケットの拡大に応じて制度整備というのはされていくのかなと。我が国も今がいいということではもちろんないとは思いますが、ただ整備の状況に応じてやっていかないと、負担能力の問題も皆さん、あるものですから、徐々に整備されていっているのかなというふうにとちょっと思っております。

【金本委員】 よろしいですか。

【平井部会長】 はい、どうぞ。

【金本委員】 こういう問題はレポート作成機関に網をかけるのがいいかどうかといったところを、もう少し幅広く考える必要があろうかなと思います。中身によってチェックする人、建物系だと建築士の方々とかがチェックしたり、環境系だとまた別で、その人た

ちが責任を持つという仕組みにするのか、頼んだ人が責任を持つという仕組みにするのかというのはかなり大きな制度設計上の課題で、見ているところやはりこういう作成機関に責任を負わずというのはいまきそうにないなというのが1つです。

あと、何か問題があったときに、だれが民事的な責任を負って賠償するのかというときには、もともとの所有者だったり、買った人だったり、以前使った人だったり、以前それを出した人だったり、いろんなことがあると思いますので、そちらの関係を詰める必要があるということだと。

基本的に環境関係ですと、そちら側にずっと流れていく話だと思しますので、その辺をちゃんと考えて、制度設計しないと、責任がないからおかしいと言ってかぶせるという具合にはいかないのだろうという気がしています。

同様なことがYKTKのAM会社の責任にも言えるのかなということがあって、この辺をAM会社が直接に投資家に責任を負う仕掛けにするのか、今のようにYKの発行に対して責任を負うようにするのかということについては、どちらかというとな後者がベースにならざるを得ないのかなと。AMが直接責任を負うということになると、AMをやっている会社がオフバランスにいろんなことをするということの本来の目的に合わなくなってくる可能性があるということかと思えます。

ただ、私もちょっとよくわからないのは、YKに対して責任を負うということの中身がどういうことで、その有効性がどういうことなのかということだと思います。この辺は投資信託を買って損を出された、結果として運用がよくなかったというときに、買った投資家が何をしているのかということと同列の問題なのかなと。それで損をした運用者が直接、損について賠償するとなると、もともとのスキーム自体、あまり意味がないということになるのかなと思いますので、この辺、もう少しきちっと論点を詰めておいていただきたいなという気がしています。

ちょっとついでに、細かいことですが、1の(2)の説明の仕方ですが、もう少し踏み込んだ説明をしておいていただかないと、あといろんなことを考えるときにまずいのかなという気がします。個別性が強くて、瑕疵が隠れやすいから不動産についての専門的な知識を持っている人が必要というのは、間にいろんなものがあるはずで、これは不動産の専門家ならばわかることだから、ということなのだろうと思うのですが。その程度のものなのだとすることがベースにあるということで、ほんとうに個別性が強くて、ほんとうに瑕疵が隠れているかもしれなくて、難しいだけですと、専門家がいてもできないということ

に、多分なるということかと思imasので、その辺のところ、専門家の育成も含めていろんな問題がありますので、もう少しきちっと書いておいていただきたいなということがあります。

とりあえず、そんなところです。

【平井部会長】 ありがとうございます。いろいろご意見、おありかと思imasですが、実は終了予定時刻が近づいておりますので、ご意見は事務局のほうに随時お寄せいただくということにさせていただきますして、今回は部会としましてはこれで一応、お開きにしたと思います。巻島専務と伊藤委員、重ねて厚く御礼を申し上げます。

それから、最後に事務局のほうから今後の開催予定等につきましては事務連絡があると思imasので、ご説明をお願いいたします。

【松脇不動産課長】 それでは、今後でございますけれども、一応、メールでご案内させていただいておりますけれども、6月の第7回部会を6月19日、月曜日の10時から12時、7月の第8回部会は7月31日、月曜日の10時から12時となっておりますので、よろしくお願imasします。6月の開催日時につきましては、当初決定の日時を変更いたしましてご迷惑をおかけしましたことをおわび申し上げます。6月、7月の部会につきまして既に出席が困難であるにご連絡いただきました委員の皆様におかれましては、何とか日程のご調整をいただきまして、特に7月の第8回部会はこれまでの取りまとめをお願imasできればと考えておりますので、この7月31日の出席につきましてはよろしくお願imas申し上げたいというふう存じております。

事務局からは以上でございます。ありがとうございます。

【平井部会長】 それでは、本日の不動産部会を終了させていただきます。どうもありがとうございます。

閉 会