

社会資本整備審議会 産業分科会

第7回不動産部会

日時：平成18年6月19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1

(速記録)

## 開 会

【松脇不動産課長】 おはようございます。まだ時間前でございますけれども、ご出席の委員の皆さんがおそろいになりましたので、ただいまから社会資本整備審議会産業分科会第7回不動産部会を開催いたします。本日の会議もマスコミの取材がありますので、あらかじめご了承のほどよろしくお願いいたします。

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

本日は杉本委員及び濱口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いただきましたので、社会資本整備審議会令第9条の規定によりまして、本部会が成立しておりますことを、まずもってご報告させていただきます。

ここでちょっと1点、今、夏季軽装中、クールビズ実施中でございます。事務局内、既にこのような格好をしておりますが、室内冷房も効いておりませんので蒸し暑くなったと思いますので、もしよろしければ上着もお取りいただいて、ネクタイも解いていただければと思いますので、よろしくお願いいたします。

本日のご審議いただきます議事につきまして、まずご案内いたします。議事次第にございますように、まず第1の議題は不動産管理業の現状と課題につきまして、福士委員からプレゼンテーションいただきます。

第2点目としまして、これまでの部会でのご議論を踏まえました課題の整理につきまして、今後の不動産市場につきまして、事務局からご説明申し上げてご審議いただくという予定になっております。

続いて、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存じます。まず資料-1①「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」、課題整理のペーパーでございます。資料-1②その骨子でございます。③「参考資料」。それから資料-2としまして「第7回部会論点資料」ということになっております。最後に資料ナンバーはついておりませんが、「参考資料」といたしまして、先週金曜日に証券取引等監視委員会が勧告を行いましたけれども、その関係資料をご用意させていただいております。これにつきましては、本日最後にご紹介させていただく予定としております。以上、資料に欠落はございませんでしょうか。ございましたら事務局までお申し出ください。

い。

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。よろしくお願ひいたします。

【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ひをいたします。本日はお忙しいところご出席をいただきまして、誠にありがとうございました。

それでは本日の最初の議事といたしまして、不動産管理業の現状と課題につきまして、福士委員からプレゼンテーションをいただきたいと思ひます。福士委員、どうぞよろしくお願ひいたします。

【福士委員】 おはようございます。全宅連の福士でございます。本日はこのような場で発言の機会をいただきましたこと、ありがとうございますと言ひ前に、私はこのような場で発言させていただくのが初めてでございます。大変緊張しております。どうか皆さん、よろしくお願ひしたいと思ひます。座らせていただきます。

ご案内のとおり、私ども全宅連は現在全国に11万の宅建業者を会員としておりますが、その中の相当数が何らかの形で不動産の管理業に関与している団体でございます。昨年の秋に私ども全宅連の会員業者に対しまして、賃貸不動産管理業に関するアンケート調査を実施いたしましたところ、不動産の管理業務を行っている会員の4割近くが資本金1,000万円以下のいわゆる中小業者でございました。不動産の管理棟数のところをみてみましても、居住用物件では、一業者当たりの管理棟数は平均で54棟でございました。内訳から見て、1棟ないし5棟程度を管理している業者が全体の20%以上であり、大半の業者は50棟以下という結果が出ております。そして対象が事業用物件になりますと、平均管理の棟数は10棟でございます。1棟から5棟程度という業者が全体のおよそ6割という調査結果でございます。

一口に不動産の管理と言ひましても、地域によって、あるいは業者によってどこまで、あるいはどのような内容を業務としているのか、それはかなり違った様相を呈している現状でございます。単に入居者から家賃を集金するだけの業者から、清掃や簡単な修繕も行う管理会社、あるいは不動産市況を眺めながら賃料に関するアドバイスや、入居者あるいはテナント探し、さらには長期的な不動産維持保全のコンサルタント業務まで、かなり幅広く行っております。

こうした内容すべてを一からげに不動産管理業としてくくっていいかどうかと異議のある方もいらっしゃるかもしれませんが、いずれにせよ、これらの業務範囲には、もともと

不動産所有者、オーナーとの深いつながりから、我々宅建業者がかかわるケースの多いのが実態であります。また、我々業者としても、事業展開のフィールドとして見ている部分でもあります。

さて、会員業者が管理している物件に、証券化された物件がどの程度あるのか。残念ながらはっきりした件数はつかんでおりません。最近では築年数がかなり経過した物件、もしくは小型物件、また区分所有物件についてもある種のバルク品として扱われていることもあって、証券化のスキームに組み入れられることもあるようでございます。私自身も都内で事業用物件の管理を行っておりますので、昨今の証券化市場の勢いについては身をもって感じているところでもございます。

しかしながら、証券化された不動産にかかわる管理業と申しまして、私どものような業者にとっては漠然としたといえましょうか、戸惑いを感じているというのが実態であろうかと思われます。先日発表されました土地白書によれば、証券化された不動産の半数以上は私募ファンドであり、大手開発業者が関連管理会社あるいは金融機関との間のいわばグループ内で実施するケースが多く、我々のような地場の中小宅建業者が介在する余地はほとんどございません。

不動産仲介業者としての我々は、お客様を証券化された不動産にご案内する段階になって初めてかかわることになります。証券化された不動産は将来利益確定を行うために、必ずやエグジットを行うこととなります。入居するお客様に、顔の見えない貸し主に高額な敷金を預けさせ、しかも売却の可能性が高いという説明をしなければならないことは、なかなか難しいことでもあります。テナントに対するリスクはだれが負うのか、まさかSPCにそれができるとは思いませんが、その陰に隠れている信託銀行さんなどは一切リスクを負うつもりもないように見えます。このあたりがいま一つ不明確なところであり、中小業者にとっては扱いにくい点でございます。

また、証券化された不動産は通常AM会社が開与しており、まさしく彼らの管理のもとにあると言えます。私どものような仲介業者は入居探し、テナント誘致の段階においてこうしたアセットマネジャー管理のお手伝いをするようになりますが、今、申し述べたように顔の見えない貸し主が、不動産取引の実務経験の少ないAMに代行をさせて、とにかくこの家賃で入居するテナントを探してきてくださいと、こういった賃料が先走りしたテナント誘致をしているという実態では、お手伝いにもいささか困難が積みまわっている状況でございます。

そもそも我ら宅建業者が管理業務を行う場合は、オーナーと入居者の両者のニーズを調整しながら、お互いの信頼関係構築のお手伝いをしてきたというのが、これまでの業務の大まかな形態でありました。オーナーと入居者の生の声を伺い、オーナーに対しては、資産の維持保全のお手伝いをし、また入居者に対しては、環境の維持、利便性の向上を図ってまいりました。清掃や設備管理、契約更新時の調整、解約や明け渡し時の調整など、入り口から出口まできめ細かなサービスが必要となりますが、これらを行うことで双方からご信頼をいただくというのが従来からの管理業務と認識してまいりました。

証券化された不動産においては、高収益を上げるために、当然管理費用の低減化の圧力がございます。投資家への利益還元のためには、これは自明のことでありましょうが、一方で現在の建物にはさまざまな規制が細分化して課せられておりまして、建物の管理にはかなり大きな費用がかかることも事実であります。例えば、消防法では一定の規模以上の建物に一定の設備の設置を要求しており、これに対して一定の期間において点検業務が課されております。消火設備などは耐圧試験が義務化されておりますし、設置する消火器には耐用年数もあります。もちろん1回も使用していない設備においても、平準化してこれらの義務が課されております。これらの規制は消防設備には限らず、電気設備や給排水設備、昇降機エレベーターなどにも課されているわけであります。

しかしながら、拮抗する管理費用低減への圧力と、安全のための費用負担は、しかるべき管理者によってバランスをとって調整されるのが理想ではないでしょうか。残念ながら先ごろ起こってしまったエレベーターにおける死亡事故は、このバランスがくずれてしまった結果なのではないかと思っております。あのケースでは、建物所有者は公共団体ですが、公共の建物であるという事実による管理費用低減への圧力が強過ぎた結果なのではないか、そのように感じます。管理者としてこのバランス調整をしっかりと行っていたのか、検証が必要ではないかと思っております。

エレベーターの点検は最近ではリモートによる点検設備が充実しておりまして、この装置が装着されている管理システムを採用しているものでは、おおむね3カ月に一度の技術員による往訪点検が普通であります。それ以外にはオンラインによる24時間監視です。リモートによる監視で電球1個まで監視できる現在です。さらに機械の故障が起きる前に、監視センターに障害の発生する予知アラームが呼動することになっております。これに技術者の臨場を加えることでさらに安全度を高めるといいうのが、我々のような管理会社がお勧めし、多くのビルオーナー様に採用していただいていた管理システムであります。

皆様の中にエレベーターの年次法定点検の書類をごらんになった方はいらっしゃるでしょうか。この点検は年に一度、建築基準法第12条に基づいて実施されているものでありますが、点検項目は多いものでは90項目近くに及んでおります。これだけの数の項目を1年に一度点検を行うには、一定レベルの技術力は確かに必要だということをご想像いただけたと思います。また、この法定点検に加えて、日常の点検がしっかりなされていないと、残念ながら事故が起きてしまうことになりましょう。さきのエレベーター死亡事故は潜在化している建物管理上のリスクが表にあらわれた、ほんの一部ではないのかと危惧しております。

エレベーターや回転扉など、人の命にかかわる事故がビルで起こることは絶対に避けなければなりません。受水設備にため込まれている飲み水は大丈夫なのか、高圧受電設備に受けた電気設備に不備はないのか。入居する人の安全を確保するという最低限の条件すら守れないようでは、管理の資質の低下を招いていると言わざるを得ないのではないのでしょうか。私も長年にわたって東京で建物の管理を事業としてきた者として、管理業務がこの先どのようなになってしまうのか、不安を持っている一人でございます。

管理費用と安全のための費用は、さきの構造計算書を偽装されたまま販売されたマンションにおいても、違う形をとってあらわれているような気がいたします。販売するマンションを安価にすることは、この場合、投資家というより購入者の利益を上げながら事業収益を上げるように見えてましたが、一皮むければごまかしものということがわかりました。そして最終的にそのツケは購入者に回されてしまいました。

強引かもしれませんが、単純な利益追求は、村上ファンドやライブドアのようなルール違反を生み出す土壌となりましょう。こうした土壌にしないためにも、公正な管理業務の確保が必要であると思います。

こうして見ると、管理業務には、最初に述べさせていただきましたオーナーと入居者との間に立ってのさまざまな調整というソフトの部分と、建物を安全に運営していくというハードの部分と両方あることがわかります。この双方が公正に運営されることが、社会資本としての良質な建物の確保につながるのではないのでしょうか。このためには私どもは法律の制定が必要ではないかと考えております。というのも、これらの業務範囲は多くの知識が必要であります。なおかつ継続した一定レベルの技能の確保が必要だからであります。例えば「良質な不動産運営のための公正な管理業務の確保に関する法律」といった法律名によるものがよいかと思っております。これによって、現在明確に定義されていない不動

産管理業務を法律によってしっかりと位置づけを行い、資格制度の導入で適正な人材育成と、業務の評価を行うべきではないでしょうか。この業務評価にかかわる部分では、現在の介護保険において業者評価を行う仕組みがあります。かなりの部分で参考になると思います。資格としては現在国交省認定資格であるビル経営管理士や、業界団体が認定する賃貸不動産管理士等を活用しながら、管理業者の資質向上確保に努めるのが有効ではないかと考えております。

冒頭でご紹介したアンケート調査の中でも、全体の7割近くが管理業の法制化を望んでいるという結果が出ております。特に、資格制度や登録制度の創設を希望する声が非常に高い。これは我々業者も、自分たちの業務の質を維持しさらに高めていくためには必要だと自主規制の認識を持っているということでもあります。

さきに国交省でまとめられた不動産賃貸業、賃貸不動産管理業のあり方に関する研究会、ここの最終的な報告書でも、検討課題として取り上げられておりますので、これらはずいぶん実現に向けて努力していただきたいと思っております。

以上、皆様の参考になるかというより、大変つたない話をさせていただきましたが、申しわけございません。現場とつながっている業務関係者ということで、以上のようなお話をさせていただきました。ありがとうございました。

**【平井部会長】** 福士委員、どうもありがとうございました。

それでは、ただいまのご説明につきましてご質問、ご意見等自由にお話しいただければと思います。

**【石澤委員】** 最近のエレベーターに関する問題などでも、メーカーやメンテナンスの会社の責任が問われていますが、これまでは外部の専門家が忠実に業務を履行するというところをかなり信頼していたところがあると思いますが、その信頼関係が大分崩れかかっていると思うのです。現在、外部の専門家に対する、管理事業者としてのチェック機能はあるのでしょうか。

**【福士委員】** 外部と申されますと、メーカー外ということでございますか。

**【石澤委員】** メーカー、あるいはおそらくビルの管理をされる方でも、例えばエレベーターの保守点検にしろ、設備については専門の外部の業者に委託をするわけでございますよね。そういうところに関しましてのチェック機能があるのでしょうか。

また、例えば今後そういう資格であるとか、あるいは何かの法制化等があった場合に、チェック機能も内容としては含まれるほうが好ましいわけではございませんか。

【福土委員】 まさに、今のご質問のほうに私も賛同してしまうという状況なのですが、その前にメーカーでなくても点検できるように数年前からなっております、これに対しては確かに点検費用が安価であるということで流れた傾向が非常に強いかと思います。そこにいろいろな心配事が出てきているのかと、これは推測でございます。事例をもって話しているわけではございません。ただ、このたびのようなことが出てきてしまいますと、3年以内に3分の1の管理費になってしまったというようなことが、メーカーと外部というところのこの差を、どうして点検の効率を上げていくか、実際にいい点検をしていくかということが、これからはやはり必要ではないかと思います。

【石澤委員】 暴論かもしれないのですけれども、今日も一部の経済紙に不動産鑑定の正当性について疑念を示す記事が載っております、これまでは専門家を信頼することを前提としていろいろな制度がなりたっていたのですが、私どもは不動産証券化商品やリート等を扱っておりますけれども、アナリストの立場でチェックできないところはかなりあります。例えば不動産の鑑定評価は、私どものところでは現実問題としてチェックしづらいのです。実際それに対して、当方で手に入る資料も限られております。これまでは外部の専門家が忠実に業務を履行するということで成り立っていたものが、随分信頼関係が崩れかかってきておりますので、これから先、例えば個人投資家保護のためのいろいろな規制を検討するためには、そういう外部の専門家に委託しているところも含めて、包括的に全体をチェックできるような機能も必要かという気もしております。

【平井部会長】 ありがとうございます。ほかに。

【伊藤委員】 今いろいろと説明いただいて、特に証券化された世界では一方的なコスト削減の話が多いとか、いろいろとお話いただいたんですが、もう少し分解して考えてみたい部分があると思うんですけれども。

ファンドではなくて、株式会社からお仕事を受託されているケースにおいても、だんだん株式会社からの要望がファンドの要望に近づいてきていると。つまり昔はよく話し合ってきたんだけど、実はその会社が上場しましたと。そうするとその会社が管理に関して言うてくることは、実はファンドから言われていることとだんだん近くなってきて、ファンドと会社の差、つまり証券化かどうかという問題ではなくて、そういうような面が少し出てきていたりしないですか。その辺を少しお伺いしたくて。

私は個人的にはファンドか会社かということ、証券化がいろいろな問題を起こしているというふうにはとらえたくなくて、短期的なオポチュニスティックな投資の場合にそう



ということが起こりがちで、長期的な投資の場合は、逆に会社であろうがファンドであろうが、あまり問題が起こりにくいというような、その長期と短期というんですか、そういうことのほうが意外と問題が大きくて、証券化であるか会社であるかということよりはそんな面があるのではないかという仮説をもともと持っているものですから、現実にはそういうことがあらわれているかどうかみたいなことはいかがでしょうか。

【福士委員】 今のご質問のごとくでございまして、はっきり申し上げて、大手さん関係はさほどではないんです。さほどではないということは、やはり感じているものは若干あることは確かにあります。その辺の圧力は感じていることはあるんですが、ただそんなに心配することではないと思います。ただ、今おっしゃるように小型化されたりとか、いわゆるバルクの中に入っているようなものとか、こういうところではもう利益追求のみしかない、それで、なんとか収支が合ったらそれをまた次に転売していくというようなところもございまして、そういうところが非常に心配なものですから、検討していただきたいということでございます。

【平井部会長】 どうぞ、金本委員。

【金本委員】 今、地場の宅建の方々が、そういう証券化されたところからどの程度受けておられるのか。ある程度地場の方ではないところがやっているのがあるのかということと、それから今のお話ですが、短期だとめちゃくちゃをするというのもあまり論理的ではないという気がします。短期に売ろうと思うと、管理を悪くしているといい値段で売れないはずで、アメリカの住宅は大体5年に1回引越して売っていますけれども、売るときの値段が下がっては困るので、一生懸命メンテをするわけです。基本的にそういうメカニズムがなぜ機能しないのかというのが若干の疑問なんです。

【福士委員】 今のお話は、やや理想のところかなという気がいたします。まだそこまでは至っていないという。要するに買ってすぐ収支のところでは売ればよいという目的にしか思えないというところがあります。ですからちょっとその辺は、もっと整理していかなくてはいけないのではないかと思います。

【金本委員】 買う人がいるというのが実は問題かと思うんですが。

【福士委員】 実際問題、かつての土地転がしのような状況がちょっとありまして、そろそろおさまるんでしょうけれども、このようにしてまた物件が値上がりというのがあるので、どのように動くのかはわかりませんが。

【平井部会長】 どうぞ、田村委員。

【田村委員】 先ほどの法制化というものについて、70%以上のご賛成があるというお話なんですけれども、PM、プロパティーマネジャーとか管理業者としては、例えば、既に信託業法上は信託銀行から再委託を受けた場合という限定つきではございますが、それなりの規制を間接的ではあるが受けているんです。そういう信託銀行から受託する案件というのがまずどれくらいあるのかということと、仮にそういうものがないといたしまして、法制化によって逆に責任が重くなるというふうに考えてしまうんですが、そのことに対する覚悟というか準備というか、その辺はいかがでございますか。

【福土委員】 証券化のもとのAM、PMという次元での管理というところまで意識はあまり進んでいないと思います。いわゆる昔ながらの大家さんの代行的なところという感がまだまだ強いかなと思います。そして、では規制された場合にいいのかということに関しては、常に自主規制の念は皆持っているというふうにとらえております。

【平井部会長】 どうぞ、土田委員。

【土田委員】 AM管理下の中で、管理費の低下と入居者の安全性が同時に履行されるのが、本来一番理想的なものだと思います。そのためには法制化と資格化というお話がありました。私はどちらかと言うと入居者の安全性も考えていただきたいと思いますので、法制化、資格化がほんとうに入居者にとって安心が担保されるのでしょうか。

【福土委員】 これは私たちも望むところでありまして、先ほどからお話しさせていただいております、はっきり言いまして大型案件といいましょうか、大手のデベロッパーとかそういうところはそんなに心配することはないのですが、いわゆる我々が「大家さんを出してくださいよ、貸し主、どなたか出てきてくださいよ」と言ってもこれは出てこない状況なんです、この制度は。「じゃあ、アセットマネジャー出してくださいよ」と言うと、アセットマネジャーの下で実際に設備清掃等の仕事をやる場所の担当者を連れてきて、「これ、うちのPMで使うから、この人から聞いてください」とか。ようやく出てきたかと思うと、「いや、ついせんだってまで会計事務所にいたんだけど、今度はこのアセット会社のアセットマネジャーをやれと言われたんだ」というような、まだそういう状況ではないかと。ほんとうにでき上がったアセットマネジャーがないという現状があります。

そういう現状からして、今、土田委員のおっしゃるようなテナントや入居者の安全を図れるようなアセットマネジャーがまだ育っていないのではないかと。PM、プロパティーマネジャーを監視していけるのか。何しろ不動産の取引に関わった人が非常に少ない。金融関係にはいらっしまったんでしょうけれども、不動産業界に来てまだ間もないというよう

な方々が、例えば我々が「重要事項の説明を書きますよ」「貸し主として我々に説明することをしてください」と言うと、「いや、できません」というのが現状でございます。実例を挙げてお話するわけにはいきませんのでご勘弁いただきますけれども、まだまだです。必ずしも全部がそうだということではありません、ということを実態として添えさせていただきます。ですから、テナントの、入居者の安全はちょっと遠いのではないかという気がいたします。

【平井部会長】 ほかに、よろしゅうございますか。石澤委員。

【石澤委員】 これは確認ですけれども、最近リート等でプロパティーマネジメント業務に対して合理化といいますか、例えばASPを提供している業者を利用する例も大分増えてきているようです。

昨年末時点では、プロパティータンクというASP事業者を、リートの14法人が利用しているという話も聞いたのですが、ある程度そういう管理業務のマニュアル化、あるいは仕様の統一化を進める動きがあるのかどうか。おそらくそれぞれの管理会社がこれまで使っていた仕様があると思いますが、それを変更して、標準的な他の仕様にかえることに対して何らかの抵抗があるのか、その辺はいかがなものでございましょうか。

【福土委員】 まさにそういう危惧が非常にありまして、各自各社、そういうマニュアル等の作成にみんな入っております。いろいろなところの例を参考にさせていただいたりというようなことを勉強しながら、そして今、お互いにどこにでも通用するものをつくろうではないかというような機運はございますが、実際はまだ実施には至っていないと思います。

【平井部会長】 それではそろそろ予定の時間が来ておりますので、ご質問がある方はまた後で機会があるかと思っておりますので、一応ここで福土委員に対するご質問、ご意見等は終わりにしたいと思います。福土委員、どうもありがとうございました。

それでは次の議事に移りたいと思います。「これまでの議論を踏まえた今後の不動産市場について」という点でございまして、事務局で整理いただきました資料「資料-1」、それから本日追加してご議論いただく論点に関する資料「資料-2」につきまして、事務局よりご説明をいただきまして、その後でご質問等、討論等、議論していただければと思います。

それでは事務局、よろしくお願いいたします。

【松脇不動産課長】 はい。それでは事務局から説明させていただきます。

資料－1①、これまでの部会の議論を踏まえた論点整理でございますけれども、前回ご説明いたしましたものを、前回のこの部会での議論を踏まえまして大きく3点手直しをしております、そこを中心にお話ししたいと思います。これは前回も申し上げましたけれども、7月に予定されております第8回部会で第1次答申のもとになるたたき台としての案としてつくっておりますので、全体を通してまた後でご意見をいただけたらと思います。

その大きく3カ所でございますけれども、資料－1①の2ページをお開きいただきますと、この箇所は最初の箇所でありますけれども、投資市場としてルールの横断化は必要なだけども、不動産には個別性とか瑕疵の問題があつて、専門家、その他のプロがしっかり責任を持つことが大事だと。こういう流れのところだったんですが、前回のご指摘の中で瑕疵とか個別性がある、それが直ちに専門家が責任を持つべきだというのは論理の飛躍があるのではないかというご指摘がありまして、この太い斜字体で書いてあるところなんです、不動産はさまざまな瑕疵、それから個別性があるだけども、そのような瑕疵については類型化が可能であると。今までも議論していただいたんですが、物的性状についての瑕疵についての幾つかの類型がありますし、それから賃料が上がってくることにしても幾つか見るべき点というのがあるわけございまして、そういういろいろな形の不動産投資がある中でも共通化できるリスク項目があり、類型化ができますので、一定の専門的知識、経験を持っている人であればその目のつけどころというのはわかる。したがってそういう専門家がこのリスクを洗い出し、発見をして、投資家あるいは消費者に対してリスク情報を的確に提供するという流れになってくると。そういう流れの中で、専門家、プロがきちんと責任を持つことが大事であると、重要な条件ではないかということ市場の条件として書くということで、その点を改めさせていただいております。

第2点目が4ページでございますが、ここは先ほどのご議論にもちょっと関連するところがありましたけれども、エンジニアリングレポートというのが非常に重要になってきていると。第三者外部機関のエンジニアリングレポートが大事になってきているのですが、このエンジニアリングレポートの作成機関の質の確保をどうするかといったときに、直前の3ページの下のところにあるんですが、1つは例えば法的位置づけとか、公的な担保を作成機関に課すといった考え方もあり得るんですけども、ただここで事務局のたたき台として述べようとしておりますのはそうではなくて、資産運用会社あるいはアレンジャーというものが投資家に対する説明責任とか運用責任を果たす中で、いわば市場メカニズムの中でこのエンジニアリングレポート作成機関の質の確保を図っていくべきではないかと

というような流れのところであったのですが、前回のご議論の中で、目を広くしてみますと、例えば環境問題でも所有者責任といったものを強く問うというような時代の流れがあって、そういう実態をよく踏まえて、論理を整理した方がいいのではないかというご指摘がありました。

私どもとしましては、不動産証券化協会等のご協力を得まして、エンジニアリングレポートの作成はどんな実態になっているのかというのを調べたところが、この4ページ上の「しかし」から2段落なんですけれども、「しかし、実際には」ということでこのレポートの作成については、レポート作成機関と資産運用会社が共同で現地調査を行って、それで資産運用会社がいわば商品組成の責任者でありますので、リスクの洗い出しについても責任を負っていると。そのときに瑕疵の洗い出しについて、投資家から見て第三者的な立場にいる作成機関も確認しているという透明性を確保すると。信頼性をいわば補完するというような役割で、レポートの作成機関を使っているというようなことが言えるのではないかと。いわば実態の中でもうまくいっている例としては、そういう中でうまく市場が動いているのではないかといことを踏まえて、そういうことから「要するに」ということで、前回の文章と一緒にありますが、資産運用会社、アレンジャーが投資家への責任を果たす中で、このレポートの作成機関の質の評価、言ってみれば仕事の質の評価とコストに見合っているかというようなことについても、責任を持って判断していくということが合理的なのではないだろうかという論理の流れにしております。

最後の3点目でございますけれども、6ページにまいりまして、ここはレポートの作成機関の責任についてさらに述べているところなんですけれども、取り消し線で消しているところなんですけれども、前回お出しした資料では不特法についても事業者みずからがエンジニアリングレポート作成及び内容の情報提供を制度上、事業者の行う事項として担保することも検討する必要があるというふうに書いたのですが、先ほどの2番目の実態の調査の中で明らかになったこととしましては、この不特事業につきましては事業者みずからが保有する不動産についての話になりますので、事業者としては当然その瑕疵については把握していることが前提となりますので、第一義的にはレポート作成を外部機関に依頼するニーズは乏しいのではないのかということを実態を踏まえた上でここで書き加えております。

ただその一方で、先ほどと同じパラレルな論理でありますけれども、投資家から見て透明性を確保する観点から、第三者機関としてのエンジニアリングレポートの作成機関を活用するというのも考えられるのではないかということで、その辺を修正しております。

以上3点が前回より大きく変わったところであります。それ以外にも、もちろん本来、例えば金融商品取引法につきましては法案が成立いたしましたので、表現等を変えた点があるということは認識しておりますが、あるいは前回のご指摘の中でここは変わっていないというところがございますら、後でどうぞどしどしご指摘いただきたいと思いますが、一応今回改めましたのはその3点でございます。

資料-1②でございますが、これを全部説明しますと前回の重複になってしまいますのでそれは避けますが、ただこれから今日この後また自由にご議論していただく中で、前回の各委員の皆様の記憶をリフレッシュしていただくために、もう1回さっと流したいと思っておりますけれども、大きく6つの項目であります。

第1番目の項目は「市場としてのルールの共通化と市場の条件整備」ということで、まず1つは先ほど言いました投資市場としての共通性がありますので、なるべくルールの共通化を図るということを基本原則にしたい。ただ(2)としまして、不動産には固有性、個別性とか瑕疵の問題がありますので、先ほどの類型化に応じた専門家の目、知識というものをそこで活用していくと。専門家、プロがきちんと責任を果たしてもらうことが大事ではないかという原則を書いております。

2番目で、デューデリジェンスのあり方についてでございますが、(1)でエンジニアリングレポートの問題、①では作成機関の質の確保。これは先ほど述べたところであります。一義的には資産運用会社が投資家に対する責任を果たす中で担保されるべきではないかと。②としまして、そうはいつでも、レポートの作成の基準があまりにもばらばらですと、投資家にとって混乱することになりますので、これは業界における標準的なルールを作成していただくようなことによって、この弊害を除いていくことが考えられるのではないかと。③としまして、レポート作成機関の責任については1つは職業賠償責任保険の活用、もう1つは先ほど大きな修正等の3番目で述べました不特法の透明性確保のためのエンジニアリングレポートの活用、作成機関の活用の点を書いております。

(2)としまして、角度を変えまして信託銀行における役割ということなんですが、信託銀行は受託者としての所有者責任を持っておりますので、当然そういった意味からの物件の審査等を行う必要があると。ただ、上で述べてきましたような投資家に対する責任という意味では、やはり一義的な責任は資産運用会社、アレンジャーが持つということをお忘れたいというようにしております。

大きい3番目は、市場におきまして投資家への情報提供のあり方。大きく取引時と取引

後と分けておりますが、取引時の情報提供につきましては、今回の金融商品取引法で開示規制のものにつきましては共通化がはかられたと。残っているのは業規制の分野でありますけれども、今回金融商品取引法の整備法の中で宅建業法の改正も行い、金融庁との連携体制をとっておりますので、実質的に業規制を合わせていこうという形にはなっておりますが、それを今後省令あるいは内閣府令で定める中できちんと業規制の共通化を図っていく必要があるのではないかとこのところが①であります。

②は自主的な情報提供ということで、この部会でもご案内しましたように、構造偽装問題を受けて、各リートが自主規制で一斉に各社の持っています耐震の問題についてオープンにしております。それはそれで評価できると思うんですが、例えば今回宅建業法でアスベストの問題とか、新たな省令で重要事項説明に加えたものがありますけれども、例えばそういうものについては①で先ほど言った省令府令で業規制を定める場合には、そういったものも含めて業規制の中で担保する必要があるのではないかと。基本は自主規制を活用するというところでありますけれども、業規制の中の新たな動きについては取り込んでいく必要があるのではないかとこの②であります。

③はYKTK商品については、これは業規制がないという当然のことがあって、そこでどういうことが考えられるかということなんですが、1つはブラインドプール型の商品については有価証券届出書の内容となっている投資方針において、物件の具体的な中身を書いていただく必要があるのではないかと。それから二層構造ファンドにつきましては、子ファンドが持っている物件情報が提供されるような枠組みが必要なのではないかとこの点を論点として提起しております。

(2) 取引後、運用段階に入ったときの情報提供であります。ここもYKTKについては規制がないと、仕組み規制がないということで、業界の自主ルールをここでも活用して、例えば適切な情報提供を含んだ標準約款で対応していくことが考えられるのではないかとこのことを記載しております。

(3) は若干別の角度になりますが、今回の金融商品取引法でいわゆるオプトイン、オプトアウトの特定投資家制度が盛り込まれました。そういうことを踏まえまして、不動産の分野におきましても、プロ投資家の範囲につきまして見直していく必要があるのではないかとこのことでもあります。

大きい4番目は、アレンジメント、運用業務のあり方というので、(1)はYKTKスキームにつきましてはその発行者が実際は小さな函であるということで、ここをどう考えるか

ということなのですが、一番下の行にありますように、一概に否定すべきではないということで、このようなりスクを理解した上で投資家が投資していくことを考えますと、YK TKスキームを一概に否定すべきものではないが、「むしろ」ということで、このようなりスクを回避したいと考えている、例えば年金基金等のニーズにこたえられるようなスキームといったものを検討する必要があるのではないかとということで、最後のほうにもう1回出てまいります。

(2)で物件の管理の問題でありますけれども、ここではAM会社とPM会社が密接に情報を交換、報告、連携をとる必要があるということと、PM会社の能力を評価する基準というものを考えていく必要があるのではないかとすることを案として書いております。

5番目といたしまして、投資家のサポートということで大きく1つは助言ということで、一般投資家の立場に立って情報提供など助言サービスといったもの、今もちろんあるわけなんですけれども、この振興を図っていく必要があるのではないかと。(2)は投資家の皆さんも自分自身で知識の向上を図る必要があるということで、啓発活動等も含めたことについて、提起をしようということになっております。

6番目が新たな対応ということで、(1)が信託制度などの新たな制度の活用についての検討、(2)が長期安定的な不動産投資ということで、例えば特に年金基金等を考えたときに、不動産の取引や管理を一任できるということで、年金基金などの長期継続的な不動産運用に対応できるような枠組みというようなものを検討していく必要があるのではないかとということたたき台として書いております。

全体の流れの中で、今日、若干追加して論点として示しておりますのが資料-2でございます。資料-2という横長のをちょっと開いてお出しいただきたいと思いますが、そこで3点。論点の1が、まず信託の活用ということで、先ほどの6の(1)に対応しております。論点2は管理の問題につきまして、先ほどの論点4に対応しております。3番目の論点は、地方における不動産投資市場ということで、ちょっと6の(2)長期安定的な不動産投資、年金とは少し別の立場からの論点提供を考えております。

以下中身を説明したいと思いますが、まずページをめくっていただきまして論点1「不動産の集団投資スキームにおける信託の活用可能性について」ということで、ご案内のとおり今国会で信託法は継続審議になりましたので、この黄色い柱書きのところ「今般の改正案により創設された」と書くのはちょっと早いかもしれませんが、今般の信託法改正案に盛り込まれた手法を組み入れることによって、ビークルーYKが今後合同会社



ということでGKになるかと思うんですが—それを用いなくても倒産隔離の図られるスキームが実現できるかどうかといった点で、事務局で粗々で考えてみたものです。

1つは自己信託、これを活用しますと不動産会社本体からの倒産隔離が可能になるであろうと。2番目の事業信託ということで、これは消極財産、言ってみれば債務、デットとか借入金の部分も信託を行うことができるということで、例えばレバレッジの効いた受益権商品の組成がこの事業信託を活用して可能になるのかどうか。3番目が限定責任信託ということで、不動産取引の第三者に対する責任財産を信託財産に限定するという点で、言ってみれば不動産会社本体の固有財産へのリスクの遮断を図ることが可能になると言えるのかどうかということですが、こういうような新しい信託の手法を使うと、メリットとしましては下にありますように、1つは不動産に精通している不動産会社自身が受託者になるので、そういう不動産のプロのノウハウというのを受益者に対してサービスとして活用できると。2番目はその裏腹かもしれませんが、第三者である信託会社を活用する必要はないので、コストの低減が図られるのではないかと。3番目としまして、受益権者が多数になる場合には、今回信託法とあわせて改正が予定されております信託業法でも、自己信託でも受益権者が多数になる場合には信託業法の対象になる信託会社の規制の対象となるわけなんですけど、逆に受益権者が多数でない場合には、そういう信託業法の規制の対象外ですので、不動産会社への事業制約がないと。これは2番と共通するかもしれませんが、コストを下げることができるのではないかとこのメリットが考えられます。

当然このメリットに対しては、いやこういうデメリットがあるのではないかと、あるいはこういう悪用の仕方もあるのではないかとというようなことも当然この分野であるかと思えますので、またちょっとご指摘いただきながらここを深めていきたいと思うんですが、事務局としては当面、このようなメリットは仮に考えられるにしても、税務上どういう扱いになるのか、あるいは会計上の扱いはどうなるのかという点についてはクリアする必要があるという点をここに記させていただいております。

2ページが今のことをイメージして書いたものであります。

3ページにまいりまして、今度は2番目の論点としまして、収益不動産の管理にかかる問題ですが、ここで「行為規制」ということをいきなり書きましたけれども、この気持ちは「管理の良否をどう担保するか」ということでもあります。市場の環境整備としてなすべきことがあるのか、どういうことをなしたらいいのかという問題意識であります。

ここでの問題意識はもう少し言いますと、現在も信託を活用するスキームにおきましては信託業法のこういう規制が及んでいると。ところが信託を活用しないスキームにおいては、言ってみれば当事者間の契約にゆだねられていると。そういったアンバランスが生じている。これをどう考えるかということでもあります。大事な点は、この部会の共通の認識かと思いますが、収益不動産の投資の場合には、管理の良否が収益性を左右してしまうと、非常にここが大事であるということで、その場合に不動産管理会社の能力あるいは重視すべき事柄・規範はどういうふうに担保されていくのかということでもあります。その場合に信託を利用した場合には、信託会社自身には当然信託業法の行為規制がかかりますが、先ほどもご議論がありましたけれども、信託会社から裁量性のある管理行為の業務委託を受けている統括PMにつきましては、信託業法の規制に服することになっております。ところが信託を活用しない場合には、当事者間の契約にゆだねられているということが現状であります。

ただ「なお」と書きましたのは、ここは言いかえますと、現状でもちょっと細かく言いますと、こんなことがありますよということなのですが、①で述べておりますのは資産流動化法によりましてTMKを活用した場合に、資産流動化法の144条の中で、委託先についての欠格事由が定められておりまして、そこで不特法の欠格事由が引かれているということでもあります。この不特法の欠格事由というのは具体的には宅建業者であること、その免許をとっていることとか、宅建業法とか出資法違反で罰金刑を受けて、5年を経過しないものは欠格、というようなことの縛りがあるということなんですけれども、その不特法の欠格事由を資産流動化法が引いているということがあります。

②は不特法の中に賃貸型の不特法といったスキームが3つ目の類型としてあるわけなんですけれども、4ページがそのスキーム図になっておりますが、これも賃貸物件をサブリースしたり、あるいは賃貸にすることによって不特業者がからんできて、投資家からの資金を集めてテナントに貸すということのスキームなんですけれども、これは見方としては、共同の持ち分についての収益不動産としてのいわば管理業のあり方を定めたものにとらえることができるのではないかとこのことをここに書いております。ここで事務局としての心を明かしてしまいますと、不特法の中に業の収益不動産の管理についての1つの根っこになるような不動産管理業の業務のあり方についての規定が入っているのではないかとこのことを書いております。ただご案内のとおり、不特法は今範囲がかなり狭まっておりますので全体に及んでいないのだけれども、不特法の中に根っこがあるのではないかとこの

ことを事務局としては思いを持ちまして、ここに書いております。

5 ページにまいりまして、そうしますと今の考察からきますと統括PMにはどんな能力が求められるかということでありますが、大きく3つで、1つはとにかく現況をきちんと把握すること。それを投資家の代表であるAM会社に報告をしていくということが大事だと。2番目が適正な社内組織ということですが、3番目に分別管理ということで、預かっている財産と自社の固有財産をきちんと分けるということ。大きく分けるとこの3つということで書いております。

以上が2点目でありまして、参照条文がしばらく続いておりますが、3番目の論点として11 ページにまいりまして、ちょっと視点が変わりますが「地方における不動産投資市場の育成」ということでもあります。不動産投資は都市部のみならず地方においても育成ということが期待されるのですが、現在地方においては収益不動産が存在するにもかかわらずなかなか進まない。これはいろいろな原因が考えられると思いますけれども、ただ⑤のところですけれども、このような中でも地方の不動産業者の中には、証券化のスキームを活用した意欲的な取り組みを進めている事例があります。ということで、その次の12 ページがリートの移り変わりなんですけれども、リートのほうでもこの薄い水色が地方都市部なんですけれども、平成17年と18年を比べますと、全体の規模も非常に拡大しているんですが、若干9%から11%ということで、地方都市部の物件もリートとしても取得しているというようなことがあると。ただこの表を見ますと、何ととっても東京23区首都圏で大体4分の3を占めているということで、リートの物件は大都市というよりははっきり言って、首都圏が非常に多いということなんですけれども、そういう状況であります。

それから13 ページにまいりまして、先ほどちょっと予告しました地方の不動産業者の取り組みということで、京都の「町家」という景観とか、伝統、町家の再生に証券化が使われている事例というのをここでご紹介しております。このきっかけは、平成15年に国交省が不動産証券化協会のほうに委託調査をいたしまして、不動産証券化協会が事務局になりまして、京都市とか京都のさまざまな団体が入って、町家を証券化を活用して再生できないかというシミュレーションを行いました。その結果が点々で囲ってあります委託調査結果なんですけれども、なかなかコストが高くなって、本来であれば証券化は困難と。しかし初期コスト、とくにアレンジャー費用を引き下げたり、篤志的な資金を調達する仕組みができれば、可能ではないかというようなまとめをしたのですが、この研究会のメン

バーに入っておりました京都不動産投資顧問業協会、上の点々の中の注2にありますけれども、京都の地場の業者さんがメンバーになっているのですが、この協会がその後も検討を進めまして、平成18年6月、ちょうど今月でありますけれども、スタートいたしまして、京都市内の3軒を対象に投資家から投資を募って、京町家を再生してフランス料理店とか和装小物店を営業して、その賃料と5年後の売却益を投資家に分配するというような取り組みがなされているというような事例であります。

14ページがそのスキーム図ということなんですが、特定目的会社を立てまして、左にあるような具体の案件について、投資家、京町家の再生に貢献したいという意欲を持った市民とか企業団体からの投資を得て再生を行っているという事例であります。この事例を挙げました理由は、先ほど長期安定的な不動産投資ということで、年金基金の問題は非常に大事な問題で今後重要な論点かと思いますが、こういう個人に投資が広がる中、地方の景観とか伝統の維持再生に活用するというような事例もありますということで、紹介させていただいた次第であります。

事務局から以上でございます。

【平井部会長】 ありがとうございます。

それでは今の資料-1及び資料-2に基づいたご説明につきまして、ご意見、ご質問等がございましたら、自由にご発言をいただきたいと思えます。

【井出委員】 ありがとうございます。資料-1①についてなんですが、特に3点が訂正されたということで、2ページの最初の部分なんですけれども、不動産投資商品の販売とか商品組成といったところで、販売するというその前段階か、あるいは販売の時点のことは強調されているように思います。不動産の質というのはやはり販売後の管理が非常に重要だということはほんとうに言うまでもないことなので、売ってしまえばそれで終わりという、ある意味でそういうふうにとれる書き方はもう少し工夫をしていただければというふうに思っております。

エンジニアリングレポートの質の確保というところなんですが、先ほど福士様のお話にもありましたけれども、中古物件が多くなって行って売却されるということが出てくるわけです。そうしますとオーナーがかわるたびに、あるいは管理会社がかわるたびに新しくエンジニアリングレポートを作成してそれでおしまいというのは、ある意味では非常にもったいないことだと思うんです。不動産の場合には履歴情報がすごく重要だということは皆さん痛感されていて、いかに日ごろからケアされて適切な管理が行われていたかという

ことが次のオーナーにあるいはテナントに渡っていく仕組みができれば、かなり改善されるのではないかというふうに思っております。特に昨今エレベーターの事件も出てまいりましたけれども、それはつくった者の情報が結局管理のほうに伝わらなかったということが最大の要因だというふうに言われていますので、そういった適切な情報が、人がかわっても、入る人がかわっても、持つ人がかわっても、伝わっていく仕組みというのが一番重要だと思うんです。ですから各時点でとにかくいいレポートをつくりなさい、それで自分は売ったからおしまいというのではなくて、あるいは過去にどれだけ適切なレポートがつくられて、適切なケアが行われていたかということが、次にオーナーになる人にとって情報として与えられていけば、管理に対する価値も高まってくるわけで、それでより安全の質も確保できるような仕組みができるというふうに私は考えておりますので、単に各買った時点でレポートを標準化してつくりなさいよということではなくて、それは最低限のことだと思うんですけれども、むしろその間にエンジニアリングレポートの過去の情報を次に渡していく仕組みというものを積極的に進められていくような、そういった仕組みを規制として求めるというところまでは行かないと思うんですけれども、奨励していくような、そういったことを考えていただければというふうに感じました。

それと、資料-2に関して、新しい信託の仕組みというところで非常に興味深かったんですが、ただお話を拝見していますとこういったことができてきますとますます不特法が少なくなっていくのではないかという気もするのですが、その辺はそれでもよろしいのかというふうにちょっと思ったのですが、不特法は不特法でそれなりに、当初ここまで証券化事業とかが進展する以前にかなり貢献を果たしたというふうに初期の段階では評価しておりますので、不特法がこのままだんだん狭まってきて、それでいいのかどうかということもちょっとご意見として伺えればと思います。

以上です。

**【平井部会長】** どうもありがとうございました。どうぞ。

**【松脇不動産業課長】** 最初のご指摘の2ページの表記は確かに、我々は管理を除外する考えはもともとなかったもので、記述のトーンとして工夫させていただきたいと思います。

それから2番目はご指摘の中で、エンジニアリングレポートは確かに時点時点によって評価しなくてはいけないということがありますので、前のものを引き継げばそれで問題が解決するとは思いませんけれども、むしろ井出委員のご指摘としては、大事なものについては長期的に……。

【井出委員】 資料を渡していく。

【松脇不動産課長】 伝わるようにということかと思います。具体的な仕組みがどうなるかは、我々すぐには思いつきませんが、大事な論点かかと思しますので、①の中のどこかに記載するような方向で検討させていただきたいと思っております。

3番目の、信託が、不特法はどうかということなんですけれども、我々は不特法に対しては確かに思いもありますけれども、市場の中で選ばれることだと思っております。ただもう1つ思っていますのは、先ほど管理業のあり方の中でも述べましたが、不特法の中にやはり今後に向けて生かされる部品というか要素というのがあるかと思っております、言ってみますと不特法をいかに使いやすくするかということかと思っておりますけれども、その検討もしたいと思っております、実はこの部会におきましても、引き続きその点についてはいろいろまたご指導いただきたいと思っております。不特法につきましてはそんなふうに、ちょっと個人の意見になるかもしれませんが、思っております。

【平井部会長】 はい、どうぞ、渋谷委員。

【渋谷委員】 それでは3点ほどちょっと気がついたところを申し上げます。

まず1点目は、最初のペーパーの20ページの「長期安定的な不動産投資のための枠組み」というところがございますが、ここで年金基金等の長期の安定的な不動産投資のために不動産投資に対する一任投資の仕組みはない、ということが指摘されているんですが、ここで1つこういう形のものででき上がるということは、非常に方向感としては望ましいと思っております。ただ不動産投資が進まない最大の理由が、一任投資の仕組みがないこと、というのはちょっと行き過ぎ、書き過ぎという感じがします。というのは、やはり今の現段階で不動産の証券化のマーケットはここ4年ぐらい成長を遂げてきて、幸いにもここ4年間マーケットはどちらかというと右肩上がり。ここへ来てかなり息が切れると言いますか、頂上へ来ていると。まさにこの辺からが、これからの不動産投資の専門性とか情報開示とか、トラックレコードとかインデックスとか、さまざまなリスクリターンを図るための整備がより進んでいくのが必要な時期に来ていると思っておりますので、むしろ年金の投資が進むということは一任のこともあるんですが、むしろ現段階で助言という形で不動産投資顧問が私募ファンドとかいろいろできてきているわけですから、そういう中でその辺がより経験を積み、マーケットの中でより選別されていくということが1つ重要なことだろうと思っておりますので、方向感としてはそういうことを頭に置きながら、よろしくお願ひしたいというところが1つございます。

それから、もう1つは2枚目の今日のページの中で、信託法改正に絡んでのいろいろな活用について。こちらのほうも自己信託、事業信託、限定責任信託ということで、この新たなスキームができることによって、信託を担う担い手が増えてくるということ。それから信託の規制緩和が進んで、より幅広く活用されるということは非常にメリットがあるということで、ここにメリットが書いてあるわけですが、信託の立場から1つ、逆に言えば注意をしていかななくてはいけないポイントもあるということをご指摘させていただきますと、特に、信託宣言をして自己信託ということについては、例えば不動産会社等が固有資産と分割して信託に持っていくということができるわけですが、逆に言いますとこの辺はかなり相当な資質の問題とか、そういうことをチェックしていかないと、ある意味では恣意性とか財産の隠匿に結びつくとか、そういうようなことがありますので、ここはかなり慎重にご対応をお願いしたいということで、この附則のところでもこの法律の日から起算して1年を経過する日までは適用しないということで、対応になっているわけですが、ちょっとそのようなところがございます。

それから事業信託のところにつきましては、こちらは従来に加えまして、負債を合わせて消極資産も含めて信託を行うことができるということになるんですが、このところは先ほどの課税の考え方のところでご指摘がございましたけれども、信託のいわゆる信託レベルとしては課税をしないというパススルーの考え方との整備というようなことも、どういうふうにするかということはずいぶんご検討をしっかりといただきたいということでございます。

それからもう1つ、3点目でございますが、地方の不動産投資のところでございますけれども、私が実務に携わっている面からしますと、地方における不動産投資市場の育成ということでございますが、首都圏都市部からスタートして、どちらかといえば地方の中核都市を中心に徐々に不動産の証券化の投資もかなり進んできているというふうに、むしろ実感しております、Jリークの資産の中で先ほど9%からわずかに11%、2%の上昇というお話があったんですが、私は今、首都圏と都市部の地価の上昇とか、地価のことを考えると、全体のボリュームで2%上昇しているというのは、相当量地方の物件へも投資が進んでいるというふうに考えていただいてよろしいのではないかとというふうに思います。

この京都の案件につきましては、こういうスキームも非常に興味深くて今日拝見させていただいたんですが、かなりこの中では、ここに参加される方々が費用をやはりコストダウンのためにボランティアにおやりになっておられるという感じもしますし、これが地方

の案件の方向だというのはちょっとどうかという感じはします。

以上でございます。

【平井部会長】 岩原委員。どうぞ。

【岩原委員】 この資料-1①のまず4ページのところでございますが、今回修正されました後の、もとの太字でなく書かれているところの2行目から3行目にかけまして、エンジニアリングレポートの内容の精査については「資産運用会社が投資家からの受託者責任を負う立場にある者として担うべきである」と書かれておりまして、その4行から5行後には同じく「レポートの精度やコスト負担の妥当性については第一義的には資産運用会社が投資家に対する説明責任、運用責任を果たす過程で担保されるべきである」というふうに書かれています。

一方16ページのところをごらんいただきますと、16ページの下から7行目の下線部分であります。YKTKの運用会社について「運用判断の権限と責任はあくまで有限会社側にある建前となっております。投資家に対してだれが実質的に運用責任を担うか不明確な状況にある」と書いてあるわけです。そうだとすると、先ほどの4ページのところとあわせて読むと、資産運用会社が運用責任を果たす過程で担保されるべきであると言いながら、16ページのほうではだれが実質的に運用責任を担うか不明確な状況にあると書いてあるわけで、それでは一体、4ページの文章ではだれが運用責任を負うことになるんですかという質問が出てくると思うんです。

最初に読み上げました受託者責任というのも、一体法律上の責任なのか何なのか、法律的にどこまでしっかりしているのかということがよくわからないわけです。これは実質的に考えますと要するに、一番最初の福士委員のお話にもあり、それにも関係すると思うんですけれども、特にYKTKスキームのような証券化のスキームをとりますと、いわばどんどんアウトソーシングしていったら、一体、全体についてきちんと責任を担う人がだれかわからなくなる。つかまえようとする、だれかの助言でやっただけですと、あるいは助言している人が実質的には動かしているのかもしれませんが、自分は助言しているだけであって、全体のスキームについて責任を持っているわけではありませんということが出てきて、先ほどのいろいろな建築に関する事故等についての管理体制等を全体として見て、全体として責任を負う人がはっきりしなくなっているというのが、非常に大きい問題だと思うんです。それをどうしたらいいかということです。特にこういう証券化は、どんどんいわゆるアンバンドリング化して、従来は不動産業者などが責任を持って一貫してやって



いたのをいろいろなところにアウトソースして、分けてやっていく。だれが全体を見ているのか、だれがほんとうに問題が起きたときに対処するのか、責任を負うのかというのがはっきりしなくなっているというのが多分根本問題だと思うんです。

そのことについて、この報告書がどこまできちんと答えを出せているかというのが大きい問題ではないかと思っております、確かにどこかエンジニアリングレポートの作成会社に責任を負わせればそれでいいのかというと、多分あまり機能しないとは思っています。そうだとすると、ではどういうところがきちんと責任を持ってやって、どういう体制をとることが一番いわば投資家にとっても、あるいは不動産を実際に利用して住んでいる方にとっても責任を持った体制ができるか、それをどうやってつくるのかというのが、多分根本問題だと思っています。

少なくとも投資家に対する関係では、エンジニアリングレポートの内容を含んだきちんと責任を持ったディスクロージャーをやって、それを法制上のディスクロージャーの制度の上に乗せて、もしその内容が不正確であれば、その開示をした人が責任をとると。おそらく証取法の適用のあるものであれば、証取法上の開示の責任を問われるような仕組みにもっていく。開示内容、いわばエンジニアリングレポートの中に書いてあることが不正確であったり、それで事故等が起きたり、あるいは投資価値が大きく落ちるようなことがあったら、それはそのような内容を含む開示を行った開示者に責任を追及できるようにするとか、そういったことを考えていく必要があるのではないかと。その方向性を詰めていくのが、この部会に課せられた非常に大きい課題ではないかと思えます。

そういうふうな観点から申しますと、これはまさに課題だと書いていただいておりますけれども、17ページの3行目以下に書いてある、いわば安心した投資対象に投資できるようなスキームを待っている投資家に、安定したスキームを提供する必要がある、まさにこれがポイントだと思います。そういったスキームとして、どういったものをつくれればいか、どのような法制上の整備等をすればいいか、そのもう少し具体的な答えを今後考えていかなければいけないのではないかと思います。

あと、信託について何か申し上げておきますか。

**【松脇不動産課長】** お願いします。

**【岩原委員】** 先ほど渋谷委員からもご指摘がありましたように、信託法の改正がされれば、そこから新たな可能性が生まれると私も思います。

先ほどもう既に事務局から行き届いたご説明がありましたので、限定責任信託等を取り

入れることによって、一定の受託者としての責任限定ができるということもあります。それから従来いわば信託会社を使ってやっていたような証券化のスキームを、不動産会社みずからが信託宣言を行うことによってかわって、いわば信託会社を使わない形でやることもある程度可能になると思います。例えば、かつてのいわゆる流動化商品、あるいは小口化商品と言われた信託形式のもの、それを不動産会社みずからが信託宣言をしてやるということも可能ですし、YKTKだって、今、信託会社を使って受益権に変えた上でやっていますが、あれを信託宣言を使ってやるということもできることはできる。

ただ一方では、それを一般投資家に販売していくとき、これは当然一般投資家の保護が必要になりますので、信託業法の整備法の中で改正法案も入っていますが、そちらのほうでおそらく不特定多数の投資家に渡るような形の、今言った自己信託のスキームが出たときは、そちらのほうからの業規制等がかかってくるということなんです。ただ、あくまで機関投資家だけを相手にするような場合には、これはそういう業規制もかからずにやれると思いますから、いろいろな可能性が出てくることは出てくると思います。ただ細かい詰めはおそらく業界の皆さんのほうがちゃんとなさっていると思いますから、私はそういう可能性はいろいろあり得るということだけ、一応申し上げておきます。

以上です。

【平井部会長】　　ちょっといろいろ話が複雑になりましたが、お2人のお話、ご意見をまとめて何か事務局のほうでお答えいただくことありますでしょうか。

【松脇不動産課長】　　ただいまの岩原委員の、第1番目の4ページと16ページの記述の矛盾というところは、確かに今ご指摘されるとそうなんですけれども、気持ちの中にあるところとしては、YKTKというスキームがあって、そういう意味では16ページは不明確と言い切るより不明確という指摘もあると。発行者が責任を負っていて、不明確だという指摘もあると。ただそれも受け入れられているので否定するべきではない、というような流れで書いたつもりなんですけれども。ですからYKTKスキームというのはどうとらえるのかということが根本にあって、ただいずれにとらえるにしても、今岩原委員のご指摘としては、情報の開示、ディスクロージャーをきちんと位置づけてということかと思えます。その開示者の責任ということもきちんと整理していくというご指摘というふうに思いまして、そこのところはまた各位のご議論があるかと思えますけれども、確かにそのディスクロージャーの位置づけというところはちょっと我々のたたき台にはありませんでしたので、その土俵の中でどういうふうにとらえるということを少しご検討、ご審議いただけ

ればと思います。

それから、渋谷委員が最初におっしゃられました、年金がなぜ、というときに一任がなただけが理由ではないというのは、確かにおっしゃるとおりかと思しますので、我々は制度的な足りないところということでここを重視して書きましたけれども、気持ちとしては確かに市場のいろいろな条件の中でということかと思えます。

それから信託の活用についての問題点につきましては、先ほど申し上げましたが我々もよくわからないところがありますので、ちょっとここはいろいろな立場のご意見をぜひいただけたらと思います。とりあえず。

【平井部会長】      どうぞ。

【金本委員】      岩原先生の第2の論点は非常に重要なんですが、ただもう少し細かく見ていく必要があるかと。運用責任をだれが果たしているかといっても、だれがどういう責任を担っているかと思っているのかというのがあって、基本的に証券化スキームというのはもともと責任を担っていた人が担い切れないので外に出したというスキームです。不動産会社が全部やっていたのが、あまりに巨額なので外に出したいというのがあって、ということでございます。

もう1つは、運用について5%の利回りを保証しているというようなものでもないといったところがあって、この運用責任については、いいパフォーマンスを示す人は次またお客さんが来て、というマーケットで動いていっているものだという気がします。それ以上の運用責任というのは、どこかやっていることに瑕疵があったとか、うそをついたとか、その辺のところ为主体なのかといったことがありますので、その辺を整理した上でないとこの辺の議論は進まないという気がいたします。

あと、1の②のYKTKの2ページ目の情報提供のあり方とかこの辺について、私もYKTKにそれほどくわしいわけではございませんが、ざっくりしたイメージとしてはこれは本来こんなに大きくなると意図したものではなくて、本来大きくなると思って制度設計したものが別にあるのだけれども、ほとんど規制のかかっていないYKTKがマーケットに受け入れられたと、こういう事情だと思うんです。これはしっかり押さえておく必要があって、いろいろ考えて制度設計して、これがいいんだと思ってやったら、マーケットをつぶしてしまったということになりかねないということがあろうかと思えます。私はちょっと中身がよくわかりませんが、この物件の開示のようなものについても、開示規制をかけるタイプもあると思いますが、そんなもの要らないという人もいるかもしれない。へ

ッジファンドなんかそうで、中身について知りたくないという人が投資をしているといった感じもありますので、この辺もう少し明確なポジションをつくる必要があるということです。

最後のあたりにその関係で少しヒントとなるのは、もう少し安定、安心を求めたい人には、それが制度的に担保されているスキームがあっただと思いたしますが、そうではない、無規制型のものが欲しいという人に対するものについてどの程度強い規制をかけていくかということについては、慎重に検討する必要があるという気がいたします。

以上です。

【平井部会長】 よろしいですか、どうぞ、岩沙委員。

【岩沙委員】 私も今の金本委員に関連することでもありますが、基本的に非常に不動産投資市場というのはいろいろな意味で順調にここまで成長してきたかと。これからほんとうに、ある意味では国民の経済的社会的な市場として、まさにこれから本格的に成熟、進化を遂げていかなければいけない、こういう時期にあると思うんです。そういう意味で現在この部会でこういう多様な多角的な議論をされているということは非常に重要ではないかと思えます。

先ほど渋谷委員からも出ましたが、年金について、この不動産投資市場が投資運用対象としてどのようにこたえていくか、これがまさに非常に重要なポイントではないかと思えます。そういう意味では、一層幅広い投資家層の信任を受けると同時に、個人の資金を預かって運用投資させていく年金基金に対してどういうふうな信任を得られるかと、そういう視点での投資環境の整備が今ほんとうに求められていると思えます。

そういうことではあります、今、金本先生もおっしゃいましたように、健全で活力ある市場にやはりしていかななくてはいけないということもありますので、一律の法規制はやはり最小限度にとどめるべきではないかと思えます。市場の自律性にゆだねる方向での基本的な施策が望まれると思えますので、実効性の高いプロ、アマ区分の設定など、こういったところが市場の実態を踏まえてしっかりとらえて、メリハリのきいた環境整備の施策を構築していくことが必要ではないかと。基本的に、今日説明を伺ったんですが、方向としてはそういう方向にあるので、この方向を進めていただければ大変いいと思っております。

またスキームは、個別の信託化、YKTK化ということ、特定共同事業化ということだけでなくハイブリット化しておりますので、その辺のスキームのハイブリットの中で、

どういうふうに透明性と説明責任、開示条件、こういったものを整えていくかということもあわせて考えると、そこにプロ、アマの投資家の属性、特性に応じてルールというものをやはりはっきりさせていく必要があるのではないかと思います。

以上です。

【平井部会長】       ありがとうございました。どうぞ、田村委員。

【田村委員】       実際に金融商品取引法がもう来年夏以降施行されるということになりますと、世の中にある不動産投資商品というのは、不動産信託受益権か不動産の現物かという2つしかないことになります。そうなりますと、一番重要な議論として、運用会社としての責任というのは個別具体的に、助言業者の場合もありますけれども、金融商品取引法のもとでの投資助言業なり、投資運用業をする方、これは不動産信託受益権を扱う場合はもうおのずから必ずそこに来るわけでありますから、具体的にはそこでどういう義務を負うのかという議論が当然あるわけでございます。

実はもうリートの場合でも運用会社があるわけでございます。その運用会社はほんとうに中心になってエンジニアリングレポートも取って、土壌汚染もやって、鑑定ももちろんとっていろいろやりますけれども、万が一それらにほんとうに瑕疵があった場合、運用会社が責任を負うのかということ、どうもそうではないと思うんです。逆に言うと、限界がございまして、いろいろな委員の方からお話があるとおり、むしろ責任を限定しつつ商品を組成することで成り立つようなところもございまして、むしろそういう限定があるということをはかき情報開示をするかのほうが、重要かというふうに私は個人的に思います。

もう1点全く個人的な意見でございしますが、前回は申し上げたかもしれませんが、不動産現物の一方で、当然投資市場があるわけございまして、その中で特定共同事業法というものを避けて通ることはできないと。よく今までは不特法というのはほんとうにいかにか避けるかということで、冗談にそういうことがいつも言われているわけでありまして、ただ見えない効果というのは実はほんとうにあったんですね。もしあれがなければ、今ごろほんとうにどうしようもない不動産を材料にした匿名組合商品なんていうのが幾らでも出てきていたんだろうと思うので、ふだん我々はそういうことに対してあまり思いを寄せないので感じませんが、今まではそれでよかったです。ただこれからということになりますと、例えば具体的に先ほど自己信託のご説明をしていただいたのですが、これなどは大変その可能性はあると思っておりますが、渋谷委員からのお話もありましたように、信託という器を使いますが別に信託会社になるわけではないということで、あくまで

もそれは形式だけをおかりしているというところをどう考えるかというのがあると思うんです。

思い起こせば特定共同事業法を制定するときにも、不動産取引の中に単に不動産の売買、賃貸、交換だけではなくて、信託というものも含めたらどうかという議論もたしかあったかと思いますが、それは信託が既に業として認可を受けた方が関与されているということで、二重規制になるということで排除したような記憶もございますけれども、その議論がまたおそらく違う形で出てきて、むしろ、例えば不動産特定共同事業の中でどう考えていくのかという問題になってくるのかと。

金融商品取引法というのは立派なものができて、その中の金融商品取引という定義と、金融商品取引業の中で第1種第2種投資運用業とか、いろいろございますけれども、考えてみれば不動産取引というのはまたございまして、その中で不動産取引業というのも考えてみればいろいろな形があって、共同事業法であったりPMであったりとか、もしかするとAMも入るかもしれない。自己信託も入るかもしれない。そういうトータルなところで統一的に物を考えるというのが、せっかくここにお集まりいただいた、ほんとうに貴重な時間を使って議論する一番重要なところかと。ちょっと漠としておりますが、そういうふう感じております。

【平井部会長】      ありがとうございます。

何か事務局からお答えするようなことがございましたら。

【松脇不動産業課長】      ただいまのご指摘は全体としてもう少し議論を細かく精査して、全部一緒くたではなくて、見ていくべきであると。基本的にはこの健全な市場を發展させるというのがあるんですが、マーケットの事実的に動いているものはこれを行政が変な形で関与してそれをつぶすことがあってはいけません。ただ市場の環境として大事なことについての情報開示とか幾つかの法的にやる分野があって、それはどこなのかということきちんと分けて、ポジションをしっかりしていくことが、ご指摘かと思います。

全体としてはそういう趣旨を頭に置いているつもりなんですけれども、確かに見るとまだ議論の書き方がよく練れていないところもありますので、そこはまたご指摘いただきながら検討してまいりたいと思っております。

【平井部会長】      今までのご発言を伺っていますと、ルール重視型と市場重視型と2つに分かれているような気がしますが、これはやはり必ずしもそうでもなくて、市場をつくるにもルールが要るわけですので、市場をつくるためのルールに重点を置くのか、それと

もこれは法律家の特性なんです、大体法律家というのは常に性悪説に立ってしまっていて私もその端くれの1人なんです、悪いときにどうやってそれをコントロールするかということもいつも念頭に置くものですから、市場に介入するというような印象で受け取られがちなんですけれども、健全な市場をつくるためにはやはり双方とも必要というふうを考えるべきものではないかと思っておりますので、その方向で少し、今、課長がお答えになりましたように、レポートの内容を皆さんの公約数的なところに集約できるような形に直していただければというふうに思っております。

ほかには、はい、どうぞ、石澤委員。

**【石澤委員】** 今までのお話の基本的なところでは、リートにしる、私募ファンドにしる、物を買って運用するというのが前提となっておりますが、今リートでも開発リスクを負担して事業を行ったり、あるいは開発事業を自ら行いたいという議論もありますので、リートあるいは私募ファンド等が物件供給者という立場で出てくる場合もあると思います。その場合に、例えばエンジニアリングレポートの作成などを、あえて言うならば身内で固めてということもあるだろうと思うし、また売り手の責任をファンドが負う場合もあると思いますが、その際に同じような規制やルールでよいのか、多少疑問もございます。リートの場合、市場での評価にそれがあらわれてくるだとか、利益相反性等は投資家が判断するものという議論もあるかとは思いますが、なかなかそういう判断が及ばない方、個人投資家などを保護するためには開発リスク等をファンド側が負担している場合の責任や義務の度合いというものにつきましても、考慮する必要があるのではないかと感じました。

**【平井部会長】** ありがとうございます。

何かありますか。どうぞ。

**【櫻川委員】** 経済学者はどちらかというと、市場整備してあまり規制するなというふうによく言うと言われますけれども、私は不動産市場に関しては、わりと若干違った意見を持ってしまっていて、あまり急に成長し過ぎるのもよくないのではないかと思っております。今、順調に成長してきて、いい流れにあると思うんですけども、先ほどの資料-1①の20ページの企業年金のところの取り扱いで、書き方を読ませていただくとニュアンス的にちょっとまずいのではないかと考えていて、なぜかというとな非常に年金基金が例えば4兆円マーケットに来てくれれば、例えばJリートにそのまま来ればJリートのマーケットは一気に倍になるわけで、非常においしい話という雰囲気はわかるんですけども、実はこういうおいしい話に飛びついてはいけないのではないかと私は思っていて。なぜかと

言いますと、マーケットというのはあまりにも速いスピードで成長すると、今度は逆にヘッジファンドとかに狙われやすいというわきの甘いところも出てきます。現実において最近のジャスダックとかマザーズみたいに非常に勢いがよ過ぎたために、何かのショックで崩れるときも大きいと。それによって市場の信頼というものを失ってしまって、長い目で見たときにほんとうにああいうものが育つのかということもちょっと危ないのではないかと、いうところもきつと言えらると思ひます。

その意味では、わりと地道に細々と、市場整備と皆簡単に言ひますけれども、大事なは何年かけて市場整備して行くのかというタイムスパンだと思ひんです。そんなに急ぐ必要はなく、10年とか20年かけてきつちりした皆から信頼されるマーケットにすればいいと思ひんです。ですからあまりこういったものでも年金基金のお金が入ってくると一気にJリーツのマーケットがひよつとしたら倍になるかもしれないから、そのためには一任投資の仕組みとかいろいろ前向きに考えようという、これは長期的には非常に大事なんですけれども、あまり急ぎ過ぎる必要はないのではないかと、わりとそんな気がしります。もっといろいろ準備をして調べてから、アメリカが5%あるから日本も5%入れればいいんだという単純な思考ではなくて、果たして日本の企業年金というものが、いわゆる投資家としてJリーツの中のマーケットの将来の成長にとって非常にふさわしいプレーヤーになり得るか、という点もやはり踏まえて慎重に考えていったらいいのではないかと私は思ひます。

以上です。

【平井部会長】 ありがとうございます。ほかに。はい、どうぞ。

【伊藤委員】 すみません。本日、福士委員からの貴重なお話をいただいたわけなんです、福士さんのご意見で一番大事だったのは、アセットマネジャーがいろいろ言うけれども、現実はそのようなものではないという、いわゆるリアルな世界のお話が大事であると。何というんでしょうね、つまりアセットマネジャーやプロパティーマネジャー、あるいは投資家もいろいろあるかもしれせん。でも不動産の現場というのは、上から何を言われても言うことを聞いてはいけない分野もあると。つまりこれだけは絶対に守らないと人命にかかわるとか、つまり最低のインフラ、短期的に見たら場合によっては得にならないことでもやらなくてははいけないというのがあると。得にはならないが長期的には得になるというのものもあるかもしれないけれども、要は目先は投資家から評価されない、あるいは逆にバツテンがつくけれども命がけでやらなくてははいけないことがあるというリアルな世界と、



それから逆に投資の世界との間にいる存在が、アセットマネジャーでありプロパティーマネジャーであるのだろうと思っておりまして、そういう意味では当然、中で矛盾を抱えるわけです。これは、企業経営者が株式市場から言われることと、それをまともに聞きつつもやはりやってはいけないことは社内の社員を守るとか、過剰な労働を強くないとか、いろいろと現実的にやらなくてはならないことがたくさんあると。そのどちらを主軸でこの文章をまとめていくんですかというようなところは非常に大事かと思います。

ここでプロパティーマネジメント会社の評価のあり方という部分がかかれていますが、どちらかという表現は投資家のために、という主語がついている文面のように感じると。それは非常に大事なんですが、実は資本市場で競争する1つ手前のところの現実の社会で、例えばテナントさんのために、あるいは町のビルの前を歩いている歩行者がけがをしないようにするためとか、これは投資家以前の話でございまして、リアルな世界というのはそういうところなんだろうと思います。まずそれが十分足りた上で、資本市場でのビジネスゲームがあるということだと思いますので、そういう意味ではもうちょっとリアルな分野という現実のところを、何か表現に盛り込めたらいいのではないかという気がしました。

【平井部会長】      ありがとうございました。

【金本委員】      よろしいですか。非常に重要な論点なんですが、1つはマーケットにいる人たちがそのリアルなところを無視するインセンティブがあるかどうかというところがあって、本来ないはずだというのが、さっきから私が申し上げていることで、そんなことをしたら投資家に損をかけるだけだというのが基本なんです。問題が起きるとするところが原因で起きているかというところを考える必要があるだろうというところがございます。

もう1つは、悪いことが起きるとそれを法規制すればいいというのは若干短絡的で、いい人悪い人というのは、いろいろな人がいて、いい人がちゃんと報われる仕組みになっているかどうかというのが必要で、ファンドにしてみれば私たちのポリシーはこれで、こういうマネジメント能力でちゃんとやっているから評価してください、といったことを当然言うわけです。それを言っている人たちが報われるような仕組みは何かというところですが、難しいのは言っただけでは信じてもらえないというところがあって、言っただけを信じてもらえるようなスキームにするということも公的な制度の1つになるということでもあります。

開示規制というのは単に情報を出せということではなくて、出したことが正しいかどうか

かというのをチェックするスキームがあって、というのが1つの役割だということがありますので、そういうのを全部ひっくるめた上で議論をしていただきたいという気がいたします。

【平井部会長】 ありがとうございます。ほかはいかがでございましょう。

今のは一般論として……。どうぞ、岩原先生。

【岩原委員】 いろいろ非常に的確なご指摘があったと思うんですが、ちょっと先ほど申し上げたことについて、釈明というか説明させていただきたいと思います。

金本委員から運用責任についてのお話でしたが、確かにここの運用責任というときに、責任の中にもいろいろあると思うんです。また一体どういう点に関する責任かということがあります。それからその責任を果たすときに、金本委員がご指摘のようなマーケットの機能に期待できる部分と、必ずしも期待できない部分がどう分かれるかというのを多分整備する必要があると思うんです。

それからその後の、金本委員がさらにご指摘になりましたように、仮にディスクロージャー等でそれを担保しようとしたときに、それをどう実効的なものにするかという仕組みのつくり方、それぞれに問題になってくると思います。それから機関投資家なんかの場合と、一般の普通の人の投資の場合とでどう分けていくか、これもやはり分けて考えていく必要があると思います。

最初、運用責任の中にもいろいろあるというふうに申し上げましたけれども、運用の中にもいろいろあるわけで、まさに建物管理の運用の部分と、それから投資としての運用の部分とあると思うんです。まず建物等の不動産物件の管理について、これは当然きちんとやっていたかなくてはならないですし、それこそ事故等が起きてはいけませんので、こういった部分はおそらく法制的にきちんと整備しておかないと、少なくとも仮にそれで事故が起きて被害者等が出たときに、それについてはやはりルールとしてだれが責任を負うか、賠償等を負うか、これはきちんと決めておかなければいけないと思います。

それから運用のほうは、これは確かにマーケットにゆだねるべきところが大部分だと思いますけれども、ただこれについても先ほどの投資家によって違ってくるころがあると思います。それから現在の法制のもとでも、信託等については忠実義務が運用について課されているわけですから、そういう点が整合性を持ったルールとしてつくる必要があると。先ほど田村委員がご指摘になりましたように、現在、不動産特定共同事業は3つの形式だけを規制していて信託が入っていないわけですが、こういう自己信託等が認められ

るようになってくるとその間のアンバランス等が非常に問題になってきますので、改めてそういういろいろなタイプの法形式を使った商品の間での整合性がとれるように見直す必要が当然出てくると思います。その際に重要なのは、やはり機関投資家が相手なのか、それから一般投資家を相手にしているのか、それによってディスクロージャーも違ってきますし、業者規制の部分も違ってくると思います。

それから1つつけ加えておきますと、信託についてはむしろ信託業に対して、今日資料として配っていただきました金融庁の処分の例がありますけれども、これはまさに法令違反をやっているかどうかという点についての最低限のチェックはきちんとやってくれというところでありまして、そういう点はそれ以外の場合とアンバランスにならないように見ていく必要があると思います。

とりあえず簡単に、以上です。

**【平井部会長】** どうもありがとうございました。

少し時間も足りなくなってきましたので、論点整理についてのご意見の交換は以上で一応打ち切らせていただきまして、もちろんご意見等はその後事務局にお寄せいただければというふうに思います。

それから、これは後でご紹介があると思いますが、次回の第8回部会では、これまでの7回にわたる部会の成果につきまして一次答申という形で取りまとめを行いたいという予定にしております。これは特にデッドラインはないようですが、議論をある程度一定の時期で整理をしておいたほうが良いということで、取りまとめを行いたいというふうに考えております。

その取りまとめに当たっては、ただいまのご議論も踏まえまして、今まで取り上げたいいろいろなテーマについて幅広く意見交換を行っておく必要があるかと思ひまして、一応その時間も予定しておいたのですが、取りまとめの原案に対していろいろなご意見が出ましたので、その点はそれほど大事な問題ではないかというふうに思ひまして、これまで残されていた問題点については今日は特にご意見を伺うことをいたしませんけれども、直接事務局のほうにご意見を述べていただければと思います。それが一番いいと思います。いろいろご意見をいただきまして、大変ありがとうございました。

それでは本日の審議、これで終了させていただきまして、あとは事務局からの連絡事項をお願いいたします。

**【松脇不動産業課長】** それでは、事務局のほうから。

まず、岩原委員のほうからもお話がありました参考資料を簡単にご説明したいと思いません。一番下の参考資料、資料番号が振っていない「証券取引等監視委員会HPより」というものでございます。これは先週の金曜日、6月16日に証券取引等監視委員会がオリックスアセットマネジメント株式会社、資産運用会社とオリックスのリート法人に対して、行政処分を行うように金融庁に勧告したものであります。事実関係につきましては簡単に言いますと、オリックスアセットマネジメント会社資産運用会社については、リート法人の運用資産を組み入れる段階で、不動産取得等に本来行うべき審査等の業務を適切に行っていなかったということで、善管注意義務違反ということでもあります。

それからもう1つはオリックスのリート法人のほうの役員会が投信法上認められていない持ち回り方式で行っていたと。それをこのアセットマネジメント会社は一般事務受託者として機関運營業務においてそこにおいて善管注意義務に違反したというものであります。

3ページが補足資料ということについているかと思いますが、その具体の中身なんですけれども、不動産の取得時に、例えば違法建築物の確認がなされていなかったと、地下部分に倉庫として建築確認を受けたものを事務所に改造していたということで、取得の段階で既に違法建築物になっていたと。この物件を第三者に転売しようとしたときにそれが判明して、壁をつくるとかいうことで投資法人に余計な損害、負担を与えたということでもあります。

2番目が賃貸面積を確認しないということで、これも実際の面積が契約面積より小さいということで、テナントから損害賠償を求められているというような事例であります。これにつきまして、それぞれ善管注意義務違反ということなんですけれども、ここはいずれにしても、事実関係の中身は事情を聞きたいと思っております、不動産取引におきましても特に上の2つにつきましては、不動産取引の公正の確保とか取引の関係者に損害を与えていないかという点で精査しなくてはいけない点がありますので、その点について事情聴取等を行いたいと考えております。それから後はリート法人に対する勧告であります。

以上が補足資料の説明でありまして、次に第8回部会でありますけれども、すみません、その前に審議官から。

【川本審議官】 今日はどうもありがとうございました。今のオリックスに対する検査結果の勧告の資料は実は今日ご議論いただいた中に大変サジェッションが入っております、今日の取りまとめのペーパーは、私が言うのはちょっと問題かもしれませんが、もと

もとどういう取引形態の場合、どういう問題が起こり得るのかというのをもう少し具体的にイメージして、それについて対投資家との関係で、もともと相手がプロなんだし承知しているんだからそういうことは起こってもしようがないというふうに言うのか、相手がアマだからもっと規制を強めなくてはいけないのか、さらにそれについてどういう規制をすればどうなるのかというあたりについて、もう少し詰めないといけないという気がいたしております。特に、わりと現状がかなり進展してきているということもあって、現状肯定的に書いているところもありまして、まあ、これはこんなものかなというぐらいのところの文章などは、規制をすればしたらこういう規制の仕方になるけれども、これは要るのか要らないのかというところまで詰めた上で、こんなものだというふうにしなければ、そのところに問題点があるのではないかと考えております。

各委員からのご指摘も大体その辺が多かったという気がいたしております、一次答申に間に合うかどうかは別にしましても、こういった検査結果の勧告などを見ながら、もう少し詰めをちゃんとしたいという気がいたしております。

私のほうから、以上です。

**【松脇不動産課長】** それではハウスキーピング事項に戻りまして、第8回部会につきましては、今、部会長からもお話がありましたように、一次答申を取りまとめたいただくという方向で検討しております、できるだけ早い段階で事務局としてのたたき台を作成いたしまして各委員にお示しさせていただきたいと思っております。そのご意見ご指摘も踏まえて、次回部会において答申案を用意させていただきます。

次回の日程は、前回部会でもご案内しましたとおり、7月31日月曜日の10時から12時までとなっております。開催場所は後日郵送で案内図を入れますが、ここではなくて3号館のほうの11階の特別会議室を予定しております。

なお次回以降につきましても、引き続き今日挙げられた課題等につきまして部会の開催を予定しておりますので、第9回は夏休み後の9月以降だと思いますけれども、またその日程につきましても部会長とご相談の上、後日日程調整をさせていただきたいと存じます。

それでは事務局からのご連絡は以上でございます。本日は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、これをもちまして閉会といたします。

どうもありがとうございました。

閉 会