

社会資本整備審議会 産業分科会

第9回不動産部会

日時：平成18年10月23日（月）10：00－12：00

場所：国土交通省合同庁舎3号館 11階特別会議室

(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10時になりましたので、ただいまから社会資本整備審議会産業分科会第9回不動産部会を開催いたします。

委員の皆様方には月曜日の朝早く、しかも天気の悪い中、お集まりいただきまして、まこと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。

本日は濱口委員が所用のため欠席となっておりますけれども、その他の委員のご出席をいただきました。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先ずもってご報告させていただきます。

まず、前回7月31日の部会におきまして、第一次報告案「今後の不動産投資市場のあり方について」を取りまとめいただきました。8月7日に、無事、第一次答申としまして、本部会の部会長代理でもあります金本産業分科会長から北側国土交通大臣に手交いただきました。委員の皆様方には、当部会において答申の取りまとめにご尽力をいただきましたことを厚く御礼申し上げます。

続いて、本日の部会の議事に入ります前に、事務局方に人事異動がありましたので、ご紹介させていただきます。10月16日付で石塚不動産投資市場整備室長の後任に佐竹室長が着任いたしました。

【佐竹室長】 不動産課不動産投資市場整備室の佐竹と申します。これからお世話になります。どうぞよろしくお願い申し上げます。

【松脇不動産課長】 それでは、本日の部会の議事に入りたいと存じます。最初に、「今後の不動産部会の運営について」事務局よりご説明させていただき、ご了解いただきました上で本日を含め、年内に予定されております3回の部会で、「不動産投資顧問業制度のあり方について」ご審議いただければと考えておりますので、よろしくお願い申し上げます。

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ます。本日の審議資料としまして、「第9回社会資本整備審議会産業分科会不動産部会資料」と題しました資料。それから、「ディスカッション用メモ（不動産投資の一任サービスについて）」、これは1枚紙でございますが、2種類の資料を用意させていただいております。何か欠落がございましたら、ご連絡ください。よろしゅうございましょうか。

それでは、議事に入らせていただきますので、議事進行につきまして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、よろしくお願いいたします。

【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いたします。

本日は、ご多忙中、ご出席をいただきまして、ありがとうございます。今、お話がございましたように、第一次答申の取りまとめが7月の部会で可能になりまして、その取りまとめに至ります過程で、ご苦勞をいただきましてまことにありがとうございます。

7月開催の第8回部会以来、約3カ月ぶりの開催となりますので、今後、どのように進めていけばいいのかが問題となりますが、先ほど事務局から説明がありましたけれども、まず「今後の不動産部会の運営について」、つまり当部会の運営方針とか審議スケジュール等につきまして、説明をいただきまして、各委員からのご意見を踏まえながら、そういうスケジュールでいかどうかをまず最初にお決めいただきたいと思っております。

それでは、事務局から今後のスケジュールについて説明をいただければと思います。

【松脇不動産課長】 それでは、「第9回社会資本整備審議会産業分科会不動産部会資料」の目次を開いていただきまして、大きいI番の、「今後の不動産部会運営について」ということで、1ページからご説明をさせていただきます。1ページ、「今後の不動産部会運営について」。左に、8月7日付の「今後の不動産投資市場のあり方について」（第一次答申）の中で、最後の第IV章で残された課題が4つございました。その4つの課題について、右側に今後の対応の事務局としての案を示しております。

左側の、残された課題の一番上でございますが、「一任サービス」型の不動産投資顧問業の制度設計」ということで、今まで大変順調に伸びてきました不動産投資市場をより健全に発展させていくためには、年金基金等の長期安定的な不動産投資、これを積極的に受け入れていく、その受け皿のためのインフラの整備が必要じゃないかと。そこで、「一任サービス」型の不動産投資顧問業のあり方を検討しようという課題が提示されておりました。

右側で、今後の対応でございますけれども、これにつきましては不動産投資顧問業に非常に密接な関係を持ちます金融商品取引法の投資運用業を行う金融商品取引業者、この制度設計が金融庁によりますと来年の夏の施行に向けまして、細部の制度設計を行うということでございますので、それと連動する形で不動産についての投資顧問業のあり方を検討するのがふさわしいのではないかとわれまして、他の課題より先行いたしまして、この課題について年内で3回議論をいただきまして、中間整理を行うことにしてはどうかと考えております。

続きまして、(2)の課題でございますけれども、これは現在、臨時国会に審議がかかっております信託法、あるいは信託業法の改正を受けまして、それを活用した新たな不動産投資というのが考えられるのではないかと。それを活用して、例えば地方の証券化とか、そういうことに活用することについてどんなイメージがあるか。そういうことが残された課題となっておりますが、右側にありますように、現在、信託法につきましては臨時国会で審議中であるということでありまして、またその実務上の課題について、その実務の世界の中で明らかになってきた段階で、部会として取り上げたらどうかということでございます。

それから、(3)。これはプロパティマネジメント業者の能力評価の基準についてということでございます。

それから、(4)もデータベースシステム等の投資家支援サービスのあり方についてということでございますが、この2つにつきましては、上記の(1)の不動産投資顧問業の制度設計の中間整理の後、年明けにもこれらについて、国土交通省の中の他の審議会も、あるいは研究会も含めまして、検討されたものも含めてご報告させていただいた上で、方向性についてご議論いただいたらどうかということで、春頃を目処に第二次答申をいただくということを案として考えております。

おめくりいただきまして、次のページが今説明したものをタイムスケジュールということで掲げたものでございます。本日10月23日の第9回部会から、年内につきましては既に日程を調整させていただいております。なるべく多くの委員の皆様がご出席できるようにということで、日程を置いておりますけれども、ご都合が合わなかった先生方もいらっしゃると思います。本当に申し訳ないと思っておりますけれども、この3回で不動産投資顧問業につきましては、今あるいろいろな制度の現状、そして米国の制度等の状況、そして今後のあるべき姿ということで、どういうサービスが求められるのか、あるいはどういう行為規範が求められるのかというようなことを押さえた上で、12月15日には年内ということで、第二次の中間整理という形で、この不動産投資顧問業のあり方についておまとめいただけたらと思っております。

私ども、金融庁とは連絡協議の体制を整えておりまして、頻繁に連絡をとっておりますけれども、この審議に合わせまして、いろいろ連絡・調整を行うとともに、この中間整理をいただきまして、来年の夏の金融商品取引法の施行に向けました必要な調整等も行ってまいりたいと思っております。

年が明けまして、第12回、第13回につきましては、先ほど申し上げました投資家支援サービスのあり方、データベースシステムのあり方を含めて、第13回は不動産管理ということでご議論いただきまして、4月、第14回部会では第二次答申ということを考えています。

以上が、今後の不動産部会の運営のあり方につきましての事務局の案でございます。

【平井部会長】 ありがとうございました。

1ページ、2ページに今後、議論すべき対象と、それからタイムスケジュールが出ておりますが、今ご説明のとおりでございますが、いかがでございましょうか。何かご意見等がございましたら、あるいはご質問がございましたら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、伊藤委員。

【伊藤委員】 伊藤でございます。ここで、不動産の投資顧問、あるいは信託絡みの議論をするに当たって、従来からある不動産特定共同事業法。これは昔につくられたもので、大変いい制度だと思うのですが、ただ古い時期につくられたものだと。こういった不動産投資顧問の議論をしていくに当たって、不動産特定共同事業法との整合性といいますか、場合によっては法律の一本化がいいのかどうかも含めまして、あるいは業務の分担の問題も含めて、不動産特定共同事業法がここの中に出てこないというのはどうかと思ひまして、そこが1点、ご意見を伺いたいところです。

それから、もう1点は、一番下の不動産管理のところに関係するのかもしれませんが、昨今、不動産のいろいろな瑕疵の問題で、投資マーケットのほうからいろいろと問題があるのではないかというようなことをよく言われるケースが新聞等で拝見しているのですが、現実の不動産というのはものすごくピカピカにきれいというものでもなくて、自動車で言えば、ハンドルに少し遊びがあるぐらいが現実の不動産なのかなと。

ところが、やっぱり昔のコーポレート・ファイナンスの時代と違って、アセットバック・ファイナンスの時代になって、SPCの中に入っているのが不動産そのものになってくると、どうしても不動産そのものに細かいところまで目が行ってしまう。そうすると、ここがダメ、あそこがダメというような感じになっていくということは、一番下の管理業というか、プロパティマネジメントの見直しに関係するの、あるいはさせない方法もあると思うのですが、アセットバック・ファイナンス時代における現場の不動産運営のあり方、つまりコーポレート・ファイナンス時代にあったルールをそのままアセットバック・ファイナンス時代でやっていくのか。つまり、法律の消防法や建築基準法の運用の仕方が

アセットバック・ファイナンス時代も同じでいいのかどうなのか、法律自体を変える話ではないかもしれませんが、運用の仕方の議論がほんとうは必要なんじゃないかなと最近思っております、これが4番目の議論に関係した部分かなと。

この2点、事務局のお考えとか、お聞かせいただければと思いました。

【平井部会長】 いかがでしょうか。

【松脇不動産業課長】 2点、ご質問をいただきました。第1点の不動産特定共同事業法の関係につきましては、7月の部会の際にもご議論いただきまして、第一次答申の中でもその不動産特定共同事業法の議論は触れておったわけなのですが、残された課題の抜粋したところには、これは記載されていないのですが、意識としましては、例えば(2)の「新たな信託制度を活用した不動産投資スキームの制度設計」とありますが、これは狭い意味の信託の新しい制度だけではなくて、不動産投資についての「新たな形態による不動産投資が柔軟かつ的確に行えるような投資スキームとは一体どのようなものなのか」という表現がここにもございますけれども、その中には、不動産特定共同事業法を持っている今の長所を生かすような形でどんなことが考えられるかということも当然、論点になろうかと考えております。

今の伊藤委員のご指摘は、(2)というよりも、不動産投資顧問業のことを考えると、不動産特定共同事業法との関係もあるじゃないかということで、おそらくそういうこともあろうかと思えます。これは第13回までの議論の中で、またいろいろご指摘とか、必要であれば、私ども、資料の用意等はさせていただきたいと思えますが、とりあえず、不動産特定共同事業法につきましては、文字としては出ておりませんが、問題意識として、この中には入っております、ご検討いただけたらと思っております。

それから、2番目の瑕疵等につきましては瑕疵の審査のあり方と申しますか、コーポレート・ファイナンスの時代の見方と、アセットバック・ファイナンスの時代のあり方についてというご指摘でございますけれども、伊藤委員がおっしゃったように、たしかこれは法令上の話というよりも、運用上の話も入っているような気がいたしまして、なかなか私どもも、特に国土交通省が持っている知識の中で、こういう論点でというのは難しいところもあろうかと思えます。ただ、ご指摘のように、(4)のところをご議論いただく中でも関係があらうかと思えます。

また、少しずれているかもしれませんが、それに関連したところでは、「不動産投資顧問業のあり方」をめぐる議論の中でも、例えば利益相反ということの考え方についても、不

動産の世界のあり方と、他の世界のあり方ということで似たような議論もあろうかと思えますので、今後の議論の中で、またご指摘いただけたらと思っております。

【平井部会長】 伊藤委員、よろしゅうございますか。

【伊藤委員】 はい。

【平井部会長】 ほかに、いかがでしょうか。よろしゅうございましょうか。特に、ご質問やご議論がなければ、大体このような議論の対象とスケジュールで進めさせていただきたいと思えますけれども、よろしいでしょう。

(「異議なし」の声あり)

【平井部会長】 ありがとうございます。それでは、この問題につきましては以上のように決定させていただきます。

それでは、今日の本題と申しますか、主たる議論でございますが、「不動産投資顧問業制度の充実に向けて」という議題について、先ほどの今後の議論の対象をお認めいただきましたので、議論に入りたいと思えます。この問題につきましては、事務局からご説明をいただきたいと思えます。どうぞ。

【松協不動産業課長】 それでは、続きまして、先ほどの資料の、その次の大きな「Ⅱ.」のところから説明させていただきたいと思えます。ちょっとページ数がありますが、なるべく簡略にポイントをご説明できたらと思っております。

まず、最初にお開きいただきますと、この不動産投資顧問業に関します第一次答申の抜粋がございます。下のほうがⅣの残された課題ということで、先ほどお示ししたのと同じであります。上のほうが本文のところ、Ⅲ、講ずべき施策、「6 年金基金等による長期安定的な不動産投資の促進」ということで、ここにありますように、「年金基金など多様な投資家の長期継続的な不動産運用（＝売買だけではなくて賃貸管理を一任する継続的な不動産取引関係）のニーズに対応できる法制度を整備すべきである」ということで、「不動産投資顧問業」の制度の充実について検討ということが答申の中で記されておりました。

次のページに参りまして、4 ページでございますが、現在の年金基金の不動産投資の状況でございます。ここにありますように、特に2005年度で見ますと、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式という伝統的な4資産による運用が全体の8割以上を占めてまして、不動産は0.8%ということで、1%にも満たないということでもあります。90年度から見ますと、4資産の内訳は変わっておりますけれども、不動産についての率ということではあまり変わっていないという状況でございます。

それから、5ページに参りまして、現在の年金基金の運用につきましての法制度であります。現行の厚生年金保険法の規定でございますが、ちょっと細かくなっておりますが、第百三十六条の三ということで、左側にちょっとオレンジ色の背景で、「外部運用」とありますけれども、要は外部に運用する場合にはこの3つということで、信託会社、生保または農業協同組合連合会、あるいは投資顧問業者ということになっております。

それから、「自家運用」ということで、年金基金が自分で運用する場合には、ここに掲げているような相手方との契約による証券等の売買ということで、特にそのうち、五号のイでは、「有価証券であって政令で定めるもの」となっております。その政令が6ページに参りまして、厚生年金基金令ということで、政令で定める有価証券は次のものということで、ここで証券取引法の規定を引用しまして、規定になっております。下に（参考）で、証券取引法の規定がありますが、要はここで、ちょっと青字になっておりますけれども、さまざまな「受益証券」とか、「REITの投資証券」とか、それから「特定目的信託の受益証券」とかがこの中に入っているということでございます。

7ページに参りまして、これが先ほどの5ページとまた同じように見えますが、これは要は金融商品取引法が施行された後の厚生年金保険法ということで、違っておりますのは、先ほどの3号の「投資顧問業者」という言葉が「金融商品取引業者」ということになっております。

8ページに参りまして、今まで条文を見ておりましたのを少しポンチ絵的にまとめたのがこれでございます。上の青いのが幾つか置いてありますけれども、左側の1)が自家運用の場合。右側の2)が外部運用です。自家運用の場合、一番左のIが直接運用する場合がありますけれども、下の表になりまして、運用対象資産で○がついているのが「J-REITの投資証券」。それから、「不動産投資信託の受益証券」、「特定目的信託の受益証券」が○です。要するに、この3つについてだけ自家運用が認められていて、他のもの、例えば実物不動産とか、不動産信託受益権とか、それから一番下のYKTKスキームの匿名組合出資持分等に対する自家運用は現在、厚生年金基金の対象としては認められていないということになります。

次に、IIの欄に参りまして、自家運用の場合でも信託会社に運用の指図をする場合がありますけれども、この場合についても運用対象資産の考え方は変わらないということになります。

その次に、IIIになりますが、外部運用をした場合に、信託会社に一任するということが

あると。この場合、信託会社は運用対象資産、不動産について考えられるすべての対象資産について運用することができるというわけであり、信託銀行は「みなし宅建業者」になっておりますので、実物の不動産の運用もできるということでございます。

それで、一番最後のⅣ、右側でございますが、ここが現在で言えば証券投資顧問業者、それから金融商品取引法が施行になれば、金融商品取引業者ということなんですけれども、ここを通して運用する場合、信託会社も管理ということでここに入る場合が多いということで信託会社が入っております。

これを見ますと、要は上から2番目のところで、※2がついているところなのですが、不動産の信託受益権が今は運用の対象ではありませんけれども、金融商品取引法によって信託受益権も投資顧問業者が扱うことができるようになりますので、これが○になるといったところがポイントかと思えます。

9ページに参りまして、今度は今のをさらに絵的にしているものでございますけれども、上の赤いところ、これは年金で委託者ということです。途中にある濃い青が、要は不動産の運用主体になる、投資法人であったり、信託会社であったり、実体的に不動産取引の法律的な、契約的な主体になるものとあります。図表下にありますように、J-REITとか、委託者指図型投資信託とか、委託者非指図型投資信託とありますけれども、いずれもこういう信託会社等の運用主体が行うわけなのですが、図表上のほうに戻りまして、薄い黄色をつけてありますのが、これが不動産投資の投資判断をする者、あるいは投資判断の助言をする者という位置づけです。左側から言うと、投資信託の委託業者であるとか、投信の委託業者、それから右側で言うと、証券投資顧問業者というのが、こういうような位置づけで不動産の投資についての判断、あるいは判断の助言を行っているというような関係になっているということでございます。

10ページに参りまして、これは少しスキームが変わりまして、金銭信託を活用した場合で、年金が金銭の信託を信託会社に対して行うもの。これに対し、指図を行うに際して、証券投資顧問業者、右側のほうから助言を得て、信託会社はその金銭の運用の一環として、不動産証券化商品等を扱う場合ということで、先ほどの自家運用の場合のⅡに当たるケースでこういうものが含まれるであろうということでもあります。

11ページに参りまして、先ほどのもので言いますと、右側の2つ、外部運用の場合についてですが、左側のⅢの場合ということで、信託会社に一任する場合。これは信託会社に金銭信託を行って、その運用をも任してしまう。そして、配当を得るという関係であり

ます。Ⅳの場合には、投資顧問業者への一任を活用するというで、こういう形で指図の判断を、指図権を年金委託者のほうから顧問業者に対して委任をいたしまして、委任を受けた、一任を受けた業者が指図をしていくという関係になっているわけでありませう。

12ページに参ります。この年金における不動産投資の運用手法の現状ということで、これはやや左右対称的に書いてありますが、要は上の委託者であります年金から、左のほうは証券投資顧問業を使うルートということで、現在、下のほうになっていますが、薄い青で有価証券がこれを扱えるわけなのですが、金融商品取引法の施行によりまして、これは拡大されて、不動産受益権まで扱えるようになる。

これに対しまして、右側は不動産投資顧問業という、後に詳しくご説明いたしますが、大臣告示によりまして登録制度を設けております。この総合投資顧問業を通るものでありますけれども、そうすると実物不動産の不動産取引ができるわけなんです、下のところに二重線で、「経済的同一性」と記載してありますけれども、左側の不動産受益権と右側の実物不動産とはその経済実質はほぼ同じということが言えようかと思ひます。

そうしますと、課題としましては、これに対する登録要件とか、行為規制等がバランスがとれているだろうか。経済実質が同等なものに対する規制としてはバランスがとれているということが大事かと思ひますけれども、その点が論点かなということでありませう。

業規制とか、両隅に書いてありますが、左上にあります業規制は証券投資顧問業法によりまして投資顧問業に対する業規制。認可基準があつて、忠実義務もあつてということでありませう。右側のほうですけれども、先ほど大臣告示による不動産投資顧問業と言ひましたが、これにつきましても信託業法の平成16年12月の改正によりまして、信託の受託者に指図をする権限を一任されているものには信託業法の行為規制がかかるようになりまして、もちろん業規制ではないですけれども、この行為規制がかかっているということでありませう。

それから、その下、登録制度ということで、今ある不動産投資顧問業の登録規程にはこのような登録基準、人的構成、宅建業免許、忠実義務等の規制がございます。左側に金融商品取引法で定めます投資顧問業の規制といたしましては、登録基準、忠実義務等、ここにご覧いただくような規程があるところがございます。

13ページに参ります。今度は、年金基金の現状ということで、日本の年金基金の事務局の体制はどんな体制かということですが、これは表をご覧いただいですぐわかりますように、日常の資産運用にかかる業務を担当する役職員が1名のものが58.5%。これはア

アンケート回答、1,074基金の回答の集計であります、2名のものが30.4%ということで、全体の約9割が1、2名という体制であります。したがって、年金の実際の運用は外部運用に委任されているというのが多いというのが下のアンケートの回答でございます。

14ページに参ります。今度はまたちょっと違った切り口でございますけれども、数ある企業の年金でございますけれども、資産規模はかなりバラつきがございます。これで見ますと、1兆円以上というものが0.3%ということでございますけれども、そこから規模の小さいものになりますと、500億円以下のものがかなり大きくなっております。そういうことで、図表上の黄色のバックで記載してありますのは、要は年金基金の不動産投資といっても、頭に置いておかなければいけない1つの要件は、大きい基金であれば単独の不動産投資ができると思いますけれども、小規模な年金基金もありますので、そういう場合には合同、あるいは共同しての投資といったケースも考えられるのではないかとということで、ここでこの資料を掲げさせていただいております。

15ページに参ります。年金基金のニーズの把握ということで、これは似たような資料を前回以前にもお見せしたことがあるかと思うのですが、これは不動産証券化協会が毎年行っておりますアンケート調査で、ここに掲げましたのは最新の、平成18年8月のアンケート調査であります。これを見ますと、やはり傾向としては今までとあまり変わっておりません、ここで言いますと、③ベンチマーク、不動産投資インデックスの整備、それから、①の市場規模の拡大。そして、⑦の受託者責任の明確化、あるいは⑤、⑥にありますような、一任できる運用会社とか、精通した運用者というようなことで、責任を持って不動産運用を行うことができる専門会社に一任できるような仕組み、あるいはそれに関連することについてのニーズというものが、年金側から多いということが引き続き平成17年以前からのアンケートとも同様に出ております。

次に、16ページに参りまして、今度はまた話題が変わりまして、今、不動産投資顧問業ということについて、国土交通省はどんなことをやっているかということなんでございます。大臣告示、これは平成12年で国土交通省になる前の建設省の告示によりまして、こういう不動産投資顧問業の登録規程というのを設けました。この規程は任意の登録申請を行った不動産投資顧問業を営む者について、審査基準を設けて一定水準以上の能力がある場合には登録をし、情報を開示すると。それから、一定のルールを投資家保護のために義務づけるといったものであります。

17ページに参ります。不動産投資顧問業登録規程は、2つのタイプ、類型が書かれておりまして、「一般」と「総合」であります。一般は、その下にありますように、助言のみを行うものでありまして、総合のほうは投資一任と助言を行うものということであります。それに応じまして、登録要件は、左のほうはざっと見ていただきますと、下線が引いてありますが、一応、人的要件としましては、不動産コンサルティング技能登録者・ビル経営管理士・不動産鑑定士・公認会計士・弁護士のいずれかの資格を有することというような人的要件を一般の場合、加えております。

右側に参りまして、総合の不動産投資顧問業については、1つは宅建業の免許。一般のほうは取っておりませんが、宅建業の免許を取っている。それから財産的要件、人的要件の中で過去の実績、経験といったことで、「少なくとも一般と同等の知識に加えて、数十億円以上の不動産に関する投資、取引又は管理に係る判断業務を2年以上従事したものの」という人的要件を設けております。

18ページに参りまして、この大臣告示がどのような経緯で策定されたかということでございます。上にありますように、策定の背景ということで、平成12年の当時ですけれども、「不動産投資についてさまざまな形態が考えられる」といったことで、この議論が行われておりまして、当時、政府の経済新生対策もまとめられました。その中に取り込まれたこともありまして、広く投資家の行う不動産投資について助言、あるいは一任を受けた判断を行うということについて、新たなルールづくりが必要であったということになります。

建設省では検討会を設けまして、平成10年に「不動産の集団投資スキーム等のあり方に関する調査」検討委員会を設置し、不動産投資顧問業の必要性、あり方について議論・検討がなされました。さらに、それを受けまして、平成11年11月に「不動産投資市場整備検討会」ということで、この中で不動産投資顧問業者の新しい仕組みについて、その基盤整備についての提言がなされました。その提言の抜粋がその下であります。

2行目の途中からありますけれども、「特に、年金基金等機関投資家の行う不動産投資の包括的権限を委任される投資一任業務の拡大を推進するためには」ということで、ちょっと飛びますけれども、ようやく平成11年9月に不動産特定共同事業法の一部の改正があって、さらに投資法人・投資信託による投資ファンドもこれから制度化されるということ踏まえて、現状では「法律により規制するのではなく、任意の登録制度により事業者の自主的な業務展開を支援し、広範な分野での業務の確立を目指す」ということが記されて

おります。

それで、これを受けて、建設省では平成12年9月1日に不動産投資顧問業の登録規程を告示、施行されたところでございます。

19ページは、先ほど触れました当時の経済新生対策の抜粋でございます。

20ページに参りまして、この不動産投資顧問業の実態でございますけれども、上が一般の登録を行った業者の実態ですが、一般の登録を受けた704業者のうち、実際に投資助言契約の実績を有する業者は195件ということで、27.7%に過ぎないのが実態であります。さらに、その契約も単発的な助言契約ということで、これは継続的な助言というよりも、下の囲いの中にありますけれども、「別途、不動産の売買業務とか代理・仲介業務の一環として助言を行うケースが多いことによるもの」と分析されますが、こういうような実態になっております。

次に、21ページに参りまして、総合不動産投資顧問業者でありますけれども、まず助言のほうの実績であります、これは信託銀行において数十件の助言契約の実績がございます。中身としましては、ここにありますような、新規の商業施設とかマンションへの助言、マンションの売却等についての助言、売却価格の妥当性の検証等があるようでございます。一任のほうの実績でございますが、これはJ-REITの中で、認可宅地建物取引業者の場合には、これはもちろんでございますけれども、投資法人との間で資産運用委託契約としての実績を持つということがあるわけでありまして。

22ページ。総合不動産投資顧問業の登録状況であります。現在、登録番号が16まで登録があったわけなのですが、ちょうど5年が経過しまして、最初の登録有効期間が満了になりまして、それをもって廃業した業者もあるということで、平成18年10月23日現在の総合不動産投資顧問業の登録業者数は8ということになっております。

これをどう考えるかということは、まだご議論いただきたいと思うんですけれども、先ほどの検討会とか、研究会を受けてできた制度なんですけれども、もう1つ、現状になってくるとREIT等のスキームもできてきて、この仕組みについてのメリットといいますか、市場の中の位置づけといったものについて、この結果から見ると、必ずしも評価されていないということもあるのかもしれない。そういうふう考えております。

23ページに参りまして、これは数字の経緯であります、一般の登録者は704、総合は8ということでございます。

24ページに参ります。これはまた新たな話になりまして、進んでいる米国におけます

不動産投資の実態につきまして、これは不動産証券化協会の協力をいただきまして調査したものでございます。

まず、米国におきます不動産投資でございますけれども、実物不動産投資がかなり多いということでもあります。43.9%ということで、多くなっております。下の表で、コミングルファンドというのは、コミングルということで混合とか、共同とか、一任型の私募ファンドのようなものと思われまいますが、これは20%強ということで、さらにREITは17%というような状況であります。

さらに、この回答者を右側、資産規模別に分けて、資産規模が250億ドルを超えているか超えていないかということで見た場合に、特色といたしましては、規模の大きいもののほうが、実物不動産投資のシェアが高くなっていると。いわゆる、コミングルファンドのものよりも高くなっていると。しかし、小さいグループのほうは実物不動産投資とコミングルファンドの割合が変わらないというような状況になっております。

先ほど、日本の年金の規模のところちょっと触れましたけれども、規模が大きければ単独で実物不動産についての判断もできるんでしょうけれども、規模の小さい年金の場合には、コミングルという形で共同して、私募ファンドに一任するということがあろうかと思えます。そういうような状況が考えられます。

その他に挙がっておりますのは、パートナーシップとか、ジョイントベンチャーということで、コミングルファンドとは異なりまして、無限責任を持つパートナーが入っているものということでもあります。

引き続き、米国の状況で、25ページでございます。25ページは私募不動産投資について、どういう戦略上に位置づけているのかということで、コアなのか、バリュアアップなのか、オポチュニスティックなのかということでもありますけれども、これを見ますと、70.4%ということでコアと位置づける、安定した投資先と位置づける運用戦略を年金の場合にとっている。ある意味では当たり前かもしれませんが、そういうことが見てとれます。それに加えまして規模のものが右側にあります。70%はコアでありますけれども、一定割合、オポチュニスティックの投資のものも12.2%ということで、これも先ほどから見ている年金の1つの特色として、ポートフォリオの分散を見るということで、ある程度、リスクが高くてもリターンが高いもの、オポチュニスティックの投資といったものも分散をとって、ある程度、比率を入れているということが言えようかと思えます。

先ほど、私、言いかけてとまってしまったのですが、資産規模別のものはこういう形で出ているのですが、若干、数字が違いますけれども、あんまり大きな差異は見られないかと思います。この辺はまたご指摘等をいただいて、場合によっては研究させていただきたいと思います。

26ページに参りまして、ここはアメリカの具体の投資顧問業者を並べたものであります。まず、アメリカの場合には不動産とその他の証券の投資顧問業で、登録とか、そういうものを分けてはいないそうでございます。ということは、基本的にはすべてができるわけですが、その投資顧問会社の中で、不動産についての運用実績のあるものを並べまして、そのうち不動産の実績が多いものを上から順番に並べたというのがこの表であります。

ちょうど真ん中あたりの行で、黄色のものが塗ってあるのがありますけれども、この黄色の意味は、その顧問会社が投資している全体の中で、不動産の専門度が50%を超えているものということであります。例えば、2番目のプレデンシャル・リアル・エステイト・インベストメントは100%ということで、不動産に特化しているということがあらわれているわけなんですけれども、この表でまず第1に言えることは、非常に黄色が多い。逆に言うと、不動産に投資する投資顧問業者としては、アメリカは市場の中、不動産について他のものとは異なった能力といたしますか、それを市場の中で評価されて、不動産の専門度が高い業者がここに出てきているということが言えようかと思えます。

とはいうもの、1位が違うもので、これを調べてみましたけれども、T I A A - C R E F、これは Teachers Insurance and Annuity Association と College Retirement Equities Fund という2つの組織が一緒になったものということで、要は大学の教職員の方の年金のものだそうでございます。ここは自分自身が年金としての性格を持っていることもあろうかと思えます。投資顧問を受けるということではなくて、自分自身の年金の運用ということかと思えますが、不動産の専門度は12.9%ということで、分散した投資を行っているということでもあります。

それから、3番目はJ Pモルガンアセットマネジメントであります。そういうこともありますが、全体的には不動産の専門度が高いと。この表には載っておりませんが、アメリカの投資顧問業者全体の順位を見ますと、T I A A - C R E Fとか14番のゼネラルモーターズ、全体的に大きいものが、証券も含めて投資顧問業の中でもかなり大きいですが、ほかの黄色が塗ってありますものは、投資顧問業者全体の序列の中では中程度のも

のでありまして、中規模のもので不動産に特化したものが不動産投資市場においては選好されているということが言えるのかなと思われまます。

27ページに参りまして、これが現在の米国年金基金の投資の業務フロー図ということでもあります。左側から、まずピンクのところでは年金の全体のポートフォリオのアロケーションを決めるということです。このときに、総合年金コンサルタントと呼ばれるような業態のコンサルタントが助言をいたしまして、その中で不動産投資についてのアロケーションが決まると、真ん中の囲いの中で、年金の不動産投資戦略ということで、ここで不動産専門の年金のコンサルタントが年金内部の不動産投資スタッフに推薦、助言を行う。この推薦、助言に基づきまして、右側で実際の外部の専門家、不動産投資顧問会社といった人が出てまいりまして、コンサルタントが選んだ不動産投資顧問会社が年金の運用の判断を委ねられて、実際に運用していく。こういうような流れになっているということでございます。

ということで、点線の赤で囲みましたように、個別の判断をする不動産投資顧問会社という分野と、左側のその顧問会社を推薦する不動産専門コンサルタントというような形の分業もアメリカの場合には進んでいるようでございます。以上がアメリカの状況でございます。

28ページからまた新たな切り口になります。金融商品取引業の制度的枠組みということで、来年から施行されます金融商品取引法の枠組みはどうなっているかということでございます。

まず、参入規制につきましては人的要件、財産的要件、それから兼業規制とあります。人的要件につきましては、ガイドライン等によって具体的要件を決めるということです。兼業規制につきましては、宅建業の兼業は禁じられてはいませんが、兼業する場合にはその旨を内閣総理大臣に届け出るということになっております。それから、行為規制につきましては、利益相反行為の禁止ということで、代表的な5類型がここに掲げられておりますけれども、そのような禁止行為があるとともに、運用報告書の交付義務ということが課されております。

29ページに参りまして、これは具体の条文であります。

30ページに参りまして、これもその続きであります。これは特に禁止行為、利益相反行為につきましては、四十二条の二でありますけれども、掲げてありますし、運用報告書の交付はその次、四十二条の七でございます。

31 ページに参ります。それでは、不動産の投資一任サービス業を考えた場合の利益相反行為をどういうふうに考えた方がいいのかということで、以下、類型に分けたものを次ページから10例ほど検討しております。その際の論点としまして、2点ほどここに掲げております。

1点目は、現在の大臣告示によります不動産投資顧問業登録規程では、不動産取引を「売買、交換又は賃借」のみを意味するというようになっておりまして、管理行為の利益相反行為は規定されておられません。しかし、不動産の場合には管理行為も含めた運用サービスでありますので、管理行為の利益相反行為というものも想定されるのではないかとというのが論点1であります。

論点2は、今度は逆に、必ずしも逆ではないかもしれませんが、証券の世界と比べますと、証券のほうは同一物が多数あって、日々、頻繁に取引されるというものであります。不動産の場合は、これも相対的比較の問題ではありますけれども、他に同一物がなく、日々、取引されるものではありませんので、そういった場合に証券の世界で確立している利益相反行為の類型を適用させるにはふさわしくない場合、できない場合もあるのではないかとという論点であります。

32 ページ以下が具体の例になりますけれども、これはいろんな例が考えられると思いますし、あるいはこういう例は頭の中では考えられても、実態上はあまりないよというようなこともあるかもしれません。ざっと説明してまいりますと、32 ページに掲げておりますのは、下に（事例）とありますけれども、そのうち賃貸の場合というところをご覧くださいますと、ここでは顧客が所有する不動産に対しまして、顧問業者が別途、賃借人の立場に入りまして、不当に安い賃料で賃借するようなケースが考えられないかということでもあります。赤字で（不動産固有の問題）と書いてありますが、売買の場合ですと、証券でも同じような類型が考えられるのですけれども、こういう賃貸のような場合は（不動産固有の問題）ではないかということで、赤字を、以下のページも同様の考え方でありますけれども、記しております。

管理・修繕の場合で言いますと、同じように投資顧問会社が別途、管理会社を兼業していた場合に、その管理の手数料を必要以上に取るというようなことがもしあるとすれば、これは利益相反になるのではないかとということでもあります。

33 ページに参りまして、これは投資顧問会社の利害関係者が何ら営業努力をすることなく、自動的に投資顧問会社の顧客の仲介に入るということで、そうしますと自動的に手

数料が入るといようなケースが（２）の想定例であります。

次に、３４ページに参りまして、３４ページで想定いたしましたのは、特に賃貸の場合で言いますと、テナントを入居させる場合に、管理会社自身もビルを持っていた場合に、顧客のビルよりも自分のビルに対しての紹介を優先する行為。そういうことが想定できるのではないかということであります。

それから、３５ページでありますけれども、これは投資顧問業者が今度は宅建業の仲介業務を兼業していた場合に、仲介手数料の利益を追求するように、テナントの入れ替えを必要以上に繰り返して行って、手数料を稼ぐ、手数料を取るといったようなケースが考えられるのではないかということであります。

３６ページに参りまして、これは同じく投資顧問業者が別途仲介の業務を兼ねていた場合でございますけれども、自己が仲介する案件を別の不動産仲介者が行うものよりも正当な根拠なく優先する場合。そういう場合を想定してはどうかということであります。

３７ページに参りまして、これは複数の顧客がいる場合に、例えば顧客のＡさんのテナントをもう一方の顧客であるＢさんのテナントに、正当な理由なく移転させるような行為、これが想定されるのではないかということであります。

次に、３８ページに参りまして、これは一方の顧客の資産で取得した不動産の価値を高めるために、別の顧客にそれに隣接する、例えば隣接地を取得させまして、それによって最初の顧客の不動産の価値を高める。その場合に、その意図をもう一方の顧客に説明しないというような場合があるのではないかと。これは売買が絡みますので、不動産固有というよりも、証券の世界でもこの種の利益相反は想定されるということはあるでしょうということであって、その赤い字の「不動産固有」ということはここには記載されておられません。

次に、３９ページの⑧番目。これは、要は顧客の了解なくテナント側の代理人になるというようなケースであります。

４０ページに参りまして、これは自己が保有する不動産と一体と見なされるようなもう一方の不動産を説明せずに、顧客資産で取得するようなケースであります。それによって、一体処分で高値の売却が可能になるということで、自己の利益を得ようとするようなケースと。

４１ページに参りまして、これは最後の⑩番目でありますけれども、市場価格より不当に高い価格で物件を買い取って、顧客の利益を害することになる行為というようなケース

を考慮しております。

42ページは、以上のものを現在あります不動産投資顧問業登録規程の条文のうち、最も近い、関係のあるものはここかというようなことを○ということを示したものであります。

以上、資料の説明でありますけれども、別紙といたしましてディスカッション用のメモがありますので、これも引き続きご説明させていただきたいと思っております。

今日、これから自由にご議論していただきたいと思っておりますが、その中で例えば、論点1は現在、年金は、一任できる相手のうち、特に実物不動産までできる相手としては信託会社、実態的には信託銀行に限られている。一方で、金融商品取引法が施行されますと、金融商品取引業者が、実物はできませんけれども、かなり広範囲に、受益権も含めた不動産関連投資が、一任投資が可能になります。そういう状況であるということと、それから既存の制度、スキームでありますけれども、既存の投資信託のスキームを活用することによって、実物不動産への実質的な一任投資が可能であるというような事実関係を踏まえまして、実物不動産と不動産関連資産の両方にまたがる投資一任サービスの法制度というものについて、年金の立場から見た場合に、どのように考えるべきかというのが論点の第1点でございます。

論点2につきましては、先ほどご説明しましたように、米国の場合には不動産の投資顧問の実績の多い事業者は一般的にその專業度合いが高いということが言えると思っております。そこから読み取れることの1つとしましては、有価証券の投資顧問とは異なる能力を市場を通してサービスの利用者側が評価した結果と考えられるのではないかと思います。そういうような実態を踏まえると、今後、年金による本格的な不動産投資を促進するためには、不動産の投資顧問業者について、その専門的な能力を担保する仕組みが必要ではないかと。そのために、不動産投資顧問業登録制度というのを活用することも考えられるのではないかとというのが論点の2番目でございます。

論点3は、実物とか信託受益権の投資一任業務については、単に売買だけではなく、賃貸とか、管理とか、不動産の運用業務全般が行われます。ということが1点と、それから逆に不動産は有価証券と異なり、他に同一物がなく、日々、頻繁に市場で取引されるものではないので、有価証券の場合にある行為規範、利益相反の禁止などが一律、それと同じものではなく、異なる行為規範が求められるのではないかと。仮に、異なるとした場合には、具体的にどのように異なるのかといった論点があろうかということで、一応、ディス

カッションの参考としましてこのメモを用意させていただきました。

資料の説明は以上であります。

【平井部会長】 はい、ありがとうございます。最初のスケジュールでご承認いただきましたように、不動産投資顧問業につきましては次回も議論を予定しております。特に、今日はそういう意味で最初ですから、自由に、フリーディスカッションという形式をとりたいと思いますので、今の事務局の説明に対するご質問、それからご意見、いずれも結構でございますので、ご自由にご発言をいただきたいと思います。なお、ディスカッション用のメモ、今ご紹介いただきましたが、これに即してご意見を述べていただくのも結構でございますし、もちろん、これにとらわれずにご自由にご意見を述べていただくということでも結構でございます。

どうぞ、よろしく願いをいたします。

はい、どうぞ、田村委員。

【田村委員】 今、ご説明いただいた各種金融商品取引法も含めた制度というものが、大変複雑になっているなというのが正直な印象でございます。一通りのご説明をいただきましたが、正直言って、よくわからないというところが多々ございます。それはおそらく実物不動産に関する制度と、それから信託受益権に関する制度が2つ並行してあるというところに非常に日本的な、歴史的な経緯があるので、それを前提としてやむを得ないところもあるのですけれども。

例えば今、ご説明をお聞きした中で感じましたのは、金融商品取引法が施行される来年夏以降は金融商品取引業者としての投資運用業者が一任を受ければ、信託受益権に対する投資ができる。片や、今、不動産投資顧問業という実物不動産に関する制度においては、そういうことにはなっていない。これはどうも登録の数を見ているとどんどん減っているようです。

1つには、これは規程ということで、強制ではありませんので、あくまでも任意という理解が一般的にはなされている関係もあって、そうであれば持っていてあまり意味がないということになるわけでしょうから。例えば、年金の運用の中で不動産投資顧問業としてきちんと登録をされて、一定の法的な裏づけがある業者が実物不動産に対して投資ができるということであれば、またそれは全く今までと違う機能を発揮できるのではないのかと思いました。

それから、今の話は主として一任ということでございますので、投資運用という側面で

ございますけれども、片や助言葉というのがあると思うのですが、助言という類型と運用という類型をどういうふうにして分けていくのかという議論もぜひお願いしたいと思っております。

と申しますのも、不動産の流動化という形態はどうしても倒産隔離ということで、特別目的会社を使わざるを得ないというところがございます。特別目的会社というのは、判断権がないと。ここにいらっしゃる杉本先生なんかが取締役でたくさんやっていたらっしゃるSPCというのは、よく言われるのは杉本先生が投資判断をしているわけではないと。それは確かに実態的にはまさにそのとおりなのですが、そういった特別目的会社から助言契約という形でアセットマネジメント契約を締結しているアセットマネジャーというのは、実は一見するとSPCに判断権がないものですから、アセットマネジャーが判断をしているように見えるんですが、実態はそうではないところもございます。

アセットマネジャーが自分で好きに、勝手に投資をしている、判断をしているわけでは毛頭ないわけですが、どうも見え方としてそういうふうに見られがちのところも、最近、特に金融商品取引法の施行を踏まえて議論が出ているところでございますので、不動産投資顧問業という中でも投資助言と運用との区別、特に顧客、つまり相手方がSPCである場合、そういった整理もぜひお願いをしたいと思います。

それから、最後にもう1点だけ。ちょっと細かい話で恐縮なのですが、先ほど、8ページの表で厚生年金基金の自家運用の場合には、信託会社を使うと実物不動産の運用が×になっているのですが、これは例えば9ページの表、図柄で見ますと、投資信託委託業者を使った信託会社を通じた場合には、これは自家運用の場合だと思いますけれども、実物不動産の取引もできるように見えるのですが。そうすると、8ページの2番の表の×というのは○なのかどうなのかというのがちょっと知りたいと思ひまして。細かい話で恐縮ですが、以上でございます。

【平井部会長】 ありがとうございます。事務局のほうから何かお答えがありましたら。

【松脇不動産課長】 大きくは3点お話がありまして、最初の実物と信託受益権をめぐる議論というのは、確かに法律的な仕組みも違いますので、なかなか法律的な枠組みの中で一本化するというのは一遍にはなかなか難しいところもあろうかと思ひます。ただ、田村委員が先ほどの検討会の座長でおまとめになった登録規程の持っている任意性の良さというのはもちろんあるわけございまして、その任意性の良さを生かして、お話があっ

たように、今の制度は実物の不動産についての投資顧問業の能力のあり方とか行為規制な
んですけれども、今、信託受益権の話も今年の春の金融商品取引法の改正のときの整備法
で、宅建業法も改正されました経緯も踏まえたと、信託受益権の扱いも含めまして、不
動産の投資顧問業としての能力のあり方とか、そういう意味の、任意ではありますけれど
も、登録規程のあり方というのはあるのかなど。それが年金も含めました市場の中で、認
められるような形について検討していくことができないだろうかというのが、有体に言い
ますと、今後の不動産部会につきまして、事務局としてご検討をお願いしたのは、ま
さにその点でございます。

それから、2点の助言と一任の区別の話は、特に最近、証券の世界でもいろいろ事件も
起きまして、また金融庁のほうでもいろいろ議論をされているということも、我々として
も承知しております。ただ、不動産の投資の実態としましては、助言か一任かと言いま
すが、さらに言えば、今のY K T K等のスキームは投資家の実際の希望を聞きながら、そ
ういう意味ではオーダーメイド的にといいますか、その判断がなされていっているとい
うようなこともあるかと思えます。さまざまな条件を考える中で、今の仕組みが考えられ
てきたことかと思えますけれども、これにつきましては業界の中でも証券化協会を通し
ましていろんな意見を聞いておりますが、金融庁ともいろんな形で連携を図りながら、考
えていきたいと思っております。

【佐竹室長】 最後の点ですが、8ページと9ページの関係がわかりにくくて、大変恐
縮でございます。9ページのほうで書いております真ん中の赤い字、委託者指図型、ある
いは委託者非指図型。これは8ページのほうで申し上げますと、例えば委託者指図型のほ
うはⅡの上から4段目の、不動産投資信託の受益証券を使って、それは間接的に実物不
動産の運用が可能になるという例で記述いたしておりますもので、直接にはやはり実物不
動産は×でございます。9ページの図は間接的に実物不動産の運用も可能になるというこ
とを、自家運用の場合でお示しをいたしましたものでございます。

【田村委員】 そうなると、本当につまらない話ですが、外部運用する場合には厚生年
金基金が直接に実物不動産の運用ができると理解してもよろしいのでしょうか。8ペー
ジの図で、あまりこだわらざるつもりはないのですが、8ページの図でⅢがありますね。これは
厚生年金基金が信託会社に一任をすると。実物不動産が○になっているのは、これは信託
会社を通じて、信託会社が不動産の保有主体になるという意味でしょうか。

【佐々木課長補佐】 今のお話は、厚生年金基金法の世界で一任の場合には事業者を、

もともと厚生年金法の中で特定しておりまして、一任する場合には事業者を一任している。対象資産については限定されていないものですから、一任の場合には信託会社でございますとか、証券投資顧問業者という形になります。従いまして、信託会社であれば、これは不動産もそのまま使えると。

一方で、自家運用の場合には、安全性のある資産を買うということでございますので、基本的にはREITの証券ですとか、ここで書いておりますように、不動産投資信託の受益証券を買うという形で、結果的にはその先にある委託者が実物不動産の取引をしているということを整理したものでございます。

【田村委員】 ありがとうございます。わかりました。

【平井部会長】 はい、どうぞ。岩沙委員。

【岩沙委員】 前に参加させていただいたこの部会でも、今後の不動産の投資市場が健全に発展していくためには、年金の長期安定資金の市場流入をアセットクラスで導入していくことが必要だということを指摘したのですが、今回、それを受けた形で検討が進められていることについて、大変うれしく思います。

先ほどご説明もありましたように、不動産証券化協会の調査でも、年金は、受託者責任にのっとって不動産投資運用の専門の一任業者を必要としていることがたびたび指摘されておりますが、現行制度下では信託銀行だけがこれを担えているということで、この業務を信託銀行以外に範囲を広げる方向で、制度創出を検討していくということについては大賛成でございます。

金融商品取引法施行後は、信託受益権にすれば、種々の投資運用業者が実質的に不動産の一任運用を行うことが可能となるということですが、投資家保護の観点ということから見ますと、当該投資運用業者には不動産運用に関する能力をやはりしっかり求めるべきではないかと、これは全く同感でございます。したがって、たとえば、当該投資運用業者に不動産投資顧問業登録を促し、国土交通省共管で不動産の実物周りの運用管理の適正化を図りつつ、金融商品取引法の枠組みですね、今回設けられました枠組みの中での投資家保護や、市場の健全性を担保していくといった考え方が妥当ではないかと思えます。

先ほどのアセットマネジメントのあり方について、現在、プライベートファンドなどは助言の業務の資格で実質的に運営できている状況ですが、今度の金融商品取引法の改正では、投資運用業の資格を取らないとできない可能性もあるということで、そうなれば、今のままでは一任を受けられないということになりますので、そういった金融商品取引法の

枠組みとのすり合わせという意味においても、ここはしっかり投資家保護や、市場の健全性を担保していくということが必要だろうと思います。

ただし、同じ運用と言っても、有価証券の運用と広い意味で不動産の運用というのは、業務の性質に異なる点があります。金融商品としての規制と、不動産としての規制と、過度な二重規制とならないよう十分検討していかなければならないのではないかと思います。また、不動産ということでは、例えば商業施設だとか、倉庫だとか、ホテルだとか、こういうのはいわゆる単純なビルの売買とは違う部分もございます。そのようなことも含めまして、この辺のところは十分検討して、実効性のある制度にしていく必要があるかと思っております。

特に、利益相反行為に対する措置について、画一的な規制や規定の拡大解釈などで現場の混乱を招くということだけは避けてほしいなと思っております。不動産証券化協会を通じて継続的に業界としての意見交換も積極的に応じていきたいと思っておりますので、業務の実態や市場特性を具体的に踏まえたアウトプットをしていく必要があるのではないかと思います。

最後に、もう1点だけですけども、本件に限らず、種々の検討を行うに当たっては、市場の実態を踏まえて、実効性のある制度にしていく必要があると思っております。そういう意味では、投資家、これは年金だけではないのですが、機関投資家を含めて、プロ・アマといった投資家の属性に応じた減り張りのある規制ということが、そういう視点がやはり今回の検討においても重要だろうと思っております。リスクを自分で判断できるプロ間の取引については形式的な規制や過度の行為規制によって市場の活性化が阻害されるということがないように、この辺はひとつ金融庁とも、逆に十分協議を行っていただきたいと思っております。このようなことを短い期間の中ですが、しっかり議論していく必要があるかと思っております。以上です。

【平井部会長】 ありがとうございます。ほかに、どうぞ。岩原委員。

【岩原委員】 本日、取り上げられた議題の中で、先ほどご紹介いただきました、私がかつて「不動産の集団的投資スキームのあり方に関する検討会」の座長として検討したことが、なお課題として今日も残っているという感想を持っています。あのときに、「このような不動産投資顧問業を法制でもってルールを整備すべきか」ということが問題になって、最終的にはあのときには任意登録という制度にすることにしたわけです。

ところが、本日の資料を見ますと、特に総合のほうですね。実物の管理まで、投資一任まで行う総合のほうで、登録数がむしろ減ってきていると。まず、その意味ですね。先ほ

ど、田村委員、ご指摘のように、登録制度で登録してみてもあまりそれが業務の上で大きい意味を持たないので、実際上は一任的なことをやっているかもしれないけれども、それを登録を受けないでやっているという問題なのか、それともそもそもそういう投資一任的な実物を含めた投資一任的な業務がそれほど、現時点でもなお行われていないという問題なのか。まず、その実態を伺いたいのが第1点。

第2点といてしまして、今の大臣告示に基づく任意登録度がどれだけ機能しているかということ伺いたと思います。利益相反の問題、ただいまご指摘もございましたけれども、42ページを見ますと、利益相反の問題の中で、登録でもってカバーされている問題というのは非常に限られているということです。要するに、何か問題が起きたら登録を取り消されるというだけのことだと思いますので、こういった利益相反等の問題について、現在の登録の制度でどれだけ対応できているのかという点に若干懸念を持ってしまして、その点を伺いたと思います。

本日の論点の3にございますように、私は利益相反の問題というのは重要な問題であります。また一方で有価証券の場合と違う問題があることも確かだと思っております。法制化するにしても、別に金融商品取引法並びに直ちにすべきだということになるわけではないし、むしろそうではない工夫が必要ではないかと思っております。この点で、合理的なルールをつくり、不必要な規制はしない。しかし、一方で問題が起きるような利益相反に対して有効なチェックがなされるようなルールをつくる必要だと思っております。

そういう観点からすると、総合の場合は宅建業の資格が必要な問題と直結していますので、宅建業法上のルールの見直しとあわせて、その点での法制の整備の必要があるかないか、それをもう一度、改めて検討していただけたらありがたいというように思っています。そうでないと、将来に向かって安心して実物を含めた不動産投資一任サービスの利用が広がるかどうかという点に、ちょっと懸念を持っております。アメリカのように広がっていくためには、安心して利用できるような制度的仕組みを考える必要があつて、その際には宅建業を含めた検討を、できればお願いしたいと思っております。以上です。

【平井部会長】 ありがとうございます。今の質問の第1点は、私も大いに聞きたいところでありまして、「投資顧問業の充実について」というタイトルが出ているが、この表だけから見ますと、どんどん廃業しているという感じを受けないわけではないものですから、その原因はいかなるところにあるかということも、ぜひとも伺いたい点だと思っておりますので、ひとつそれもあわせてよろしく願いいたします。

【松脇不動産業課長】 第1点の現状については、私は現状の総合を受けていることによるメリットがはっきりしないということなのだろうと思っております。岩原先生のお言葉で言えば、投資一任というのは実態がないわけじゃなくて、あるのだけれども、例えばREITであれば、宅建業法の一任代理の認可をとれば、それはそれで行くわけなので、大臣登録ができた時代は、まだほかの制度が整備される前でしたので、この規程ができたわけなのですが、言ってみれば、その後、ほかの制度がどんどん進んできていますので、そういった中では現状の総合の不動産投資顧問業の登録の仕組みについて、メリットというものがはっきりしないという受けとめ方があるのだろうと、行政側としても率直にそうしております。ただ、それは逆に言って、こういう任意登録の仕組みで不動産投資顧問業の資格とか、行為規制について何か決めることが意味がないということとは全く違って、むしろこれから年金基金を、あるいは年金基金をはじめとする安定的な投資を受けとめるためには、それは必要になってくるのだろうと思っております。

今の、岩原先生のお話を聞いていて、利益相反なんかあっても登録が取り消されるだけじゃないかということになりやしないかということなのですが、そういった点で言うと、1つはこの利益相反行為の中身について、もう少し実態をきちっと詰めて、不動産に固有なものというのはどこまであるのだろうかというようなことを詰めるということ。

それから、例えば今の大臣告示上は登録が取り消された場合には公告なのですが、業務改善の勧告制度もあるのですが、勧告は特にそういうのはありません。例えば、業務改善の勧告を行った場合には、インターネット等で公表して、市場の監視を効かせるとか、そういったような取り組みも場合によっては必要になるのかなということを感じております。

それから、最後の利益相反について本当に詰めていくなれば、宅建業法上のルールの見直しにもつながっていく話だということは、大変重くて、すぐ私もここで受け切れないところがあります。確かに、宅建業法の中でも、非常に核になる部分でも、例えば重要事項説明の制度のあり方とか、あるいは対象となるものが今、宅建業はご案内のとおり、取引ということで、売買とか貸借ですけれども、この場合、大きな管理についてのあり方というのもあるかと思えます。これらについても論点はあると思いますが、ただちに宅建業法を改正して、それもというつもりは私もなかなか言い切れないところがありますけれども、不動産業行政としては法律でなくても、何らかの形で対応していく。そういう全体像の中で、ご指摘のように、この議論も位置づけられていけないのかなと思って

おります。よろしいでしょうか。

【平井部会長】 よろしいですか、岩原委員。それでは、どうぞ、渋谷委員。

【渋谷委員】 まず1つは、今の不動産投資顧問業登録の活用ということでございますが、私ども、そちらのほうに従事している立場なのですが。やはり、今、おっしゃられたとおり、不動産投資顧問業の登録制度というのは、業務上の必要性ということで言うと、残念ながらやや実質的には見出しにくいと。その部分は証券投資顧問業での業務展開となっているのですが、その中で言うと、現物よりもむしろ見なし有価証券の取り扱いの世界になっているというのが一番の原因かと思えます。

そういう中で、例えば証券会社についてなんですけれども、証券会社には逆に今度、宅建主任者というのは当然、あまりおられないわけですね。だからといって、証券会社が組成した不動産ファンドの商品上の問題があったということは、聞こえてきているわけではない。もちろん、ARE Sの不動産証券化マスターのような資格は、不動産ファンドの運用者が持つべき資格としては非常にわかりやすいのですが、だからといって何らかの個人資格をバックとして、不動産投資顧問業登録を制度として証券投資顧問業と並列して処理することがファンド運営の前提というふうにまですますと、やはり二重規制の懸念が強くなるのではないかと思います。

それから、もう1つは行為規範。証券投資の一任での行為規範の利益相反のところなのですが、今、ここに記載されているように、大変、利益相反の禁止について類型化されているのですけれども、不動産についてはやはり同一物がなくて、ある意味では極めてまさにケースバイケースで判断されるということがありますので、一般的に利益相反行為をあまり過度に類型化するということになりますと、かえって危険性があるのではないかと。例えば、テナントの所有する物件とファンドの所有する物件への入れ替えについても、故意にやっているのか、テナントの意向に沿って結果的にいっているのかとか、そういうケースもあるような感じがします。

それから、もう1つ、別の論点で一任サービス型の不動産投資顧問業の制度設計ということで、年金の投資のところでございますけれども、年金基金等の長期安定的資金による不動産投資促進のために、不動産投資顧問業のあり方に関して、今、一任か助言かという議論が金融商品取引法の中でもなされているわけですね。ただ、果たして年金の不動産投資が一任になるということによって投資が増えるのかという問題については、信託の立場で言うと、その前に2点ほど考えなければいけない問題があると思っております。

1つは、先ほどの資料にもございましたように、基金の規模が比較的小さい。また、日本の場合はいわゆるオルタナティブの投資ということの中での不動産リスク商品の投資という位置づけでございまして、ある意味では規模がまとまりにくいということが1つのネックになっているということが1つございます。そこで、共同運用とか、合同運用というのが検討されるということになると思います。

それから、もう1つは投資家保護の観点、基金のサイドへの、いわゆる受託者の立場で投資保護の観点から言いますと、やはり受託者の姿勢の問題を評価する。いわゆる、ファンドの評価者の存在が重要ではないかと。例えば、私どもの年金の運用でいきますと、いわゆる不動産ファンドでもモジュール戦略ということですが。モジュール戦略というのは、例えば不動産の運用商品ごとに運用ニーズに沿ったベストの商品をポートフォリオで、これは自社の製造商品だけじゃなくて、他社のものも組み入れて、ベストのものを入れていくというようなことをするわけでございます。そういうようなものを行っている、いわゆるファンドの評価者。現実には、住信基礎研究所が行っているのですけれども、そういう評価者をきちっとした体系づけるということもひとつ重要なのかなと思っております。

以上でございます。

【平井部会長】 ありがとうございます。さっきの登録制度の件、私も今の、事務局側とのお二人のお話をいろいろお伺いしまして、よくわかりました。問題は資格云々にあるのではなくて、要するに市場で活動できるような環境をつくるのが大事であって、そちらが成熟した上で、資格の問題は自ずからそういう過程で解決すると言いますか、そういう資格を取ることが有利であれば、ますますそういう人が参入してくるでしょうし、市場そのものに魅力がなければ、そういう資格以外のもので活動すると。そういうふうに理解をしてよろしいのではないかと。そのような理解でよろしければ、私もよくわかりましたので、ありがとうございます。

ほかに、どうぞ。伊藤委員、どうぞ。

【伊藤委員】 その資格に関してですが、例えばこの事例で示していただいている中で、40ページにある取引事例ですけれども、これはどちらかというと、私も昔、投資顧問業の登録制度の作成にかかわった立場から言いますと、これは利益相反というよりはスキュルピングに関係しているものだと思います。つまり、例えば利害関係人があるものを半分保有していて、残りの売却話が出たときに、投資顧問のお客さんを使って買う。それによって、1棟の建物になることで一体で売却する。そうすると、これは利益相反ではな

くて、最初の方も後からのお客さんも両方とも儲かるということになるわけですね。つまり、これはスキュルピングだと思うのです。

スキュルピングの問題というのは、利益相反と違って、非常に判明しにくい。不動産の場合は、例えば共同投資ということが日常、よく行われているわけですし、やっぱり専門家と一緒に投資することで安心感が得られる。ところが、このスキュルピング行為というのは結果的には共同投資とスキーム的には非常によく似た形になって、出ている現実を見ただけではスキュルピングが起こっているのか、共同投資、あるいはセムボート方式をやっているのかが多分判別できない。ということは、何をしなければいけないかという、この行為をしたときの、どういう意図で行ったかということ調べないと判明しないという、これが利益相反と違って非常に難しい部分だと思います。

とすると、登録制度という、昔つくったときにも議論があったわけなのですが、登録制度でこのスキュルピングのチェックができるかどうかということがあるのではないかと思うのです。つまり、意図まで解明できるかと。これがもし登録制度ではなくて、法律ですと、内部に監査か何かが入って、書類を見て、それでその書類の中でその意図が解明されるというプロセスを経るのかもしれないのですが、そうではない登録制度、あんまり強制力がない登録制度の場合、何となく意図解明がやりにくいのではないかなというような気もしております、そういう意味で不動産投資顧問の一層の発展を考えた場合、あるいは投資家からの信頼を得ようと考えた場合、一層の詳細な部分まで含めた法制化がいいかどうか、私もちょっとわからないのですけれども、レベルアップが図られないといけないのではないかなと1点、思っております。

それから、あと1点だけですけれども。岩沙委員の補足になるのですが、先ほど商業施設とか、倉庫とかいろいろとおっしゃってございました。我々、投資で想定すると、いつもビルをイメージしがちと思うんですね。ビルの場合は、家賃の収入のうち、経費が2割ぐらいで利益が8割ぐらいあるかもしれませんが、例えばゴルフ場のような不動産になると、経費のほうが8割で、利益が2割ぐらいとかというふうになるんですね。そうすると、経費をちょっと動かすだけで、利益がぐっと大きく動くということで、事業性が非常に高いか、物性が非常に高いかというので、不動産の種類によって随分、違いがあるのだらうと思うのです。

そうすると、事業性が高いものであればあるほど、専門業者の判断というのが非常に必要で、金融的な観点からだけ見て、利回りが幾らであるかだけを見ていたのでは、判断の

誤りがあるのではないかと。商業施設も複数のテナントがたくさん入って、売上歩合で運営されているような商業施設なんかになりますと、やっぱり事業性のほうが物性よりもずっと前面に出てくるというような面があるかと思いますが、やっぱり事業性が判断できる不動産専門の顧問制度というものの断固たる確立というのが必要なんじゃないかなと思っております。 以上です。

【平井部会長】 ありがとうございます。はい、どうぞ。金本委員。

【金本委員】 ちょっと頭の整理がうまくできていないのですが。利益相反があるというのは、あるいは防ぎたいというのは多分、委託者側の意図なのだろうと思いますが、それが法制度でできるかというところの検討がまだ何もないのかなという気がいたします。例を見ていきますと、微妙な問題が多くて、これを法制度で役所がチェックしてできるかというのははなはだ疑問です。基本的に、マーケットで委託者側が選ぶときに、この人はそういう利益相反がないという仕組みをつくっているかどうかといったことを考慮して、選んでいくのかなという気がいたします。

極端なことを言うと、不動産については宅建業を持っていなければいけないという、宅建業の業務をやっている人たち、それはほとんど利益相反になるようなことをやっている人たちですよね。だから、利益相反を本当に考えるならば、そうじゃない人にやらせたほうが良いというふうなことにもなりかねないわけで、この辺の考え方はもう少しきちんと整理をする必要があるのかなと。

その関係で、アメリカの投資顧問について不動産を専門でやっている人は非常にシェアが大きいということですが、ただそこで特別の制度があるわけではないと。マーケットに任せていけばそうなるということなのかなと思います。アメリカの制度で、利益相反の問題がどういうふうに具体的に取り扱われているか。不動産に関して特段に他のものと違うことをしているのか。あるいは、マーケットベースで委託者側が選ぶということで機能しているのか。こういったことの検討が必要かなという気がいたします。法制度にかかわることについては、もう一段、分析を深める必要があるな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。はい、どうぞ。

【石澤委員】 繰り返しの部分が多いのですが、2点ほど。まず、論点の1に関するところですが、年金の運用に関して、資料の8ページを拝見しますと、例えば特定目的会社の優先出資証券は自家運用の場合、認められていませんが、REITの投資証券は一応、認められている。これなどは、商品の特性もあると思いますけれども、実際のそれぞれの

商品が負担しているリスクの度合いと運用の実績に影響されている部分がかなり大きいという気がいたします。

仮に、そうだといたしますと、例えば今、REITの制度が始まって5年目ということで、いろいろな制度の改正が見込まれていますけれども、その中で開発リスク等のある程度とるとか、あるいは海外不動産への投資を認めて市場の拡大を図るなど、かなり制度面での改正が行われる見込みですから、その中でこれまでの運用の実績、あるいはリスク負担も従来の考え方とは違った状況になってくる可能性もあると考えられます。

そうなりますと、例えば今の段階では、年金運用で一応認められているものが将来的には後退するような可能性もあり得ますから、そういった点で市場の拡大と、その中でリスク負担の度合いとのバランスも考えていく必要があると思います。これが1点目でございます。

それから、2点目でございますけれども、私自身の認識不足があったらお許しいただきたいのですが、海外では利益相反の問題が随分厳しいと思いますけれども、特にアメリカなどの場合ですと、訴訟対策的な意味合いもかなり強いと考えておまして、それに対して日本の場合は、利益相反の問題は、より実質的な形で判断される場合が多いと考えております。

例えば、REITなどの場合、あえて悪い言い方をすれば利益相反の固まりのようところがございまして、物件の売買についてもそれを投資家が事前にチェックすることはできず、事後承認的なところがございまして、それから実際のところ、私募ファンド、あるいはスポンサー企業から購入した物件でほとんどポートフォリオが構成されていますし、テナントも大体、スポンサー企業の関連会社が入っている場合が多い。

そういった面で、不動産関連の投資には、利益相反の問題はおそらく制度的に、あるいは商品の特性的に排除することができない、つきものだという気がいたします。現在の、REITの制度では、そういった問題点があることを認識しながら、結果的には市場の判断に任せているのが実態なのではないかと思えます。

このような点で、ある程度、四角四面に切ってしまうよりは、市場の判断に任せるところは任せてしまう。それから、市場の判断が及ばないところは、先ほどご指摘にもありましたとおり、それに関する関連業界といたしますか、コンサルタント業務などを充実させることによって対処していく。そのような市場の判断に任せられるものと、そうではないものについて、それを補佐的に、助言なり、あるいは判断を与えるという形で対応したほう

がより実質的なのではないかと考えております。以上です。

【金本委員】 簡単な点なのですが、私もそんなに詳しく調べているわけではないのですが、アメリカを見ていますと、一律に利益相反禁止ということではなくて、利益相反が起りそうなものについてはマーケットベースで解決策がいろいろあると。例えば、オリジネーターが自分のところの関連会社ですと、オリジネーターはそのリスクをマーケットが見ることをわかっていますから、その場合には自分でエクイティ投資をREITに対してすると。それで、REITに損をさせれば自分も損をするといったたぐいのメカニズムが使われているようでありまして、そういうタイプのものに関してはほかと比べるとREITの、利益率が高いとか等々といったふうなことがあるようです。

拝見していますと、非常に微妙な問題がたくさんあるマーケットで、これを規制ベースで全部解決するというのは無理かなと。マーケットでいろんな工夫をしていただくということが重要なという気がいたします。

【平井部会長】 ほかにどうぞ。櫻川委員。

【櫻川委員】 ちょっと基本的なことで教えていただきたいのですが、4ページに書いてありますが、年金基金のことで、全体の中で不動産のシェアが非常に低いということを強調されたいと思うのですけれども、大体、目標といっちはなんです、このくらいのパーセンテージがあったほうがいいのかという目処というか、そういうものはアメリカなんかの比較で考えておられると思うのですが、それはどのくらいの数字に置いておられるのかということ。

それから、ちょっと不勉強なのですが、そもそも年金基金の総額はどのくらいあるかということをお聞きしたいのですが。多分、相当な金額になると思います。これはご質問で、それに関連して、全体の話ですが、経済学の立場からちょっと感じたことを述べさせていただきますと、年金基金の例えば一任取引をこういった不動産市場に認めるということ。そこで、予想されることはどんと大きなお金が入ってくるということだと思えるのですけれども。一般に、市場に対して年金基金は規模が大きいわけですから、マーケットに対するインパクトは非常に大きいということが、長期的に見ると、非常に大きなお金が入ってくるとメリットは当然大きいのですけれども、個々の市場に比べて一度に入ってくるお金が大き過ぎるということはよく指摘されるわけです。

それに対して、不動産の場合には、日本の年金基金の特徴として、1つ1つが小さいから、実はそうじゃないという反論が1つできるのかと思います。それに対して、こうした

一任取引の制度を認めて、このスキームが非常に進んでいくとどうということが日本で起きるかという、アメリカと比較して、先ほど何回も議論に出ていた話と関連するのですけれども、不動産投資顧問業者の数が非常に少ないということになりますと、要するにどうということが起きるかという、一任取引をみんなはしたいのだけれども、頼むことができる不動産投資顧問業者が少ないということになると、数少ない業者に対して依頼するかどうか、アドバイスを求めるとか、任せることが増えてくるということになってくる。

そうなる、ある意味、少ないわけですから、そちらが独占力を持って、そうすると、特定の顧問業者に非常に集中していくと。メリットとしては、1つ1つが分散していたので、結果として共同運用というものが促進されるというメリットがあるのではないかなと思いました。ただし、考えられるデメリットとしては、特定の顧問業者に集中するわけですから、当然、そこで選択する銘柄というのは大体同じものを、好みというか、反映することになるわけです。

結果として何が起きるかという、特定の不動産物件であるとか、特定の証券であるとか、そういったものに対して投資が集中してしまっ、結果として年金基金、巨額の資金がどんと特定の物件なり、証券に対して集中して、市場の価格形成に対してゆがみを与えると、いわゆる年金基金の資金が入ってくることによって生じる問題点というのが復活してこないかなというのが若干、懸念として思いました。その辺、今、急にお答えしていただくというのもなかなか難しいかと思えますけれども、どのように考えていかれるのかということをお聞かせいただければと思います。

【松脇不動産業課長】 今の日本の年金の規模につきましては、第一次答申のときにも資料があったかと思うんですが、企業年金としましては約80兆円ということであります。目標を、国土交通省が言うのはあれだと思のですが、そのときに、例えば米国ですと、年金のうち約2%という数字があったと思うのですけれども、それから国によっては5%程度運用している国もあるようだということをご紹介したと思います。

後者の場合、確かに今日のプレゼンテーションの仕方が、今ある登録規定をもとに議論しているのと、それから今後あるべき姿ということだと思のですけれども、端的に言って、今の業者が少ないから、独占状態のままこの新しい状況という考え方はむしろ逆でして、そういった意味では田村先生や岩原先生がまとめたときの考え方の原点に戻って、もう1回、今の時代に合う仕組みを考えた上で、そこでふさわしい業者が適切な数がいて、競争が働くような、もともとの発想が信託会社だけだと信託銀行は現実的に数が限られて

いるのでというのが、年金のほうのご意向として認識しておりますので、そういった市場になればと思っております。

それと、我々、何も法制度先行で考えておりませんので、いろんなタイプを見ながら、確かにルールはつくったけれども、全部、エンフォースメントできないというのは、行政としては一番反省しなければいけない点だと思いますので、行政のエンフォースメントの限界を見たり、あるいは市場の機能のほうがふさわしいものがあれば、アメリカの例をもう少し研究させていただきまして、ご議論いただければ、ご指摘いただければと思っております。

【平井部会長】 櫻川委員、よろしいですか。

【櫻川委員】 はい。

【平井部会長】 ほかに。石澤委員、どうぞ。

【石澤委員】 これは、もし認識が違っていたらお許しいただきたいのですが、この4ページのところです。不動産と書いてあるところで、ここでは、非常に小さな数字になっていますけれども、REITの投資法人債はおそらく不動産の中に入っていないと思います。それから、もしかしたら投資証券も入っていない可能性がありますので、その部分で多少違いがあるのかもしれませんが。

それから、当方の感覚では、企業年金等の中でも、かなり運用の方針に差があるようで、一部の年金の場合、かなり不動産関連の金融商品を買っているところもあるようです。ただし、そのように不動産投資に積極的な年金の数はかなり少ないようです。ですから、すべての年金が一律に不動産に対して後ろ向きだというわけではなく、それぞれの年金基金自身の運用方針によって、消極的なところが全般的に多いということだと思います。

それから、一時、年金が不動産を購入した例が幾つか報道で出たことがありまして、その際に、運用の担当者のレベルでは、不動産の運用を積極的に考えている方が非常に多いらしいのですが、年金を預けていらっしゃる方々のほうがやはり不動産はリスクが大きいというイメージがどうしてもまだ強いようでして、委託者に対する説明を果たすという問題から、不動産投資に取組みにくいという考えもあるようです。そういった面では、おそらくは不動産そのものの運用のメリットに関する説明を地道に重ねていく必要があるということ、これは商品特性とは別の根源的な問題という気がいたします。

以上でございます。

【平井部会長】 ありがとうございます。ほかにどなたか。

【松脇不動産業課長】 今、石澤委員の最初の質問、今、事務局に聞きましたけれども、これは元々が年金連合会の実態調査、アンケートなもので、確かに最終的には回答された方はどっちに割り振られたかというところまで確実に見ていないので、おっしゃるとおりREITが不動産の中に入っている場合もあるし、債券等に入っている場合も可能性としてはあり得るということでございます。

【平井部会長】 はい、どうぞ。

【岩沙委員】 先ほど、最初にも申し上げたことですが、今回、我々、議論しなければいけないほんとうのポイントというのは、金融商品取引法施行後、変わってしまうということですね。信託受益権にすれば種々の投資運用業者が実質的に不動産の一任運用を行うことが可能となるというふうにも今、状況が変わってしまったということはどう考えるかということで、そういう観点から投資家保護の観点をしっかり見据えると、当該投資運用業者には不動産運用に関する能力をどうしても求めていく必要があるんじゃないかと。それが投資家保護に本当に大事なのではないかと、結果として年金とか、いろいろ機関投資家が幅広く市場に導入するということにつながるわけです。

したがって、当該投資運用業者に不動産投資顧問業登録を促し、国土交通省と金融庁の共管で不動産の実物周りの運用管理の適正化を図る。と同時に、金融商品取引法の枠組みの中で、不動産というのはいろんな証券化もされておりますので、投資家保護や市場の健全性をどう考えているかというようなことで、制度としての改正を改めてしていかなければいけないというところにポイントがあるのではないかと思います。その辺のところをぜひそういう方向で議論をお願いしたいと思います。

【平井部会長】 ありがとうございます。はい、どうぞ、杉本委員。

【杉本委員】 先ほど田村先生のほうから説明いただいたのですが、私どもの業務は不動産等をバックとするビークルの管理をする業務を平素、やらせていただいております。そこで、感じていることなのですが、今回、金融商品取引法ができて、不動産実物と、それから信託受益権と、別途、全く別なアセットとして区分けされることになるわけですが、もともと宅建業法、あるいは不動産鑑定に関する法律でも似たような部分があったのですが、実際のプレイヤーさんを見ますと、やはり不動産実物を扱っているケース、それから不動産信託受益権を扱っているケース、全く同じなんです。全く同じなのは、信託受益権だけではなくて、不動産しか回収できなくなるようなレベルになっている不良債権、担保不動産がですね。つまり、債務者から回収できる段階を超して、担保不

動産からしか回収できなくなるような不良債権になっているケース。それから、不動産を主とするアセットとしている会社の株式の売買。これもほとんどなさっているプレイヤー、もちろんこれは不動産価値が中心ですから、当然、そういう方たちじゃないと判断できないわけですよね。ですから、今回の資産の組み直しに合わせて、不動産が価値になっている金融商品というものを包括的にもう1回議論をしていただいたほうがいいんじゃないのかなと。ちょっと話が大きくなって、最後のほうで恐縮なのですが、そんなふうに感じております。

それから、ちょっと前に一任取引についての議論にも参加させていただいたんですが、その当時の議論を忘れてしまったのですけれども、たしか宅建業法上、不動産の一任取引ができる取引というのは、そもそも現在がある法定4ビークルといいますか、投資法人ですとか、特定目的会社ですとか、そういうものに対するもののみだったというふうに、当時はですね、記憶しているのですが。現在、その後、制度が改正になってどういうふうになったのかということをお聞きしたいということです。

それと、もし変わっていなかったのであれば、実はそのときから私、疑問には思っていたのですけれども、仮に不動産の一任取引が非常に多くの規制をかけなければいけないといたしますと、むしろそういうふうなディスクロージャーがかなり制度として整備されているビークルよりは、そうではない、例えばYKTKですとか、それ以外の、どちらかといいますと、ディスクロージャー制度が今のところは確立していない取引について、一任取引の規制を多くかけるべきなんじゃないのかなと思ったのですが。その時のままであれば、今はそれ自体ができないということになっているのかなというふうに理解していたのですが、そういう理解でよろしいのかどうかということと、そのときの制度背景をもう1回、ちょっと教えていただければと思います。よろしくお願いします。

【松脇不動産課長】 証券の一任取引のときの話でしょうか。

【杉本委員】 不動産の一任取引のとき。宅建業者が一任取引のできる相手方といいますか、それが確か4ビークルだけに限定されていたのではないかなと思ったのですが。

【松脇不動産課長】 宅建業者がですか。

【杉本委員】 投資顧問業者ですね。

【佐々木課長補佐】 現在も変わってありません。

【杉本委員】 そうですか。変わっていないということであれば、それはそれで結構です。経緯については結構です。

【平井部会長】 時間も大分迫ってきていますので、もしご発言なさりたい方があればあとお一人に限らせていただきますが、よろしゅうございましょうか。

それでは、特にご発言はないようですから、本日のフリーディスカッションは一応、これで終了ということにさせていただきます。

どういうふうに進めればいいのか、また事務局がそれぞれの委員の先生方に直接、お目にかかったりなどをしてご意見を集約するかと思います。要するに、この部会全体の役目は不動産の投資市場というものを活性化する。つまり、だれでも安心して投資できるような市場にするためには、どういう制度的枠組みが必要かということから議論が始まりまして、そのさまざまな制度的仕組みのうちの1つとして、不動産投資顧問業というのに今日は集中したわけでございます。

全体的に、年金に代表されるような巨額、かつ安定的な資金の導入のためにはどうすればいいかという問題は、結局は不動産投資市場を活性化させるためにはどういう仕組みが必要かということですので、今回はこれまでの議論をもう一遍、大きな観点からちょっとまとめていただいて、そして投資顧問業というものが残された課題としてそっちへ行ったのはどういうわけかということ、ちょっと間があいておりますのでもう少し復習的にいただいて、そして投資顧問業の議論にもう一遍移るといほうが、あるいはよろしいかなという気がいたします。いろいろご意見があるかと思いますので、また事務局とご相談して決めさせていただきたいと思います。

それでは、事務局から連絡事項があるようですので、お願いいたします。

【松脇不動産課長】 本日はまことにありがとうございました。ただいまの部会長のご指示に従いまして、事務局として次回以降の準備を進めさせていただきたいと思います。

次回、第10回部会につきましては既にご連絡させていただいておりますが、11月20日、月曜日、16時より18時まで、この会議室で開催いたしますので、ご出席方、よろしくお願ひ申し上げます。

事務局からのご連絡は以上です。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、不動産部会、第9回を終了させていただきます。どうもきょうはありがとうございました。

閉 会