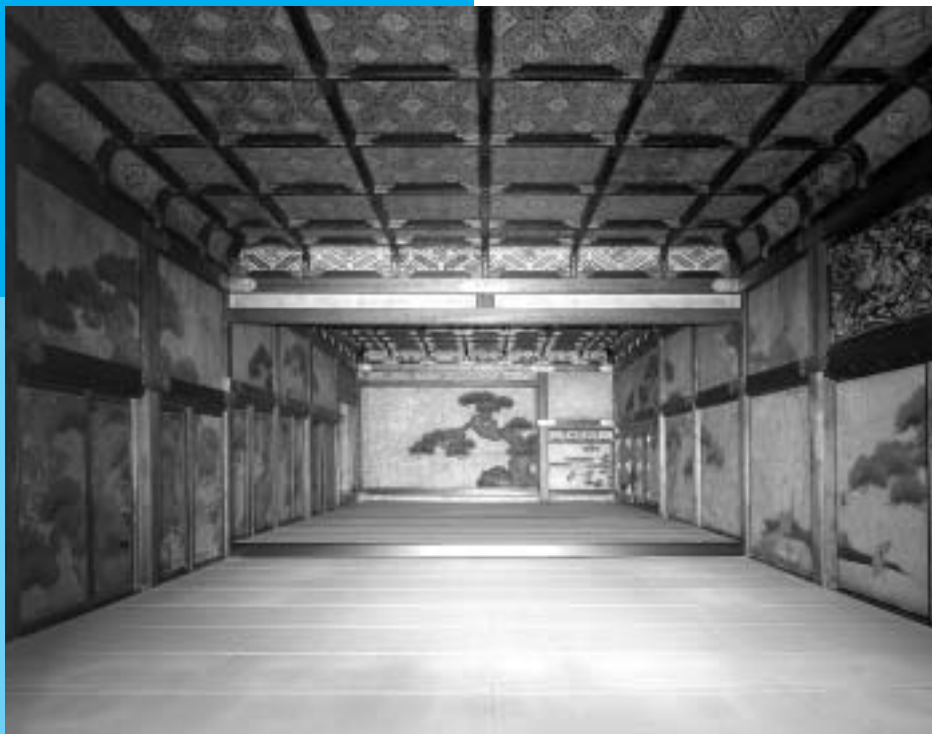


不動産証券化を共に推進する情報誌

政治の場、文化の場、宗教の場。この三つの空間をどう考えたらいいのか。その差異をどう意識したらいいのか。現代の建築批評は純粋な空間構成のよしあしを論じたがるが、純粋芸術があるように、純粋建築があるわけではない。宗教的建造物については長い歴史があるから、その伝統を踏まえて考えればよいし、文化施設の場合はおもに視覚と聴覚を重視したうえで空間構成を見ればよい。ところが政治の場は何を重視してその出

来不出来を判断したらいいのか。つまり政治的建造物の判断基準はいったい何なのか。このことに関して今日の日本人は、その難題を論じようとしてもしない。テムズ河畔に建つ英国の国会議事堂を見たとき、政治の場をなぜかとも荘麗なゴシック様式にしたのか。その意図は何だったのかと思案した。パリ市庁舎の堂々たるルネサンス様式の建物に出会ったときも同じ思いをいだいた。俗世の利害調整が政治だとしたら、もっと簡素な建物でいいのではないかと。そして、日本を代表する政治の場としての二条城二の丸御殿の大広間を見たときも同じようなことを考えた。けれども、政治を俗世の利害調整と限定するようになったのはごくごく近代のことにはすぎない。思えば古来、政治は人間の生死と深くかかわっていたのである。その意味では、精神の極度の緊張感を受け止められるような空間でなければならない。つまり共同体の存亡にかかわる政治劇の舞台なのである。したがって、その空間は人間の強い意志と死生観を想像させるものでなければならず、その象徴が壁面いっぱいに描かれた狩野探幽の雄渾な老松図なのである。折上格天井の格子は黒漆、一の間と二の間に段差をつける框も黒漆、松の緑と漆黒のコントがまことに力強い。人によっては威圧的な権力誇示と受け止めるようだが、ここは真剣勝負の政治の舞台。ディグニティ（格調）が最高度に高くて当然なのである。

（井尻 千男：拓殖大学教授）



二条城二の丸御殿 大広間一の間 （日本／京都）

提供●元離宮二条城事務所

SPECIAL

- 第3回 通常総会・懇親会を開催3
- 成長する不動産プライベートファンド④
リサ・パートナーズの企業戦略12
井無田 敦氏 (株式会社リサ・パートナーズ 代表取締役社長)
- 「第1回ARES不動産証券化実務家養成講座」を受講して
- 座談会17
 - 川口 有一郎氏 (早稲田大学大学院 ファイナンス研究科 教授)
 - 堤 伸幸氏 (野村證券株式会社 金融市場情報管理部
調査課課長 証券化アナリスト)
 - 牧野 辰氏 (三井不動産株式会社 不動産証券化推進部
不動産証券化推進グループ 統括)
 - 田辺 邦彦氏 (野村不動産株式会社 法人カンパニー
資産開発事業部 課長代理)
 - 島崎 郁子氏 (三菱信託銀行株式会社 不動産カスタディ部)
 - 上田 直毅氏 (三菱証券株式会社 投資銀行本部 金融開発部
不動産ファイナンス第二課)

- 受講生の声33
 - 高橋 信氏 (森トラスト株式会社 経営企画部 課長)
 - 高野須 晃氏 (大成建設株式会社 資産マネジメント部)
 - 佐藤 雅人氏 (中央三井信託銀行 不動産投資顧問部)

REPORT

- 不動産証券化に関する会計・税務の実務上の論点③
J-REIT等における会計上の論点38
田中 俊之氏 (中央青山監査法人 金融部代表社員)
- 新・不動産証券化入門～How toからWhat forへ～
第3回 J-REITの成長とその意義42
内藤 伸浩氏 (三井不動産株式会社 S&E総合研究所
兼不動産投資研究所 主任研究員)

SEMINAR

- 投資サービス法の制定と資本市場への影響50
新道 仁信氏 (財団法人日本証券経済研究所 主任研究員)

INFORMATION67

表紙文 井尻 千男 ●いじり・かずお

拓殖大学教授/日本文化研究所所長/元日本経済新聞編集局文化部編集委員

1938年山梨県生まれ。立教大学卒業後、日本経済新聞社入社。編集委員として文化論を中心に広く社会論評を手がける。97年4月より拓殖大学教授。『消費文化の幻想』『劇的なる精神 福田恆存』『言葉を玩んで国を喪う』『自画像としての都市』『保守を忘れた自民政治』など著書多数。



草色(くさいろ/ディーブイエローグリーン)

草の色のような濃い黄緑を言う。英名でもグラスグリーン(grass green)である。植物の緑はほとんど色相は黄緑の系統であって、青みの緑や青緑のものはない。古い伝統色名の緑はこの色であった。

第3回

通常総会・懇親会を開催

社団法人不動産証券化協会では、平成17年5月12日に東海大学校友会館『望星の間』において、第3回通常総会を開催し、平成17年度の事業計画の審議・承認、役員を選任などを行った。

総会後は懇親会を同会館『阿蘇の間』で開催した。国会議員、関係官庁、友好団体、協会会員社などから約470名にご出席いただいた。

総 会



社団法人 不動産証券化協会 第3回通常総会



■ 日 時

平成17年5月12日(木)
午前11時～正午

■ 場 所

東海大学校友会館
『望星の間』

総 会 議 案

- 第1号議案 平成16年度事業報告及び収支決算の承認に関する件
- 第2号議案 基金取崩の承認に関する件
- 第3号議案 平成17年度事業計画及び収支予算の決定に関する件
- 第4号議案 役員の改選に関する件

平成17年度事業計画

今年度以降、投資サービス法制定、信託法改正、会社法制現代化といった制度改革が予定されており、的確な対応が大きな課題である。税制面では金融所得課税一元化の検討に関しても適切な提言を行っていく必要がある。

一方、健全な市場を育成していくためには、引き続き投資家の信認を得るための積極的な活動が重要であり、人材育成面でも、体系的な実務教育を実施し、投資家の信頼を得られるプロフェッショナルを増やすことが急務である。

また、市場への資金流入を安定的なものにするためには多様な投資家の参加を促すことが望まれ、今後も、投資家の判断に役立つ市場データの整備、機関投資家と一般投資家への啓発、投資家保護施策をさらに充実させていかねばならない。

加えて、REITをはじめとする不動産証券化商品のグローバルな広がりに対応して、当協会が海外投資家から認知されるようになることも中期的課題である。引き続き、各国制度の比較研究の充実や海外関係団体との連携強化を進める必要がある。

以上のような認識から、当協会は「不動産証券化市場を成長軌道に乗せる」(平成15年度～

平成17年度中期目標)の達成に向けて、平成17年度は以下の項目に重点を置いて取り組む。

- (1) 不動産証券化関連法改正への的確な対応
- (2) 人材育成のための教育・資格制度の開発
- (3) 不動産証券化市場の基礎的なデータ・情報の整備充実
- (4) 投資家保護のための市場インフラ整備と自主行動基準遵守の徹底

事業内容

1. 調査研究事業

●研究会活動

①導管性研究会（新設）

金融市場のグローバル化進展により、諸外国との市場間競争は今後ますます激化していく。不動産ビークルの導管性要件に関して、諸外国での導入理由を政治的・経済的背景まで掘り下げて把握するとともに、わが国の導管性要件が諸外国制度と比較して遜色のないものとするを目的として、研究会を新設する。

②投資行動研究会

昨年度終了した投資行動研究会を、不動産供給サイドと投資家サイドの意見交換の場としての性格を併せ持った研究会として

再スタートさせる。年金基金等の機関投資家の視点から不動産投資の課題を探り、不動産を株・債券に並ぶ基本資産に格上げしていくための要件等を整理する。

③不動産開発事業ファイナンス研究会（継続）

昨年度は、都市再生に資する不動産開発プロジェクトへの様々なリスクマネーの流入を促進する方策として、開発型証券化事業に係るリスクの定性分析および定量化に関する課題整理を行った。本年度は、実務に即し、開発型証券化のファイナンスおよび不動産プレイヤーと金融プレイヤーのリスク分担のあり方に関する研究を行い、相互理解を深める。

④J-REIT商品特性研究会（継続）

J-REITを対象に、ファイナンス手法を用いて金融商品としての特性を継続的に分析する研究会である。一橋大学大学院の大橋助教授を座長として、研究成果は論文として発表する。

⑤投資法人設立マニュアル研究会（継続）

引き続き投資法人設立のためのガイドブック作成を行う。

●調査提言活動

①制度改善要望活動

以下の項目に協会を上げて組織対応を行う。

- ・金融改革プログラムへの対応
- ・投資サービス法への提言・対応
- ・信託業法改正による不動産証券化事業への影響への対応
- ・信託法改正に向けての対応
- ・会社法制の現代化を踏まえた投信法改正、SPC法改正への影響と対応
- ・不動産特定共同事業法のあり方の検討

②税制改正要望

不動産証券化市場の成長のためには、組成コストである税負担の軽減と税務会計処理の安定性を実現することが重要である。今年度は流通課税（登録免許税、不動産取得税）の軽減措置延長、導管性要件の緩和につき要望するとともに、現在議論が行われている企業会計基準改正についても適切な対応を行う。

③市場インフラ整備

内外の多くのプレイヤーが関与する不動産証券化商品は、「標準化」と「グローバル対応」が重要である。

国際的な情報開示・パフォーマンス測定等に係る基準を検討・作成している関係諸団体（例；NCREIF、CFA Institute）の活動を調査するとともに、国内における不動産投資に係る情報開示のあり方を検討する。

また、引き続き個人投資家向け商品の供給動向をフォローし、個人投資家保護のための活動に役立てる。

④情報整備・発信

わが国の不動産証券化市場の市場構造・規模の実態把握を目的として、各種アンケート調査・ヒアリング調査を行う。これらにより、私募ファンドを含めた市場規模等の基礎情報を蓄積し、国内不動産証券化市場規模の推計を試みる。

「第5回機関投資家アンケート」を実施する。

先端的な取り組みやユニークな事例のヒアリング調査など独自の情報収集を積極的に行い、ホームページ、会報誌等で発信していく。

事務局内に『ARESライブラリー』（仮称）を設置し、収集した資料を会員に提供する。

ホームページの「J-REIT View」では、各投資法人が保有する個別不動産のデータを、プロパティタイプ別・エリア別に加工し、マクロ動向を示すマーケット情報として公表する。

2. 広報教育啓発事業

● 広報活動

① 広報活動

継続事業の内容の整備・充実に努めるとともに、広報活動における友好団体との連携を強化する。また、不動産証券化商品の一般投資家への普及・啓発、協会活動の意義や実績のPRなど、不動産証券化協会の求心力を向上させる活動に重点を置く。

② ホームページ

グローバル化に対応したホームページ整備の一環として、昨年度英語版のサイトを立ち上げリニューアルを行ったが、本年度はJ-REIT市場の英語版サイトの拡充を図る。

また、英語版ハンドブックの発刊にあわせ、日本の不動産証券化にかかわる基礎的な情報を選別し、英語版サイトに掲載する。

③ 会報誌「ARES」

不動産証券化を推進する情報誌として引き続き掲載内容の充実を図る。また、変化を続ける不動産証券化制度や市場の動向に対しタイムリーな内容の掲載に努める。

④ シンポジウム

行政・有識者・会員等を対象として、平成17年10月20日（木）に第13回シンポジウム（有楽町読売ホール）を開催する。

⑤ 年金フォーラム（新設）

不動産投資促進を目的として、年金基金を対象に第1回年金フォーラムを行う。

● 研修活動

不動産証券化実務の知識向上を目的に、基礎講座と実務研修会を行う。

① 基礎講座

平成17年4月に初級レベルの受講者を対象に基礎知識の解説を行う。

② 実務研修会

中級実務者を主な受講対象として、制度税制の変更についての解説など実務に則した内容を中心に行う。

● 教育活動

平成18年度の公開に向けて、資格認定・継続教育・倫理行動モニタリングなどの制度設計を行う。また、昨年度開催した第1回モニター講座の分析を踏まえ、引き続きモニター講座を開講し、カリキュラムの改善を行う。

米国の不動産ファイナンスの標準的なテキストの翻訳も行う。

● 苦情相談

東京都消費生活センター、金融庁相談窓口などとの連携を強化するとともに、広報活動と一体的に行う投資家への啓発活動を通じ、トラブルを事前に防止するための活動に努める。

3. 受託業務事業

不動産証券化に関する調査・研究を、国や関係機関からの受託業務として行う。

4. 自主行動基準の徹底

会員に対し「自主行動基準」遵守の徹底に努める。

理事・監事（順不同・敬称略）

理事長	三井不動産株式会社	代表取締役社長	岩沙 弘道
副理事長	住友信託銀行株式会社	取締役社長	高橋 温
副理事長	東急不動産株式会社	代表取締役社長	植木 正威
副理事長	株式会社 東京三菱銀行	頭取	畔柳 信雄
副理事長	野村證券株式会社	執行役社長	古賀 信行
副理事長	三菱地所株式会社	取締役社長	高木 茂
理事	オリックス株式会社	取締役兼代表執行役社長・グループCOO	藤木 保彦
理事	住友不動産株式会社	取締役社長	高島 準司
理事	中央三井信託銀行株式会社	取締役社長	田辺 和夫
理事	東京建物株式会社	代表取締役社長	南 敬介
理事	日興シティグループ証券株式会社	代表執行役社長	安倍 秀雄
理事	野村不動産株式会社	取締役社長	鈴木 弘久
理事	みずほ証券株式会社	取締役社長	福田 眞
理事	株式会社 三井住友銀行	副頭取	奥 正之
専務理事	社団法人 不動産証券化協会		巻島 一郎
監事	大成建設株式会社	代表取締役社長	葉山 莞児
監事	大和証券SMBC株式会社	代表取締役社長	斎藤 辰栄
監事	三菱商事株式会社	代表取締役社長	小島 順彦

（平成17年5月12日現在）

5. その他

●他団体との連携強化

国内および海外の関連団体との関係強化を進め、制度税制改善要望の実現および不動産証券化の普及促進を図る。

●事務所移転

会議室スペースの手狭感、『ARESライブ

ラリー』（仮称）の設置、教育事業の本格稼働等の諸要因を踏まえ、事務局事務所を館内で拡大移転する。

●総務・会計

公益法人制度および公益法人会計の変更への対応準備を行う。また、個人情報保護法施行への対応を的確に行う。

懇親会

■日 時 平成17年5月12日(木) 正午～午後1時30分

■場 所 東海大学校友会館『阿蘇の間』

主催者あいさつ



社団法人不動産証券化協会
理事長 岩沙弘道

先ほど、第3回通常総会におきまして、事業計画の決定ならびに役員の変更が滞りなく行われましたことを皆様にご報告申し上げます。

さて、不動産証券化市場は皆様方のご尽力により、近年、飛躍的に成長しております。特にJ-REIT市場は3年半で時価総額が約8倍の2兆円規模となり、今後も引き続き多くの新規上場と既存REITの外部成長が見込まれています。また、ファンド・オブ・ファンズの拡大もあり、投資家の裾野の広がりが顕著となっております。

私募ファンド市場は、昨年末で2兆2,000億円にまで達したとの推計もございますが、今後も内外の機関投資家の資金を吸収しながら更に拡大するものと思います。

まさに、不動産証券化市場が黎明期から成長期へと移行したことを様々な面で実感できるようになりました。

しかしながら、順調な成長を続ける不動産証券化市場には、まだまだ多くの課題もござ

います。

市場を健全に発展させていくうえでは、投資家の信頼を確固たるものとしながら、様々な投資家ニーズに応えて多様な商品を提供していくことが重要です。自由度の高い商品設計を可能とするためには、不動産証券化に係る法制度は“規制と緩和のバランスが取れた”ものである必要があると思われま

す。そのために、今年度の事業計画では、投資サービス法など不動産証券化関連の法整備への対応と、投資家保護施策として市場インフラの整備、プロフェッショナルな人材の育成を活動の柱に据え、積極的に展開してまいります。さらに、今後も投資家やオリジネーターに対して常に徹底した情報開示と説明責任が十分に全うされるように、会員各社による「自主行動基準」の徹底にも注力してまいります。

また、市場のグローバル化が進む中で、わが国の不動産証券化市場の魅力をいかに高めていくか、あるいは社会的責任投資という観点からは、環境や高齢化への対応、さらに地域経済に対して不動産ファンドがどのように貢献していくのか、ということもこれからの重要な課題であります。

今後も、不動産証券化に寄せられる期待は益々大きく、当協会の責任も極めて重くなっていきます。私どもは不動産証券化市場を魅力あるものとして成長させることを通じて、

国民経済の発展に貢献できますように、精一杯力を尽くす所存でございます。

ご来賓を含め関係各方面の皆様方には、引き続きご指導、ご支援を賜りますようお願い申しあげまして、ご挨拶とさせていただきます。

来賓あいさつ



国土交通副大臣
蓮実 進氏

第3回通常総会が盛会に開催され、心からお祝い申し上げます。

また、不動産証券化協会には日頃から不動産の証券化の推進に大いに尽力いただき、深く敬意を表したいと思います。

さて、最近の不動産市場の動きをみますと、全国的には地価が引き続き下落していますが、三大都市圏、地方圏とも下落の幅は縮小しております。特に、東京都区部などでは、地価が上昇したり、横ばいとなっている地点が増加し、下げ止まりの傾向が強まっております。これは、Jリートなどの不動産証券化市場が拡大し、不動産の取引が活発化していることが大きな要因の一つであると考えております。

このような変化の兆しを確実にして資産デフレを克服するためには、さらに、土地の流動化

や、不動産市場の活性化を推進することが極めて重要であります。不動産の証券化に携わる皆様のなお一層のご活躍を期待しております。

特に、Jリートは個人の投資家でも簡単に購入できる証券であり、平成13年9月に最初の2つの銘柄が東京証券取引所に上場され、現在、17の銘柄が上場しております。金融機関等の機関投資家だけでなく、個人投資家にも買われており、年々その市場規模は拡大し、現在、約2兆円の証券が流通しております。

国土交通省としては、平成17年度税制改正で、Jリート等による不動産取得を促進するため減税措置の延長を実現しましたが、不動産証券化市場を健全に発展させるため、引き続き、信頼性の高い情報の提供、投資家の保護、人材の育成など様々な課題に取り組んでいく必要があると考えております。

貴協会は金融と不動産の業際的な団体として、こうした課題に積極的に取り組まれており、大変心強く感じていますので、皆様にはなお一層のご尽力をお願いいたします。



来賓あいさつ



金融庁
総務企画局総括審議官
三國谷 勝範氏

本日は、伊藤達也金融担当大臣から御挨拶申し上げる予定でしたが、所用のため出席ができなくなりました。祝辞を預かってまいりましたので、代読させていただきます。

本日は、不動産証券化協会の第3回通常総会が滞りなく終わられたことを心よりお慶び申し上げます、一言、ご挨拶申し上げます。

金融庁では、昨年末に今後の金融行政の指針である「金融改革プログラム」を公表し、本年3月には、同プログラム中の諸施策の具体的な実施スケジュールとして、金融改革プログラム「工程表」を公表致しました。

本プログラムでは、わが国の金融システムを巡る局面が、不良債権問題への緊急対応から脱却し、将来の望ましい金融システムを目指す未来志向の局面に転換しつつあること、IT化が進展していることなどを踏まえ、健全な競争の促進と利用者保護を図り、多様な金融商品やサービスを国民が身近に利用できる「金融サービス立国」を目指すこととしています。

金融庁と致しましては、本プログラムに盛り込まれた諸施策を「工程表」に沿って着実に実施する

ことを通じまして、金融商品・サービスの利用者の満足度が高く、国際的にも高い評価が得られるような金融システムを、「官」の主導ではなく、「民」の力で実現することを目指していきます。

不動産の証券化に目を転じますと、わが国におきましては、近年、Jリートを始め、不動産証券化市場の規模が急速に拡大しています。

不動産証券化協会におかれましては、不動産の証券化に関して、各種セミナー、広報活動、人材育成のための教育プログラム、さらには投資家からの相談事業に取り組んでおられますが、こうした活動は、まさしく「民」の力で「金融サービス立国」を目指すものとして、大変意義深いものと感じております。

私ども金融庁と致しましても、不動産証券化協会がこれらの活動に精力的に取り組まれ、わが国の不動産証券化市場が益々発展することを期待しております。



来賓あいさつ



参議院議長
扇 千景 氏

不動産証券化協会は、私が国土交通大臣だった平成14年に社団法人となり、翌年、第1回総会が行われました。本日、第3回総会を終えられたこと感無量でございます。誠にありがとうございます。

大臣在任当時、アメリカに比べ不動産証券化が日本では大きく遅れているという状況で、私は貴協会の誕生を何よりも嬉しく思ったと同時に、設立総会で、「J-REITはすぐに4兆円市場になる」とお話ししたことを覚えています。それもいよいよ視野に入ってきました。

平成13年に2銘柄でスタートしたJ-REITも、今では17銘柄にまで増えています。完全に一人前に成長したと言ってよいのでしょうか。皆さんのご尽力の賜物だと思います。

ただ残念なことに、J-REITの認知度はまだまだ低いといえます。かつてない低金利の現状において、希望の持てる運用商品がJ-REITだと思います。

これまで資産運用があまり得意ではなかった多く国民の皆さんに、特に女性の方にはJ-REITを知っていただきたい。そして皆様にはJ-REIT市場をもっと大きく育てていただきたいと思います。

これからのさらなるご発展をお祈り申し上げます。

乾杯の発声



社団法人不動産証券化協会
副理事長 植木 正威

不動産証券化市場は予想を超えるスピードで成長しております。

J-REIT市場と私募ファンド市場を合わせた市場規模は既に4兆円を超えるとも言われております。また、不動産証券化協会の会員数もこの1年で40社も増加しております。まさに、伸び盛りの市場であり団体であります。

しかしながら成長が著しいからこそ、我々事業者は、投資家のニーズや信頼にしっかりと応える行動をとらなければなりません。そうすることが更に魅力ある不動産証券化市場を作り上げることに繋がるものと思います。

今後も不動産証券化に寄せられる期待は益々大きく、当協会の責任も更に重くなりますが、皆様で力を合わせ、期待に応えられるよう努力していきたいと思っております。





成長する不動産プライベートファンド ④

日本における不良債権流動化の草分けとして企業再生ビジネスにもいち早く参入した(株)リサ・パートナーズ。

最近では、地域金融機関との強い連携による「地域再生ファンド」が注目されています。

「地銀は企業再生に限らず、株式や債券以外のオルタナティブ投資の需要も大きい」とみる井無田敦代表取締役社長に、同社のビジネスの姿を伺いました。

リサ・パートナーズの企業戦略



株式会社リサ・パートナーズ
代表取締役社長 井無田 敦氏

— 御社の設立の経緯についてお聞かせください。

もともと私は、日本長期信用銀行に約20年勤務していました。最初の10年間は国内の与信業務を担当し、続く5年間ではロンドン支店でストラクチャード・ファイナンスやシンジケーション等を担当しました。帰国後は本店のマーチャントバンキング部門に籍を置いて、海外の不動産案件のトラブル・シューティングを主に担当していました。

その後1994年、40歳になったのを機に独立して、これまでの経験を生かしてクロスボー

企業Data

商号：株式会社リサ・パートナーズ
代表者：井無田 敦
設立：1998年7月2日
資本金：2,340百万円(2005年3月現在)
上場市場：東証マザーズ(証券コード：8924)
本社：東京都千代田区麹町4-8麹町クリスタルシティ
グループ会社：(株)隼人インベストメンツ、アイ・アール債権回収(株)、(株)エフ・アンド・ビー、(株)スーパーデラックス、(株)オーセントゴルフ倶楽部 他(補足：2005年4月、やしお債権回収(株)を買収)

ダー案件を中心としたコンサルティング業務を手掛けていました。金融機関をはじめ企業の経営破綻が表面化し始めて、不良債権処理・流動化のニーズが生まれてきたのがちょうどこの頃でした。1997年頃からは、外資系による不良債権への投資も見られるようになってきました。こうした変化を見るにつけ、銀行時代に培ったノウハウを使って新しいビジネスを興すチャンスではないかと思うようになり、1998年7月、当社を設立したという訳です。

設立当初はデューデリジェンス業務、債権管理コンサルティングを中心に事業展開し、2年目からは不動産投資アドバイザー業務、不動産マネジメント業務を開始しました。お蔭様でその後は順調に事業を拡大し、現在では「不良債権ビジネス」「不動産ビジネス」「コーポレート関連ビジネス」という事業の3本柱を確立し、業界でも独特のポジションを占めるまでになりました。また、2004年には東証マザーズに上場し、より本格的な事業展開をする準備が整ったと考えています。

—事業の3本柱について、詳しくお聞かせください。

まず、最初の柱「不良債権ビジネス」。これは当社が設立当初より手がけているビジネスで、不良債権処理に関する一貫した業務態勢を構築しています。大きくデューデリジェンス事業とアセットマネジメント事業から成ります。

デューデリジェンス事業は、不動産だけでなく貸付債権や企業のフェアバリューまでを

調査範囲とします。収益、リスク、法的問題点などの観点から調査・分析を行い、現在までに18,000件以上の実績を積み上げてきました。最近では企業再生プロジェクトの増加もあり、企業自体の収益力をもとにした企業価値評価の案件も増えています。

次に、顧客が投資した債権ポートフォリオを管理し、収益を最大化するアセットマネジメント業務です。債権管理回収業務は法務大臣による許可事業となりますが、当社は、2001年6月にアコムとの合弁会社であるアイ・アール債権回収株式会社において、サービサー免許を取得しました（法務省許可51号）。アコムの資金力・組織力・システム力・回収力と、当社が持つ法人金融に関するノウハウとを結集し、不良債権のアセットマネジメントに関する総合サービスを提供しております。（補足：2005年4月、あしぎんフィナンシャルグループより、やしお債権回収（株）を買収。地域特化型で企業再生に重点を置いた債権管理・回収体制の構築を目指しています。）

アイ・アール債権回収の取扱債権は、債務者数が約11万4,000件、元本額面残高で2兆5,622億円です（2005年2月末現在）。また、同社は格付会社からの評価も高く、大手格付会社フィッチ・レーティングスよりサービサー格付「CSS2-」を、ABSSスペシャルサービサー格付「ABSS2-」を取得しています。

—2本目の柱についてお聞かせください。

「不動産ビジネス」です。実物不動産への投資事業と、物件管理・仲介やファンドマネジメント等の不動産関連サービスに取り組ん

でいます。

まず、自己勘定での不動産投資についてですが、投資総額で年間50億程度を目処としつつ、3~4億円程度の小型物件を対象に投資しています。管理が不十分だったり、権利関係が錯綜していたり、有効活用されずに放置されている不動産を、当社のデューデリジェンスのノウハウを生かして目利きし、適正価格で取得します。取得後はデザイン変更やリノベーション等の最適なバリューアップによって不動産価値を再生・向上させています。当社ではこのビジネスを「空間再生事業」と呼んでいます。

次に、2004年9月に業務提携したソロス・リアル・エステート・インベスターズとの共同投資プロジェクトです。国内の大・中型不動産を中心に、積極的な投資活動を全国規模で展開中です。この共同投資には3つの特徴があります。

まず、柔軟な投資スタンスを持っていること。エリア、用途、築年数等による画一的な投資基準を設けるのではなく、物件ごとにリスク・リターンを精査し、あくまでも実態に即した適正価格での投資を実行します。次に、ソロスのグローバルな投資家ネットワークや最先端の金融技術と、当社の国内不動産投資に関する経験やノウハウを結集し、投資効率を最大化している点です。そして最後に、実物不動産や信託受益権だけでなく、不動産担保付債権や不動産保有会社の株式なども投資対象としている点です。

プロジェクトスタート後、2004年12月末時点で約200億円の資産取得を完了しており、年内に1,000億円を目指して積極的に進

めているところです。(補足：2004年3月末では、400億円超の資産取得に目処を付けております。)

—特定のファンドと組むことへの不安や懸念はありませんでしたか？

正直に申し上げれば「ソロス色」が強いという印象を過度に持たれないかという心配はありました。ですが、マクロの発想を持ったソロスと、ミクロのノウハウやプラットフォームを持った当社が組むことで理想的なパートナーシップを構築できるのではと考え、あくまでも当社の成長戦略の一環として提携することを決断しました。

この提携での投資比率はソロスが80%、当社が16%、そして私個人で4%としています。つまり「ガソリンを入れるのがソロス、運転するのが当社」というイメージです。もちろん、当社は配当収益だけでなく、アセットマネジメントフィーや運用成績に応じた成功報酬も獲得します。何より提携の相乗効果は大きく、マザーズ上場による信用力向上と合わせて、投資案件が多数寄せられるようになりました。当社が単独で取り組んだ場合には、現在のようなスピーディーでダイナミックな展開は、すぐには難しかったと思います。

—3本目の柱についてお聞かせください。

「コーポレート関連ビジネス」です。全国の地方金融機関とのネットワーク構築のために、3年ほど前から百数十の金融機関を訪問してきました。そこで、「不良債権だからと言って、簡単に外部に売り切る訳にはいかない。雇用と企業も守りつつ、地域経済にマイ

ナスとならないような処理ができないか」と、
 トップマネジメントの深刻な悩みを直接聞く
 ことができました。

これらの地域が抱える問題解決のお手伝い

をすることで、地域経済の活性化、ひいては
 日本経済の再生に少しでも寄与できるのでは
 ないかと考え、当社は、地域特化型企业再生
 支援ファンドを展開することにしたのです。

図1 地域金融機関ネットワーク

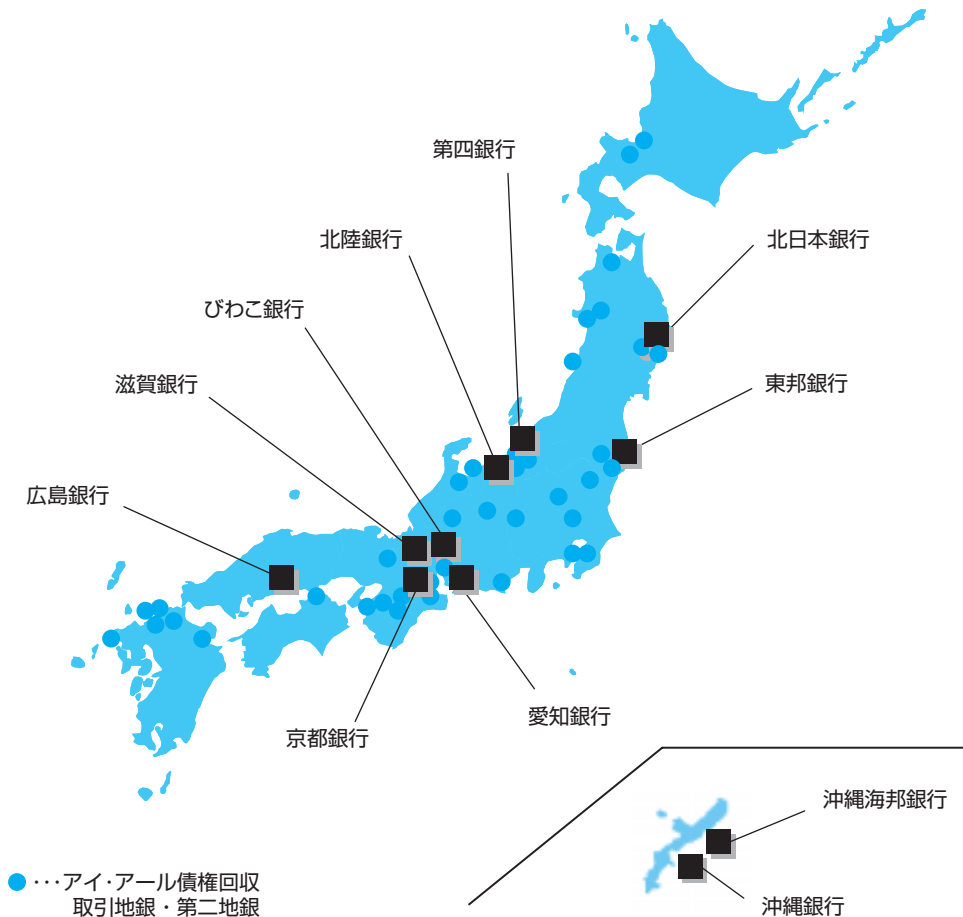
当社地銀ネットワークの特徴

全国の地銀・第二地銀との間で、企業
 再生、融資取引、不良債権買取、不動
 産情報の収集等に関連して、広範な
 ネットワークを構築

特に企業再生に関しては、有力地銀・
 第二地銀と連携し、7ファンドを組成
 しており、当マーケットにおける最有
 カプレイヤーの1社としての位置づ
 け（さらに多数の地域金融機関とも
 連携交渉中）

将来的には、地域金融機関の運用二
 ーズに合致した不動産流動化商品の
 提供等の新たな展開も目指す

企業再生／融資取引の状況（公表ベース）



具体的には、当社は、事業再構築計画の策定からM&Aスキームの策定、アレンジ、また過剰債務の処理や不採算事業のリストラ、営業力強化等に関するアドバイザーを手掛けています。今日までに全国の地銀・第二地銀のうち9金融機関と業務提携し、7件の「企業再生支援ファンド」を組成しました。（補足：2005年4月22日時点において、11金融機関と業務提携し、8件のファンドを組成。）

現在も多数の案件を寄せて頂いており、さらに多数の地域金融機関と提携交渉をしている最中です。このマーケットでは、当社は最有力プレーヤーとしての地位を確立しましたが、将来的には地域金融機関の運用ニーズに合致した不動産流動化商品の提供等の新たな展開も目指しています。

このビジネスにおける最大の成果は、全国の地域金融機関と非常に強いネットワークを構築できた点にあります。これは、今後当社が新たな事業を展開していくにあたって、間違いなく役に立つでしょう。実際に、ここから派生して不動産ビジネスやスポンサーシップ案件、M&A、エクイティ投資案件なども寄せられるようになっていきます。ただし、私どもは企業を単なる投資対象と見て、短期的な利幅をとるために企業再生ファンドを運営しているのではありません。そのようなファンドも確かに存在していますが、当社のファンドは、その設立の「志」において根本的に一線を画すものだとご理解頂きたいと思えます。

—最後に、御社のこれからの展望、成長戦略をお聞かせください。

当社の事業領域である金融・不動産業界で

は、景気回復期待のもとで更なる不良債権処理・企業再生が進むと思われます。また減損会計の導入等により、企業による不動産売却や流動化が一層加速するでしょう。

こうした環境の変化は、当社にとって追い風になると確信しています。そして、ここまでお話しした当社ビジネスの三本柱をさらに強化・拡大し、継続的かつ安定的な利益成長を目指したいと思っています。

中・長期的には「金融・不動産を軸とした投資銀行」を目指したいと考えています。当社は不良債権流動化、不動産流動化、そして企業再生を業務として手掛けていますが、これらはすべて「金融ビジネス」という1つの根から派生したビジネスなのです。

会社設立から今日までの歩みを振り返ってみると、実は、既に投資銀行業務と言えることをしているんですね。今後は、この「投資銀行」という目標をより明確に意識して、新しい切り口やサービスを展開していきたいと考えています。私どもは株式市場での業種区分では「不動産業」となっていますが、「金融ビジネス」という根から生まれるビジネスであれば、積極的にチャレンジしていくつもりです。そして、これまでに培った強みとノウハウを活かして、独創的な展開を生み出せるという自信があります。そういう意味では、1年後にどうなっているのか、私自身も楽しみです（笑）。

—本日は、ありがとうございました。



座談会

「第1回ARES不動産証券化実務家養成講座」を受講して

◆

平成17年4月5日、「第1回 ARES不動産証券化実務家養成講座」のモニター受講生の皆様にお集まりいただき、受講後の感想、また、平成18年度からの一般公開へ向けたアドバイス等をお聞きしました。

司会は、早稲田大学大学院ファイナンス研究科川口有一郎教授(当協会教育プログラム推進委員/実務家養成講座テキスト総監修)で、5名の受講生の方々と、約2時間にわたり、大いに話がはずみました。

「第1回 ARES不動産証券化実務家養成講座」(以下「実務家養成講座」)は、昨年の11月15日から12月16日にかけて行われた7日間の講義で、「不動産証券化概論」「不動産投資」「ファイナンスと証券化商品」「不動産証券化の実務」の4科目を学んでいただき、平成17年1月23日に修了試験を実施したものです。

本実務家養成講座は、平成18年度から実施する資格制度のためのモニター講座として位置付けられており、今回は正会員各社からモニター受講生を募り実施しました。平成17年度においては、第2回・第3回と合計2回のモニター講座を実施する予定です。是非とも、多くの皆様にご参加いただきたいと思います。

司会者

1955年生まれ。
1991年 東京大学にて工学博士の学位取得。
1996年英国ケンブリッジ大学土地経済学科客員研究員を経て、1999年から明海大学不動産学部教授。2000年に新しい実学「不動産金融工学」を創り始める。東京大学空間情報科学研究センター、京都大学経済研究所金融工学センター、慶應義塾大学メディア研究科で客員教授を経て、2004年4月から早稲田大学ファイナンス研究科で不動産ファイナンスコースを担当。日本不動産金融工学学会会長、アジア不動産学会やアメリカ都市経済・不動産学会等において研究活動を行う。また、当協会教育プログラム推進委員会委員も務める。主な著書に『リアルオプションの思考と技術』『International Real Estate』『入門 不動産金融工学』『不動産金融工学』など多数。

早稲田大学大学院
ファイナンス研究科
教授

川口 有一郎
(かわぐち・ゆういちろう)



参加者

1982年 慶應義塾大学経済学部卒業、野村証券株式会社入社
1987～1992年 Nomura Securities International, MBS Dept
1998年 金融市場部ストラクチャードプロダクト課を経て、2000年より現職。
2003年7月～2004年3月 財団法人年金総合研究センター「内外債権のMBS運用に対するリスク管理に関する研究会」客員研究員
2004年5月 社団法人日本経済団体連合会「住宅金融についての意見交換会」委員。
著書：住庫MBSをはじめ、資産担保証券に係わる投資レポート多数。

野村証券株式会社
金融市場情報管理部
調査課課長
証券化アナリスト

堤 伸幸
(つつみ・のぶゆき)



1989年 東京大学法学部卒業、三井不動産株式会社入社
1995年 名古屋支店にてビル管理・営業業務を経て、
2000年より現職。

三井不動産株式会社
不動産証券化推進部
不動産証券化推進グループ
統括

牧野 辰
(まきの・たつ)



1999年 野村不動産株式会社に入社。都内オフィスビルのリーシング業務に従事。
2000年～PM事業の立上げ業務、投資家向けデューデリジェンス業務、商業施設のオンサイトマネジメント業務に従事。
2004年～オフィスビルのアキュジション業務、AM業務に従事し、現在に至る。

野村不動産株式会社
法人カンパニー
資産開発事業部
課長代理

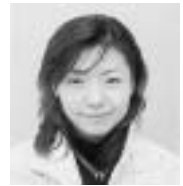
田辺 邦彦
(たなべ・くにひこ)



1998年 慶應義塾大学法学部卒業、三菱信託銀行株式会社入行。
不動産管理部にて土地信託案件の管理業務に従事。
2001年 不動産カスタディ部にてJ-REITの一般事務・資産保管業務に従事し、受託営業を担当。
2002年より年金運用部とともに企業年金向け不動産ファンドの組成業務に従事。

三菱信託銀行株式会社
不動産カスタディ部

島崎 郁子
(しまさき・ふみこ)



1998年 東京大学法学部卒業、株式会社東京三菱銀行入行、名古屋支店配属。
2001年2月 東京三菱証券株式会社出向 資本市場部。
2003年10月より現職。
現在は、不動産プリンシパル投資業務に従事。

三菱証券株式会社
投資銀行本部
金融開発部
不動産ファイナンス第二課

上田 直毅
(うえだ・なおき)



1. 自己紹介と受講の動機

川口 最初に、現在ご担当されている業務などを含めた自己紹介をお願いします。また、今回の受講の動機もお聞かせください。

牧野 1989年に三井不動産に入社し、宅地やマンション等を手がける住宅事業本部に配属された後、名古屋支店にてビルの運営・管理業務に携わりました。その後、三井不動産住宅リースへ出向し、賃貸マンションを手がけ、2000年より全社的な証券化案件や流動化案件を扱う不動産証券化推進部で業務に就いています。業務内容は、金融機関からSPCで資金を調達する際の交渉や説明、信託設定の契約書作成、投資家営業のサポート、また、オリジネーターへの説明など多岐にわたります。

受講の動機は「幅広い講義を聞くことで、さらなる知識の蓄積に繋がるのではないか」という期待感を持ったことです。

田辺 1999年に野村不動産に入社し、リーシング業務、プロパティマネジメント事業の立ち上げ業務等を経験してきました。PMの立ち上げ業務に関しては、自社ビルの運営ノウハウを投資家向けにPMサービスとして加工し、投資家営業を行い、受託後のオペレーションセットアップや物件担当マネ



ージャーへの引継ぎ等を行いました。その後、実際の商業施設でオンサイトマネジャーの業務を1年半経験し、現在は、既存ビルの取得からバリューアップ・運用等を手がけています。4月からは新規に立ち上げた資産開発事業部にて、オフィスビルの開発・取得のほか、アセットマネジメント業務等に取り組んでいく予定です。

受講の動機は「実務を経験しながら体系的な知識を得られるということに魅力を感じた」ことです。

堤 1982年に野村証券に入社しました。1987年に当社がアメリカで住宅ローンのRMBSのユニットを立ち上げることになり、その立ち上げ要員として5年ほど従事していました。90年代後半からは、日本国内の証券化に関わって、2年ほど組成業務も行い、現在は、金融市場情報管理部調査課という債権のリサーチのセクションで、商業用不動産や住宅ローン等の投資家向けリサーチを行っています。証券化についてはそれなりに業務を経験してきましたが、住宅ローン中心で手がけてきたため、商業用不動産については知識の欠落がありました。それで、一度商業用不動産について体系的に学習してみたいと考えていた時に、今回の受講のチャンスをいただきました。

島崎 1998年に三菱信託銀行に入社し、信託不動産の現物管理業務に従事しました。その後、J-REITの一般事務資産保管業務の立ち上げを行い、受託営業を担当しました。現在は、2年ほど前から年金向けのファンドの組成業務に関わっています。

受講の動機は、ファンド組成などの実務に関与していくなかで、やはり金融と不動産の両面の知識を体系的に学ぶことができるのは



良い機会であろうということ、また、現在のファンド組成業務にも生かしていけるのではないかと考えたこと、などがあります。

上田 1998年に株式会社東京三菱銀行に入社し、入社後3年間は貸出等の法人取引業務等を経験してきました。その後、東京三菱証券に出向し、伝統的な証券業務である引受業務、またその周辺の企画業務に2年半従事し、現在は金融開発部という部署に所属しています。ここでは上場REITの取引推進や、不動産証券化のアレンジャーあるいは、CMBSの組成などに携わり、現在は、不動産プリンシパル投資業務に従事しています。受講の動機は、コーポレートファイナンスについての経験はあるのですが、不動産に関しての知識が乏しかったので、これを機に知識を得たいと考えたことです。

2. 今後はどう生かしたいか？

川口 受講生の皆さんへのアンケート結果では、「大変良かった」というご意見をいただいておりますが、今日は、この講座を受講した皆さんの生の声としてご意見を聞かせていただきたいと思います。また、この講座で学んだ事を、今後、皆さんがご自分の業務やキャリア形成の1つとしてどう生かしていきたいかをお聞かせください。

上田 いろいろな参考書籍はありますが、

それぞれが法律や会計といった分野ごとに分かれているため、体系的に学んだり知識を身につけたりすることが出来るものは少ないと思います。そういうなかで、この講座は、不動産や金融をバランス良く学べるよう講義が組まれていましたので、ありがたい機会だと思いました。また、このテキストは永久保存版だと思っていますし、項目もしっかりしていると思います。ただ、あくまでも入口の知識ですので、今後の実務を通じて実際に自分のものにしていきたいと思っています。

島崎 不動産証券化の実務やスキーム、会計、法務、税務といったところが全体的にカバーされていると感じました。また、実際に投資をする側の投資行動理論など、多面的かつ体系的に不動産というものを教えていただけたことも勉強になりました。投資家の視点というものの必要性を改めて実感しましたし、不動産が他の金融商品と比較される時代に投資家がどう行動するのか、その背景を学べたのは今後に生かしていけると感じました。

堤 すでに証券化された案件ばかり見てきましたが、講義を聴いたことによって、ようやくプロパティマネジメントや建物の状況調査など、不動産の実務がイメージできるようになりました。また、断片的に持っていた法律・会計・税務に関する知識を、体系立てて、まとまった形で教えていただけたのは良かったです。今後は、不動産そのものの視点、また不動産に内在する視点等から、投資家向けリサーチ・レポートを執筆するなど、業務に生かしていけると感じます。

田辺 体系的に、全体を俯瞰できたことが

大きかったと感じています。私はプロパティマネジメント等、現場の最前線での業務を経験してきましたが、不動産にはアセットマネジャーやレンダー、投資家等、実に多くの人に関係しているということを実体験として感じていました。そうしたことを体系立てて学んだり、またどういう考えを持って行動しているのかを理解できたことは、非常に良かったと思っています。また、今回の講座でポートフォリオ理論などに触れたことで、その分野をより深く学んでみたいという好奇心が強くなりました。本講座を経験し、今後は、より金融に近い部分での業務に生かしていけると考えています。

牧野 不動産証券化推進部に異動した4年前というのは、当社がちょうど日本ビルファンド投資法人を立ち上げる時でした。聞いたことのない言葉が飛び交うなかで契約交渉をしたことを鮮明に覚えています（笑）。不動産業界は、金融業界の人と接する機会が意外と少なく、金融の方と共通の認識を持ち、話を進めていくことが非常に難しいという状況があります。そういう状況のなか、双方の考え方や理論を理解したうえで、交渉や調整を進めることができる知識を持つ人がいるというのは大切なことだと思います。共通のバック



ボーンを持つことで、話が通じやすくなりますね。そういう意味で、今回ファイナンス理論や投資理論を学べたことは、非常によかったと思っています。

3. 印象に残った科目は？

川口 ポジティブに評価していただき、ありがとうございます。今回の講座は「必要な知識体系とは何か」という議論の積み重ねの結果できたものですので、大変参考になりました。ところで、とくに印象に残った科目はありましたか。

牧野 ファイナンス理論やポートフォリオ理論がとても新鮮でした。金融機関との実務的な話として出てくる内容については、ある程度理解しているのですが、そのバックボーンとなる部分についてはなかなか勉強する機会がなかったので、大変満足しています。不動産業界には金融用語に馴染みのない人もいらっしゃると思います。そういう方が、ファイナンスの知識を習得することで、スムーズに業務に入れたり、金融機関の方が話してらっしゃることを噛み砕いて理解したりするうえで役に立つと思います。

田辺 今まで触れてこなかった分野の授業は、面白かったです。とくにファイナンス理論やポートフォリオ理論ですね。「人間はリスクを回避するように行動する」といっ



たような、人間の行動を理論的に説明してもらったことにも興味を持ちました。また、「プロパティマネジメント」は、自分が経験してきた業務を詳細にまとめていただけたので、復習・再確認ができて良かったです。

堤 ふだん聞きなれていない不動産の分野が新鮮でした。特に「不動産投資」の「投資用不動産のデューデリジェンス」は非常に勉強になりましたし、何より、講師の方が本当に不動産業務を愛していらっしゃると思えたと感銘を受けました。

島崎 ファイナンス理論やポートフォリオ理論等と不動産を結び付けた視点での講義が、新鮮で面白かったです。不動産投資がオプション理論と結び付くなどということは、今まで考えたこともありませんでした。不動産に投資した場合に、他の投資資産との相関関係からポートフォリオの効率がどれだけ上がるのかを見て投資家は意思決定をするだとか、現物不動産を見ているだけでは見落としがちで、投資決定行動の理論的側面を教えていただけたのが良かったです。あとはデューデリジェンスの項目やポイント等をまとめていただけたのは、ふだん実務を行っている者にとっても、改めて役に立つと思いました。



上田 どれも役に立ったのですが、あえて挙げるとすればUBS証券の沖野さんの「不動産証券化商品の投資分析」と、野村證券の木村さんの「不動産証券化商品の組成と販売に関する留意点」です。沖野さんはトップアナリストであられますし、ファイナンスのバリュエーションの根本的な部分についてわかりやすく解説されていて参考になりました。木村さんの授業は証券化に関する論点や要素を全体的に網羅されていて、まとめとして面白かったです。

4. テキストについての意見・感想

川口 テキストについては、どんな感想を持ちましたか。

上田 「永久保存版」です（笑）。いろいろな分野について、バランス良く書かれてあると思います。ただひとつ、索引があると良いですね。また、当社は証券化をアレンジする業務を行っていますが、新任者向けの教材に使用できるという印象を持ちました。

島崎 各項目が非常に詳しく書かれてあると思います。今後何かを調べたいと思った時のツールの1つとして、また、関連して何を調べればよいかという見当を付ける時にも役立つと思いました。ただやはり、索引があると便利ですね。内容に重複箇所が見られたのは、執筆者の方が講義内容に合わせてテキストを執筆されたからでしょうか。とはいえ、あまりにも教科書的に書いてしまうと、実務から離れてしまうということになり、ひいては面白味に欠けるのではないかと思いますので、テキスト執筆はバランスが難しいとも感じます。構成面では、概念から実務へという全体としての「流れ」に添ってあると、もっとわかりやすいので

はないでしょうか。

堤 大変まとまっていて、編纂された皆さんの苦勞が伝わってきました。専門的な項目についても十分にまとまっていたし、金融・証券業務の概論などについても非常にわかりやすくまとめられていて、読んでみて目からウロコが落ちるような部分もありました（笑）。重複している箇所などを整理していただけると、もっと良いテキストになると思います。

田辺 確かに重複している部分もありましたが、受験勉強の時には、重複してあるおかげで知識を見直すことができたということもありました。そういう点では「重複」には、メリット・デメリットの両方があるのかもしれないね。それから、非常にぶ厚くまとめられている先生と、コンパクトにまとめられている先生の強弱があったように思います。これは、講義とセットだからこそテキストが生きてくるという見方もでき、講義内容もテキストに沿って行われる先生もいれば、テキストが講義のガイドラインの代わりになっている先生もいたりして、講師によってのスタイルの違いが、逆に面白かった面もあります。

牧野 人それぞれに印象が違うかもしれませんが、講座によって難易度が違ったように感じます。とくにテキストの内容において、その差が大きいと感じました。ただし、全体的には量もありますが、内容的にはまとまっていると思います。また、先ほど索引についての意見がありましたが、もうひとつ「定義集」のようなものがあると便利だと思います。不動産業界にとっては難解な金融関係の言葉についての定義集ですね。そのあたりを充実させ、ブラッシュアップ



していけば、どんどん良いテキストになっていくと思います。

5. 業務と並行で受講することの難しさは？

川口 非常に興味深い意見でした。委員会で議論するときの参考とさせていただきます。

次に、業務と並行しながら受講することのご苦勞や、今後受講される方へのアドバイス、勉強方法等をお聞かせいただけますでしょうか。

牧野 週に2回、講義が行われることもありましたね。個人的には、16時、17時頃まで講義を受けても、帰社してから業務に取り組むことが可能な時間帯でしたし、繁忙期とも重ならなかったのも、業務に支障をきたすことはありませんでした。ただ、時間割のなかに週末を含むことで平日の負担を軽くしていくとかの工夫は必要になってくるのではないのでしょうか。また、受講の修了から試験日までには相当な時間があったので、復習時間があるという点ではよかったものの、反面、忘れてしまうのではないかと心配にもなりました（笑）。

田辺 週に2回あった時は、正直なところ大変でした。ほとんど業務に就くことができなかった日もありました。9時から16時まで受講という時間割でしたが、午後遅い時間から



開講する日があってもよかったのではと思います。あとは確かに試験までの期間は長かったですね。受験勉強は、試験の2週間ほど前に集中的にしまして、自分が実務で携わっていない分野を集中的に学習しました。

堤 予習をしている時間はなく、講義を聞きながらテキストを読むという状態でした。またノートを作ることもしなかったので、テキストに書き込みながら受講を進めていました。そのテキストを、試験前2週間で読み込んだので、個人的には、講義終了から試験日まで時間に時間があつたことはよかったですと感じています。それから、証券化の案件というのは年度末クロージングが多くそれに向けて1月は案件も佳境を迎えます。その反面、4月に入ると比較的時間に余裕が出てきますので、開講時期はそういったあたりも考慮して頂けるとよいかもかもしれません。

島崎 週に1~2日、コアタイムに会社にいられない状態になりましたので、やや厳しいものがありました。やはり土日や午後の活用は必要かと思います。勉強方法としては、試験前にひと通り内容を復習したのですが、テキストの冊数もボリュームもありましたので、それなりに時間は必要でした。ただ年末年始を利用できましたので個人的には助けられました（笑）。

上田 残業で乗り切りました（笑）。講義に

ついては、とくに第4部がボリュームの多さもそうですが、内容も実務的かつ高度なものになりましたので、もう少し時間を割いてほしいと感じました。あとは、本来であれば予習をして受講するのが望ましいのですが、業務と並行して受講する現実を考えますと、予習時間を作り出すことはなかなか難しく、できれば1度受講すればポイントがわかるような講義運営をしていただけると、受講する側にとってはありがたいなと思いました。試験対策としては、自分が経験している分野についてはさらっと、未経験分野についてはじっくりとという形で濃淡をつけて取り組みました。

6. 本講座を受講するメリット・意義は？

川口 講座と不動産証券化について関連付けて、何かご意見をお願いします。また、本講座を受講することのメリット・意義は、どんな点にあるとお考えになりますか。

上田 短期間のうちに知識を習得しなければなりませんので、不動産証券化の業務に関わる者が、この講座を受講することは非常に大切なことだと思います。世の中の流れとして、不動産市場においても所有と経営の分離という方向性が見られ、それは、大変画期的なことだと感じております。そのなかで不動産市場と金融市場をつなぐ新しいパイプ役を務めるのがわれわれですから、その両方の知識が当然求められます。個々人の知識の習得、そして市場の拡大を担う人材の育成、そういう両方の意味において、この講座は貢献していくのではないのでしょうか。

島崎 体系的に全体を網羅したうえで、さまざまなプレイヤーの背景にある行動理論

を学べたことが大変良かったです。また、各分野の最前線で活躍されているエキスパートの方に生でお話を聞いたことも貴重な経験でした。

不動産投資が現物不動産から証券化商品に変わってきており、これを学ぶことは、世の中の流れとしても自身のキャリアとしても、必要なことだと感じていました。投資しやすい商品を作るだけでなく、その商品に誘導するために、投資家の意思決定行動に合った理論を展開していくことやファイナンス等の概念を持つことが重要だと感じました。また、証券化商品を理論・実務の両面から説明して下さったことや、不動産証券化商品が派生商品として発展している現状の証券化の状況を面白く学ぶことができました。

堤 なかなかだんお話を聞けない実務家の方や先生方の講義を聞けるというのは、大きなメリットだったと思います。

たしかニッセイ基礎研究所の松村先生の講義のなかで、証券化対象不動産が20兆円という話を聞きました。一方で、不動産信託受益権の残高が11兆円という新聞記事を見た記憶があります。証券化比率が55%であればそれなりに高いとも思いますが、逆に言いますと、どうしてたったの20兆円なのかとも感じました。もう少しパイを増やしていくために、どうやって潜在的なマーケットを拡大していくかが不動産証券化に関わる者の課題であると思います。

田辺 不動産というものを体系立てて、「不動産屋」的な切り口から「金融屋」的な切り口まで、いろいろな切り口で見つめ直すきっかけを与えていただいたのが、受講のメリットだったと思います。また、いろい

ろなプレイヤーが、不動産という御輿を担いで盛り上げていく世界なのだなとあらためて認識しました。

牧野 不動産会社から証券化を見る場合には、常にSPCを中心においてイメージし、そのSPCに対して色々なプレイヤーが関わり、分業体制が確立していると思います。ただ、そういうなかであっても、たとえば税務や会計、そして法務といった、もっと違った切り口で見たり、掘り下げていかないといけない部分もあるはずで、それを知ることができるだけでもこの講座を受講する意味があったと思います。また、視野が広がり、いろいろな分野を幅広く、トータルで見られるようになる、そういう意味でもとても役に立つ、面白い講義だったと感じています。

従来の証券化はキャッシュフロー型が中心でしたが、最近では開発型をはじめとして証券化のバリエーションも広がっています。そのようななかで、ひとつのスタンダード的な教科書や講座があることで、今自分達がいる位置の確認や、それを考えるうえでの理論的なバックボーンやベンチマーク、またバイブルとして、この講座は役に立っていくのではないかと思います。



7. 不動産の証券化とは？

川口 このテキストの特徴は、学者主導ではなく実務家の方が主導で執筆されたという点です。普通は学者が書くものの中に実務家の方が入って頂く等のように、逆であることが多く、そういう意味では、この養成講座は、今皆さん方がおっしゃったように、不動産証券化の実務を行ううえでのスタンダード、あるいはベンチマークとして役立つものだと思います。

ただ、いくつか問題もありまして、先ほど牧野さんが「定義集」とおっしゃいましたが、実は「証券化」の定義というのはあえて統一していないんです。そのため多義的で、書き手である実務家の間で差があります。実は、私自身、20年ほど前に、法律・経済・工学をミックスした「不動産学」というものを唱えたことがあり、その時も「不動産学」の定義が議論になりました。そして、それは、今もまだ定義が定まっていません（笑）。今回はさらに金融も加わっていますので、なかなかひとつの定義に収めるのが難しい、そのような事情もあって、今回のモニター講座では多義的なままお示ししました。

そこでお聞きします。本講座で学習し、また実務でもご活躍の皆さんなら、「不動産



証券化」を一言でどう定義されますか。

上田 ひと言で言うと「不動産市場と金融市場のパイプ役」、私はそう思っています。

川口 なるほど。ではこれも定義と関連しますが、不動産証券化の商品と言ってしまうものをイメージされますでしょうか。デット、エクイティ、なかにはREITが中心だという方もいますが、この講座を通じて皆さんはどんなイメージを持ちましたか。

牧野 不動産というのは千差万別ですよ、隣り合ったビルでも築年数や賃料などによって価値は異なります。証券化の良いところは、それをパッケージ化して、流通しやすくして、説明しやすいようにすることで、多くの人に購入していただける商品にしていける点だと思うんです。今まで不動産は不透明でよくわからないと言われ、一部のみにしか扱えなかったのが、デットでも、エクイティでも、REITであっても、購入する人の希望に合った形でパッケージ化して提供できます。その仕組みが「証券化」なんだと思いますし、私達が担っている役割なのだと思います。

川口 「パッケージ」というのはキーワードだと思います。米国をはじめとして、「不動産証券化」の研究者の今のテーマは「パッケージ化することによっていかに付加価値が生まれるか」なのです。「現在価値の加法性」を学ばれたと思いますが、理論的には、ストラクチャードファイナンスというのは付加価値を生まないんです。例えば100のものを単純に10に切り分けたとしても、集めれば100のままです。ところが実際に計ってみると100のものが120だったりするわけです。つまり、パッケージ化によって付加価値が生まれている、こういったことが

アメリカでも実証研究されています。

そういう意味で、今まで一部の投資家だけが投資していた不動産が、これからは証券化によるパッケージ化で「全員参加型」の金融商品になるわけです。それも単に実物を金融商品化するのではなく、付加価値を生む形で証券化されるわけですから、そこに新しい産業が生まれる。そして、その新産業を支える知識を持った人材を生み出すのが、本講座なのではないかと思っています。

牧野 たくさんの人に購入していただけると、実質的な価値は変わらなくても競争によって価値・価格が上がるという効果もあります。そういう意味ではデット商品というのにも必要だと思います。多様な商品が揃って、間口が広がると競争が生まれますから。

川口 不動産業界の方はデットを学ばれる機会が少ないために、苦手意識をお持ちの方が多そうですね。

田辺 モルガンスタンレー証券の赤井さんの講義で、非常にわかりやすく説明をいただきました。やはりデットに限らず、エクイティであっても「求める人の、求めるように投資商品として売っていく」、そのための技術や仕組みが証券化なんだと、感じています。投資先としてのポテンシャルを秘めた不動産を、魅力ある投資対象とな



るよう加工して、資金を流通させる仕組みが「証券化」だと。この証券化により、これまで不動産に見向きもしなかった人たちが投資する可能性が広がり、今後はひとつの産業としてさらに大きく成長し、関係者も増え、ビジネスチャンスも生まれていくだろうという印象を受けています。

川口 米国のあるテキストでは、証券化の定義を「非流動的な資産を流動化すること」と書いています。そのためにパッケージ化する、そのキーワードが「証券化」なんですね。一方で、エコノミストが発行している「世界の金融市場」という本では、証券化の章を「MBSと非MBS」に分けています。英米型のsecurityをMBS、それ以外を非MBSと分けているんですね。堤さんは、米国でRMBSなどの経験をお持ちですが、日本の証券化はそもそも英米とは違う形で進んでいるように感じるのですが、いかがですか。

堤 そもそも日本の証券化マーケットは金銭債権ABSやCLO（ローン担保証券）から始まっているんですね。アメリカはMBSから始まっていますので、そういう意味では順番が逆だったかなと思います。ただ、この1~2年は日本でもMBS型が増えてきますし、潜在的なマーケットの規模はローンが大きいですよ。物件をSPCに移すだ



けでは価値を生みませんし、でき上がった商品の流動性の有無で商品の利回りは大きく違ってくるはずです。流動性が低いものを高いものへと持ってくる時に生じる裁定の最も大きいものこそが不動産なのかと思えます。ただ、日本でもMBSのマーケットが主体になっていくはずだとも思います。

川口 先ほど、日本の20兆円は小さいというお話しがありましたが、私は、実際に証券化されるかどうかは考えないものとして、少なくとも100兆円あると思っています。米国の研究機関の推計では200兆円と言っています。これは推定の仕方にもよると思いますが。

堤 何か障害になっていて証券化が進まない部分があるとして、そこを上手く変えていくことができれば、まさに裁定の利く部分が増えるということですから、マーケットが一気に拡大する可能性もあると思います。

島崎 私は、不動産の投資対象を大きく広げ、投資機会を提供したのが「不動産証券化」だと思います。個人に関して言えば、資産家でなくても小口で投資できます。年金にしても、従来はごく一部の現物投資のみが行われていましたが、証券化によってリスク・リターンを計りながら不動産の分散投資ができるようになってきました。いろいろなプレイヤーが関わって、不動産をキャッシュが見える商品にすることができ

ましたし、多種多様な投資家の資金が入ってくるようになりました。投資家の側から見ると商品が増えたことにより選択肢が増え、不動産会社側からみるとビジネスチャンスの拡大と言えるのではと感じています。

8. ファイナンス理論の必要性

川口 実は、受講生へのアンケート調査結果で「ポートフォリオ理論やファイナンス理論は必要ない」という意見が多くありました。今日の皆さんのお話とは全く反対です（笑）。アンケートの数字と、実際のお話では、ずいぶんと違うものだなあとビックリしています。

ファイナンス理論の基本、最も大きなところは、マーコヴィッツの「ポートフォリオ理論」や「平均分散アプローチ」です。これが出てきたことによって、不動産に新しい位置付けが与えられました。「エリサ法」で分散投資というパラダイムができたことで、ポートフォリオに不動産を必ず入れなければならなくなったのです。日本にはまだ浸透していないのですが、世界には8,000兆円の投資資産があって、そのうち約17%が不動産です。そうすると単純に考えても、アセットアロケーションに不動産を10数%入れないと、マーコヴィッツの分散理論に合わないのではないかというのが、エリサ法の基本的な考え方です。

ところが現実には流動性がなかったり、大口であったり、取引価格が観測できなかったり、する。そこで擬似的な不動産投資ができないと言われるようになり、その究極の商品がREITなのです。だから東証は擬似不動産になるように上場基準を設けています。

ポートフォリオ理論を学んだ皆さんからの感想として「こういう世界があったのか」と驚きの感想を持ったというのがありましたね。実は、私自身もマーコヴィッツのポートフォリオ理論に触れた時、同じ感想を持ちました。ですから、受講生の方のアンケート結果から「ファイナンス理論不要」という意見が出た主旨が、実はよくわからないんですよ（笑）。

島崎 私自身、ファイナンス理論やポートフォリオ理論ということが全くわかっていなかったものですから「ファイナンス理論を不動産に結び付けて証券化する場合にはこう使えるんだ！」ということをおぼることができたと思います。また、逆に、なぜ不動産に投資するのかを説明する時に、ポートフォリオ理論で学んだ「リスク・リターンが異なるものを加えることで運用効率上がる」という理由を説明できるようになりました。理論だけを教えていただいても実務には結び付かないと思いますが、どう使えばよいのかという「流れ」を学べたことは非常にありがたかったです。

川口 島崎さんがおっしゃった「流れ」、すなわちポートフォリオの概念があって、それが実務にどう適用できるのかという「流れ」ですね。本講座のなかには、それが欠如している部分もいくつかありまして、それは今後の課題だと思います。その流れを説明しているものにタックマンのテキストがありますね。概念と実務の関係が自然に流れていくような講座になれば、もっと良くなるのでしょうかね。

上田 ただ、多くの投資家や実務者が、現状でそこまで理解できているかというと、少し疑問があります。川口先生がおっしゃ

ったような総括的な理論は必要と感じるかもしれませんが、細かな理論については必要ないと感じた方がいても無理はないかもしれませんね。

川口 なるほど。先ほど、短期間にキャッチアップするには良い講座だという意見をいただきましたが、ARESのコンセプトも、急拡大する市場に人材を輩出するというものです。これは業界や国も同じ考えです。そういう観点では役に立つと思いますか。

上田 それは役立つと思います。私はいろいろな業務をやってきたこともあって、断片的に知っていることはありました。それを一つの体系的な知識につなげてくれたのが本講座だったと思います。全くの新任者には難しいかもしれませんが、ある部分で少しでも経験をしている方には、一つの指針を与えてくれるものになるのではないのでしょうか。ただ、受講者のレベルも様々だと思いますので、そのあたりも課題だと思います。

川口 アンケート結果を見ると、不動産業界の方からの質問として「どこまでファイナンスを学べばよいのか」あるいは「ここまで学ぶ必要があるのだろうか」といった質問がありました。不動産証券化実務の入口に立つ人材として「どこまでの知識が必



要なのかわからない」という皆さんの意見について、どう思われますか？

田辺 確かに内容が非常に専門的で、難しく、しかも広範に渡っているという印象があります。私の場合は、質、量ともに、何とか食いついていけるかいけないかというレベルで、まだ理解できていないこともあります(笑)。ただ、私は不動産会社の社員ではありますが、AMやPMなど投資スキームのなかで位置づけられる仕事を経験していましたし、投資の世界に興味もありました。ですから、比較的受け入れやすかったのかとも思います。純粹に不動産の世界だけに身を置いている人には、少し厳しいかもしれません。

ただ、実務と経験は、双方伴って発展していくものだと思いますし、今回大変だと感じても、将来、なんなくこなしているものなのかもしれません。

9. 受講を修了した人材のポジショニング

川口 確かに、軽く通過できるのであれば意味がありませんね(笑)。ただ、人材育成という観点からすれば、主旨と合致していると云えるのかもしれません。では、この入口を通過した人材というのはどのようなポジショニングになるのか、アシスタントなのか、実



務プレイヤーなのか、どのあたりのポジションの方を指すのでしょうか。この「入口」というのをどうお考えになりますか。

牧野 当社の場合は実務から入る場合が多いので、理論的なバックボーンのない人間が多いんですね。経営者は別としても、一般の社員のなかでファイナンスの知識を持った人は少ないと思います。ですので、最初にもお話しましたが、金融機関の方との打ち合わせで飛び交っている言葉がわからないということもあるんです。

この講座もいろいろなレベルの方が受講すると思います。その方々が受講を修了し、いきなり初級者から中級者になるかと言えば、私は違うような気がします。試験に合格することと、ポートフォリオ理論を投資家に説明できることというのは違うことだと考えます。説明をするには、自身で知識を消化して、それを応用していかないといけないと思うんです。ただ、仮に完全には理解できていなくても、ここでそういう世界に触れておくことで、自分が問題にぶつかった時に立ち返って調べる「当て」を作ることができます。そのためのきっかけ作りにはなると 생각합니다。当社は業務が明確に分担されていますので、一部分を理解している者は多いんです。でも、受講することでトータルに見られるようになると、新しい発見も得られると思います。分野が広くてもいろいろと聞きかじってみることで、次のステップや業務につながっていく、1つや2つでも役に立つことがある、それだけでも受講する価値はあると私は考えます。

ポートフォリオ理論の部分については、証券化だけではなく、他の部分でも役に立つことは多々あり、なくしてしまっては勿

体無いと思います。

川口 堤さんは、MBS側から見た場合のこの「入口」というのをどうお考えになりますか。

堤 実務を知っているのと知識を知っているのでは、若干違うと思います。試験に合格した人を実務の世界にポンと入れて、すぐに活躍できるとは思いません。ただ、実務を行ううえでも、知識があるのとないのでは全く違いますから、決してすぐに上級になるのではないにしても、勉強しなかった人とは差ができるんじゃないでしょうか。それから、ファイナンスに対して皆さんから拒否反応が出たというのは、一番難しい箇所であるにも関わらず講義の時間が少なかったと感じたからなのかもしれませんね。

10. 最後に

川口 ありがとうございます。牧野さんと堤さんのお話をうかがって、われわれが考えていたポジショニングというのが、ちょっと違ってたと、よくわかりました。

証券化のもうひとつのキーワードは「アンバンドリング」すなわち「分業体制」です。証券化は、色々な方が関与する分、総体がつかみにくいという実態があります。「実務の入口に立つ人材を育成する」という目的で取り組んでいますが、今のお話を聞いてわかったのは、初級・中級・上級というのはまた別な次元であって、ここでは「0」か「1」なんですよ。本講座を受けた人とそうでない人の差は、レベルの差ではなく「知っている・知らない」という「0」か「1」のような違いなんですよ。証券化業務に関わるための基礎的な知識、準備



ができていのかどうかを示す資格なんだとわかりました。

では最後に、本講座に対する意見や感想、あるいはこれから受講する人へのメッセージ等があれば、ひと言ずつお願いします。

島崎 試験に関しては、穴埋めの問題などで、いろいろな解答が想像できてしまうケースがありました。そのあたりは見直しの余地があると思います。ただ講座全体としては本当によくまとまっていて勉強になり、テキストは今後も手元に置いて役立てていきたいと思います。

これだけ多面的に不動産の周囲や背景にあるあらゆるものを取り上げて、教えていただける機会はないと思います。今後、実務に取り組んでいくうえで、どんなポイントを押さえればよいのか、どんなことが問題となるのかを多角的に知ることができる、これは新任者に限らず、ある程度の実務経験を積んだ人にとっても業務に生かせると思います。

上田 例えば、多少の過熱感は感じつつも、REITについては、投資機会を広げたという点で、良い商品だと個人的には思っています。金融機関にいますと、どうしても短期的な収益に追われてしまっていますが、自分達の収益の実現とREITのような新しい商品の紹介や投資機会の提供を両立できるような



仕事ができればと思っています。私はこの講座を受けたことで「入口」のひと通りの知識を得られたので、それを生かしながら付加価値を実現できればいいなと思っています。

田辺 こういう世界があるんだと知ることができたのが、やはり大きいという感想です。私もたまたま不動産投資の世界に携わっていますが、それぞれのプレイヤーの存在や行動背景を知っているだけで、いろいろな方と話す時の免疫が付きましてし、視野も広がったと思います。また、自分の可能性を広げる機会になったとも感じています。“不動産証券化”実務家養成講座という名称ですが、仮に異なる分野の業務を担当する時があっても、この世界を知ることが、何らかの役に立つだろうと思いました。

牧野 最近、当社でも金融機関から転職してくる人が増えています。人材の流動化、あるいは融合化しているような変化が見られますし、こういう変化を通じて不動産と金融が切っても切れない関係になっていくのだと思います。

それから、せっかく著名な学者の皆さんとトッププレイヤーの実務家が場を共有して、共同作業でテキストや講座を創り上げていくわけですから、その有意義な場を上手に利用

して進めていただければと思います。

堤 証券化商品は、証券のなかでも最も複雑な分野だと思うんですね。組成をする際にも、販売をする際にも、ある意味で「部品」が多い商品を生設計するのは本当に難しい…。各部分の専門家が集まって組成・販売を行っていくことにはなりますが、その際、専門外の部分についても基礎知識がある人とそうでない人が集まるのでは、効率性や品質が全く違って来る可能性があると思うのです。そういう意味では、各部品について基礎から知識を学べるこの講座は、非常に有意義だと私は思います。

それから、講義についての感想なのですが、密度にかなり差があると感じましたので、そのあたりを検討していただければと思います。

川口 今回いただいた貴重なご意見は、今後に反映させていきたいと思っています。すでにアンケート結果を参考に、講座の濃淡や、あるいは組み換えなども検討中です。また、できれば定義を明確化し、今日のご指摘にあったように、もっとしっかりとした部品を作っていきたいと思っています。そして、講座のさらなる充実と、今後の継続教育についても検討してまいります。

今日、私は皆さんにお会いできるのを非常に楽しみにして来ました。この初めての講座を、どのような方々が受講されていたのか。でも、皆さんにお会いして、ようやく実際の姿がイメージできました(笑)。本日はありがとうございました。



受講生の声

第1回「不動産証券化実務家養成講座」を受講して

■多面的な見方が身に着く講座

森トラスト株式会社

経営企画部 課長 高橋 信

私は、森トラスト株式会社の経営企画部で、会社の部門を横断する業務や新規業務を担当しています。不動産証券化もそのひとつです。J-REITについては、当社グループで運用会社を設立し、投信法が改正された2000年から2004年2月の投資法人の上場まで継続して関わってきました。現在は、運用会社の非常勤監査役も勤めています。

今回、本講座を受講した動機は2つあります。ひとつは、不動産証券化のアセット・マネジメント、オリジネーション側の考え方に加えて、金融市場、投資家サイドからの見方も理解したいという理由です。もうひとつは、J-REITのような不動産運用型だけでなく、不動産流動化型についても、より実務的な知識を身に着けたいという理由です。

受講した感想ですが、テキストが非常に充実していることが一番に挙げられると思います。最近是不動産証券化に関する書籍も増えてきましたが、不動産証券化についてこれだけ幅広く、かつ実務的に解説したものは他に類を見ません。講座の学習に使うだけでなく、実際の業務の際に利用する機会もあると思います。このテキストを手に入れるだけでも、

受講する価値があるのではないのでしょうか。

具体的な科目では、「ファイナンスと証券化商品」とMBS・CMBS関係の講義が印象に残っています。「ファイナンスと証券化商品」では、ポートフォリオ理論や投資分析など、これまでは経験的、感覚的に理解してきた部分に、ある程度の理論的な裏付けが得られたと思います。MBS・CMBSについては、自分が主に関わってきた資産運用型でのエクイティ中心の考え方に、資産流動化型のデット側の見方を加えることができました。

ひとつだけ科目面での要望をさせて頂けるなら、デューデリジェンスに関してさらなる充実をお願いしたいと思います。不動産証券化では、収益用不動産を扱うことが多く、デューデリジェンス、特にエンジニアリングレポートの重要性が増しています。金融業界だけではなく不動産業界も文系出身の方が多いと思いますので、本講座でエンジニアングレポートについてより深く理解することは、貴重な機会になるのではないのでしょうか。

本講座を受講するにあたり、私が心がけたことは2つあります。ひとつは、テキストを一通り読んでから講義に臨むようにしたこと

です。学ぶべき内容が非常に多いので、講師の方が講義で説明されることだけで全てを理解するのは不可能です。事前にテキストを読んでおくことにより、講義の時間を有意義なものとすることができました。もうひとつは、メリハリをつけて学習を進めることです。業務と並行した受講では割ける時間にも限度があります。特に試験の準備としては、得意な科目は知識の確認程度に抑えて、自分にとって新しい分野に集中的に取り組むようにしました。

本講座を受講することで、不動産証券化という幅広い概念を横断的に学ぶだけでなく、各々の分野について実務に即した形でより深く理解することができました。不動産証券化に関する自分の知識の整理をするとともに、多面的な見方ができるようになったと思います。

たかはし・しん

●1965年生まれ。1988年一橋大学社会学部卒業。経理センター、開発グループ、財務担当等を経て、1999年から森トラスト株式会社経営企画部。

■不動産証券化ビジネスを概観できる講座

大成建設株式会社

資産マネジメント部 高野須 晃



1.受講動機

不動産証券化の各分野の第一線で活躍されている実務家をそろえた講師陣と充実したカリキュラム内容を見て、自己の業務を進めるうえで有益な機会と考え、受講を希望しました。

2.受講してみた感想

理論と実務、不動産と金融にまたがる講義は、毎回とても刺激に富む内容で、テキストの質・量と共に期待以上に充実していました。要求される知識・経験の幅広い不動産証券化の実務に今後自分が携わっていくなかで、その土台となる知識を提供して頂いたと感じています。

3.カリキュラムの内容について

興味深く感じたのは「ファイナンス理論」

と「投資分析」の科目です。これらは、今回の講座のなかでは「実務」に最も遠く位置するようにも思われました（失礼）が、「投資」の角度から不動産あるいは不動産証券化をとらえるうえで、欠くことのできない視点を与えてくれると感じました。

講義全般に関しては、1日あたり講義数を2講座程度にし、受講日程をその分長くして頂けるとありがたく思いました。今回は1日4講座ありましたので、個人的には短期間で詰め込むような形となってしまう、せっかくの内容を消化不足な個所も多く残してしまいました。

4.テキスト等の教材について

講師の方々の講座に対する熱意が伝わってくるテキストでした。講義の期間中だけな

く、現在も日々の業務において「参考書」として使わせて頂いています。

できることなら毎年改訂版を出して頂けないかと願っています。特に「不動産証券化の実務」の科目については、変更箇所を抜粋する、または変更箇所についてはテキストの欄外に「※」マークを表示するなどして頂けると、たいへん有用な実務書ができるのではないのでしょうか（勝手なことばかり言って申し訳ありません）。

5.業務と並行した受講／勉強の苦労や工夫

私はこれまで金融分野については、あまりなじみがありませんでしたので、いきなり講義を聴いても理解困難と考え、なるべく講義前の電車の中や休み時間中にざっとテキストに目を通すようにしました（全部はできませんでしたが）。

その他の科目についても自分の知らない個

所を中心に吸収しようと心がけました。

6.この講座のアピールポイント

一口に「不動産証券化」と言ってもその領域が広いので、これから実務に入ろうとする方、あるいは今現在実務に携わる方にとっても、その必要とされる知識を「どこからどこまで」得るかの判断はなかなか難しいのではないのでしょうか。

私は今回の講座を受講することで、不動産証券化ビジネスのアウトラインを概観できたように感じました。

こうのす・あきら

●1993年一橋大学社会学部卒業。同年大成建設株式会社入社。不動産部、管財部に不動産調査・評価等を経て、2005年3月より都市開発本部資産マネジメント部。主に開発型証券化のSPC運用を担当。不動産鑑定士。

■プレイヤーの知識レベルへと近づく



中央三井信託銀行
不動産投資顧問部 佐藤 雅人

1.受講のきっかけ

私が、本講座を受講するきっかけとなったのは、上司より「ARESが、不動産証券化の全般に関するセミナーを開催することになり、会員からモニターの受講者を出すことになっているので参加してはどうか？」という気軽な感じの働きかけがあったことによります。

その時点で、私の不動産業務経験は約2年半（不動産信託受託業務約1年半、仲介業務

約1年）となっており、不動産業界についておおまかなアウトラインを掴みつつある状況でしたが、REITやファンドといった大きな仕掛けについて本格的に勉強したことがなく、上司の働きかけをスキルアップの好機と考え受講することにしました。

しかしながら、全7日に及ぶ講義カリキュラムとぶ厚いテキストが手許に届いた瞬間、「この量を2～3カ月で消化するのはとても無

理だ」と愕然とし、また、カリキュラムの「修了認定試験」という記載を見た瞬間、目の前が真っ暗になったのでした。

スクーリングが始まる頃には、年度末までに仕上げるべき仕事がいくつか佳境を迎えつつあり、体力的な不安もありましたが、「手を挙げた以上、ついて行けるところまでなんとかやってみよう」というなかば開き直りの気持ちで、スクーリングに臨みました。

2. 受講状況

膨大な学習量を短期間で消化するというカリキュラムを見れば、本講座を受講するにあたり、少なくとも事前にテキストに目を通してくる位の予習が不可欠なのは明らかでしたが、子供の頃から予習をするという習性がないのに、業務が繁忙期に突入したということもあり、基本的には予習はほとんどできませんでした。

しかしながら、周囲の協力もあり、講義にはすべて出席することができました。講義では、時折集中力を維持できなくなりながらも、重要と思われる部分や理解し切れなかった部分をマークすることに努めました。幸い、当時手がけていた案件は地方のものが多く、新幹線等での移動の機会が多かったため、この移動の時間を復習の時間に割くことができ、修了認定試験までにテキストを通読し、試験の直前には講義でマークした重要ポイントや理解が浅かった点を中心に復習することができました。

3. 講義・テキストの印象

上記のようないわば付け焼刃の学習で、テキストの内容や先生方の講義を論う資格があるとは思えないのですが、一通り講義を聞か

せていただき、また、テキストを通読（とは言っても補論の部分は読み飛ばしています）した感想は以下のとおりです。

(1) 第一単元「不動産証券化概論」

この単元は、不動産証券化の基本的構造の理解が主なテーマとなっています。松村先生が担当された第Ⅰ部の『不動産証券化の概要』と北先生が担当された第Ⅳ部の『アセット・ファイナンスの実際』は、市販の不動産証券化の概説書を何冊か読んだことがあったので、ある程度知識として持っていました。重要なポイントがコンパクトにまとめられており、知識のブラッシュアップになりました。この2講を合わせて『不動産証券化入門』と位置付けることができ、実務経験はこれからという方にとっても非常に有益な講義になるという印象を持ちました。

第Ⅲ部の『金融資本市場の実際』は、私にとって知識が乏しいエクイティ・ファイナンスの分野だったのですが、渡辺先生の講義はとて臨場感があり、新たな知識を多く得ることができました。

(2) 第二単元「不動産投資」

第2分冊は不動産の物周り（物件調査、デューデリジェンス、賃貸借管理等）が中心テーマとなっており、たまたま本講座と同時期に進めていた取引等にも参考にさせていただきました。

田村先生が担当された第Ⅵ部の『不動産開発業務の実際』は、最近取り組んでいる案件において開発型のウエートが高くなってきていたため、非常に興味深く講義を聞かせてもらい、有益な知識を得ることができました。今後、開発事業と不動産証券化との融合が進んでいくことが予想されますので、カリキュラムのなかで、もう少し時間を割いてもらえ

れば良かったと感じています。

(3) 第三單元「ファイナンスと証券化商品」

数学とは高校1年の時に決別した私(グラフが曲線になったり、Σが出てきたりするともうお手上げです)にとって、カリキュラムを見た瞬間から、この単元が乗り越え難き壁として立ちはだかることはわかっていました。そのため、この分野は理解して自分のものにするという目標は最初から捨てて、イメージだけでも掴もうという気持ちで臨みました。

先生方も、私のようにポートフォリオ理論やその基礎となる数学的な知識に乏しい受講者もいるだろうと配慮されていたようで、非常に丁寧な講義をしていただいたとの印象を持っています。そのため、四則計算程度しかわからない私でも、なんとかイメージを掴むことはできました。むしろ、これまで勉強したことがなかった分、他の単元以上に新しく得たものが多かったと思います。

(4) 第四單元「不動産証券化の実務」

この単元は、実際の取引で必ず直面する法律、会計、税務が中心テーマとなっており、これらは文字どおり実務に直結する問題でありましたので、興味深く講義を聴きました。田村弁護士が担当された法務面(第Ⅲ部、第Ⅳ部)ではタイムリーな話題であった匿名組合出資のみなし有価証券化に伴い発生した問題点や証券化のキャッシュフローの源泉となる賃貸借契約と倒産法制との関連等かなり難しい問題について、杉本先生が担当された税務面では実務上問題が起りやすい消費税の問題について詳細な説明があったとの印象を持っています。

4. 若干の要望事項

本講座のカリキュラムは不動産証券化に関

して必要と思われる知識分野を網羅していると思われ、ボリュームとしては十分すぎる位なのですが、個人的にはプライベートファンドの投資実務についてもっと勉強したかったので、REITや機関投資家の投資方針についてついでに講義に加え、プライベートファンドを運営しているAM会社の投資行動についてももう少し充実させていただければよかったですと思います。

5. 最後に

なんとか修了試験を終え、本講座を一応修了ということにさせていただいたのですが、この感想文を書いている現時点では、残念ながらテキストや講義の内容の大部分は忘れてしまっていますし、受講前と比べて業務にキレが出たということもありません。しかしながら、これまで個別の不動産取引という表面的な事象しか見えておらず、不動産を運用対象とするプレイヤー(REITやファンド、機関投資家)の投資行動について深く考えることがなかった自分にとって、本講座の受講がこうしたプレイヤーの知識レベルに近づく足がかりになったことは間違いのないと思います。今後、本講座の受講が自分の業務の血となり肉となるよう一層の自己研鑽に励みたいと思います。

さとう・まさひと

●昭和43年6月生まれ。東京都出身。平成3年4月三井信託銀行(現:中央三井信託銀行)入社。支店勤務、債権管理業務を経て、平成14年5月不動産投資顧問部に配属。不動産信託受託、不動産流動化アレンジ業務を担当(平成16年9月まで)。その後ファンド向け仲介を担当(平成16年10月以降)。現在は不動産投資顧問部投資営業第二グループに所属。

不動産証券化に関する 会計・税務の実務上の論点 ③

J-REIT等における 会計上の論点



中央青山監査法人 金融部代表社員 田中 俊之

1. J-REITの制度的な論点

J-REITとは、複数の投資者から集めた資金をオフィス、商業施設、賃貸用住宅等の不動産で運用し、その運用益及び売却益等（以下、運用益等という。）を投資者に分配することを目的とした投資法人のことであり、平成17年4月末現在、16のJ-REITが東京証券取引所等に上場している。

J-REITには、制度的に以下の論点があるとされている。

(1) 「投信法」の埒内での制度整備から生じる論点

J-REITは投信法の埒内での制度化であったため、従来の証券投資信託の制度・規制を租借することとなり、不動産の適正評価、ディスクロージャー、及び現物不動産の取得かSPC等の受益証券の取得かを選択等の論点を抱えている。監督当局の実務的な解決対応に期待したい。

(2) J-REITのコンプライアンス等の未拡充から生じる論点

J-REITは、委託会社及び投資法人等にお

いて、ややもすれば、既存の証券投資信託にかかるプレイヤーと比べコンプライアンス、利益相反取引の防止等について脆弱なイメージがあるとされている。平成14年10月に公表されている「投信・投資顧問検査マニュアル（投資信託委託会社・投資法人・投資顧問業者に係る検査マニュアル）」を前提とすると、現在、委託会社及び投資法人等のコンプライアンス、利益相反取引の防止等に対する整備拡充が期待される。

(3) 実績のない上場から生じる論点

J-REITは新制度として誕生したため、運用実績のない投資法人の上場を認めることとなってしまい、上場に耐えられるかについては、実質的な意味で検討されていないこととなっている。今後の上場管理に期待したい。

(4) 不動産市場の未整備から生じる論点

J-REITを取り囲むわが国不動産市況は、米国REITのように不動産市況の地代、賃借料等の情報が必ずしも広く一般に開示されているわけではなく、どちらかという閉

鎖的である。このような状況下において投資法人の運用を評価すること、またはリスク管理・開示の必要十分性を認識することはかなり困難といわざるを得ない。今後の不動産市場の情報開示に期待したい。

(5) 税法との不整合から生じる論点

J-REITは、成立当初から税法との不整合が顕在化し、現在も十分な解決を見ていない。ある意味、「見切り発車」の形をとることとなっている。税務当局の実務的な解決対応に期待したい。以下、現在でも不整合である主要な点を列記した。

- ①90%超分配した場合の分配金の損金算入論点

(6) その他の論点

- ①UP-REIT導入への法未整備の論点
- ②オリジネーターからのオフバランスの論点

2. J-REITの会計上の論点

J-REITにおける会計上の論点は、以上の制度上の論点を踏まえ、減価償却費をめぐる論点、新投資口発行費の繰延資産計上をめぐる論点、消費税をめぐる論点等があるが、今日的論点としては、減価償却費をめぐる論点が最も注目される論点である。以下、この点に限定して記載する。

(1) 減価償却費をめぐる論点

J-REITは、固定資産の減価償却の方法として、有価証券報告書等に以下の方針を記載し、この方針により、減価償却を計上しており、この前提として、土地・建物等の

取得価額の按分論点、建物等における躯体と附属施設等の按分論点、それぞれの資産に適用する耐用年数の選択論点等の会計上の論点が生じ、これらの結果、当該運用物件における減価償却費が算出され、当該J-REITの運用利回に重要な影響を与えることとなっている。

[重要な会計方針]

1. 固定資産の減価償却の方法

(1) 有形固定資産

定額法を採用しております。

なお、主たる有形固定資産の耐用年数は以下の通りであります。

信託建物	3年～50年
信託構築物	3年～35年
信託器具備品	3年～12年

(2) 会計上の個別論点

①論点その1：土地・建物等の取得価額の按分論点

会計および税務上においては、土地および建物、その他の附属設備、備品等（この原稿について、建物等という。）を同時に取得した場合に、取引当事者がそれぞれの譲渡対価が合理的に算定され、かつ契約書上にそれぞれの対価が明らかにされているときは、当該譲渡価格は一般に適正なものとして取扱われる。

J-REITは、不動産鑑定士の算定した不動産鑑定価格（DCF法による将来収益還元価値）を基礎として、投資不動産を取得している。しかし、DCF法による価格は当該不動産を一括して評価したものであり、会計

上必要な対応としての土地と建物等とを区分することとは直結していない。

したがって、鑑定評価書を取得した上で鑑定価格を参考に投資不動産の譲渡価格を決定した場合においても、どのようにして当該不動産価格を土地と建物等に区分すれば合理的な算定となりうるかについては、引き続き検討の必要がある。

例えば、以下のような不動産を取得した場合、会計上、次の計算がなされる。

例1)	
不動産鑑定評価額	100億円
(この価格で取得したとする。)	
積算価格	
(不動産鑑定書に併記されている。)	
土地	40億円
建物等	20億円

計算1)	
不動産鑑定評価額	100億円(取得価額)
建物等の取得価額(按分価格)	
	$100 \times 20 \div (40 + 20) \div 33$ 億円
土地の取得価額(按分価格)	
	$100 \times 40 \div (40 + 20) \div 67$ 億円

(計算1)は、積算価格は不動産鑑定評価額には採用されなかったものの、積算価格の算定にあたって示された土地および建物等の価格の比率は時価の比率を反映したものであるとして、「積算価格による按分法」により算定された土地と建物等の按分結果である。

一方、積算法算定にあたって示された建物等の価格は時価を示すものであるとして、

「差引き法」に基づき土地、建物等を区分すると、下記の計算(計算2)によることになり、建物等の取得価格は、20億円となる。

計算2による場合、減価償却費の負担は「積算価格による按分法」計算1による場合に比べ60.6% (20億円 ÷ 33億円 × 100 = 60.6%) となり、単純計算で、建物にかかる減価償却費は、年間16百万円減少(躯体とその他の設備の比率を7:3とし、定額法、耐用年数を50年として計算した場合)することとなる。

計算2)	
不動産鑑定評価額	100億円(取得価額)
建物等の取得価額	20億円(積算価格)
土地の取得価額(差引き価格)	
	$100 - 20 = 80$ 億円

昨今、不動産鑑定評価書において、DCF法に基づく価格を最終的な不動産鑑定価格とした場合においても、土地および建物等それぞれの内訳価格を示す場合が出てきている。

②論点その2：建物における躯体と附属施設の按分論点

土地と建物等の按分が終了すると、建物の中身、すなわち、躯体、附属設備、機械設備及び備品等の按分が必要となる。これらには、以下の方法があると考えられる。

すなわち、今後の除却等を想定した場合、ある程度詳細な区分計上が必要とされることとなる。

- ・売主の固定資産台帳等による方法

売主の固定資産台帳等を基礎として按分する方法である。売主の協力がある場合に採用することができ、比較的適切に物件を区分計上することができる方法とされている。

- ・専門家による調査レポート等による方法

個人からの取得の場合、バルク等で取得する場合等、売主の協力が得られないケースがある。その場合には、ゼネコンその他専門家から躯体その他の設備に関する内訳書類を入手する方法を検討することが考えられる。ただし、今後の除却等を想定した場合、ある程度詳細な区分計上が必要とされるので、建物における躯体と附属施設の按分をする場合、留意が必要である。

③論点その3：それぞれの資産に適用する耐用年数の選択論点

次の論点は、それぞれの資産の耐用年数の採用である。J-REITは、収益である賃貸収入との関係上（「収益・費用対応の原則」によるとされている。）、定額法を採用しているが、耐用年数の考え方には以下のようなものがありうると考えられる。

- ・法定耐用年数を採用する方法

法人税法上に規定する耐用年数を採用する方法である。投資不動産が、中古資産の場合は、法人税法に定める「中古資産にかかる簡便計算法」を使用することとなる。

「中古資産にかかる簡便計算法」

(法定耐用年数 - 経過年数) +

(経過年数 × 20%) = 見積耐用年数

- ・経済的耐用年数を採用する方法

資産を事業の用に供したとき以後の使用可能期間を見積もる手法であるが、鑑定評価者等の専門家が積極的に特別の調査をすることが前提とされる。

3. 特定目的会社における会計上の論点

以上のJ-REITの論点は、特定目的会社にもそのまま当てはまるものであるが、特定目的会社における減価償却をめぐる論点としては、投資不動産を販売用不動産とするか、固定資産とするかの論点がある。

すなわち、当該特定目的会社における当該投資不動産の所有目的、所有期間を総合的に勘案し、短期的に売買することを目的として取得するものであれば販売用不動産として流動資産に計上し、そうでない場合（ある程度、中長期に保有し賃貸収入で運用する場合）は固定資産として計上することとなる。もちろん、前者の場合は減価償却費の計上は行わないが、後者の場合は減価償却費の計上を行うこととなる。

たなか・としゆき

●中央青山監査法人金融部代表社員（資産運用セクターリーダー）。日本公認会計士協会業種別委員会投資信託専門部会委員（現任）、同投信・投資顧問研究会幹事（現任）。不動産投資顧問会社、投資信託委託会社、証券投資信託、運用会社、J-REIT及び証券投資法人の監査を長年担当。著書：「証券投資信託の開示実務」（共著、中央経済社、平成12年）、「不動産投信の実務（日本版REITの会計・税務・ディスクロージャー）」（共著、中央経済社、平成13年）
TEL:03-5532-3500（代表）

新・不動産証券化入門

～ How toからWhat forへ～

第3回

J-REITの成長とその意義



三井不動産株式会社
S&E総合研究所 兼不動産投資研究所
主任研究員

内藤 伸浩

第2回(「ARES」14号)は、資産流動化型の実際を考察しました。今回は、もうひとつの類型である資産運用型をみていきます。ここでは資産運用型の代表的スキームであるJ-REITにしぼって、その意義や不動産投資市場に与えるインパクトを検討しましょう。特にREITは世界的潮流ともいうべき広がりを見せています。地球規模で起こっているその動向を概観し、それらが示唆する今後の方向性についても考えてみましょう。

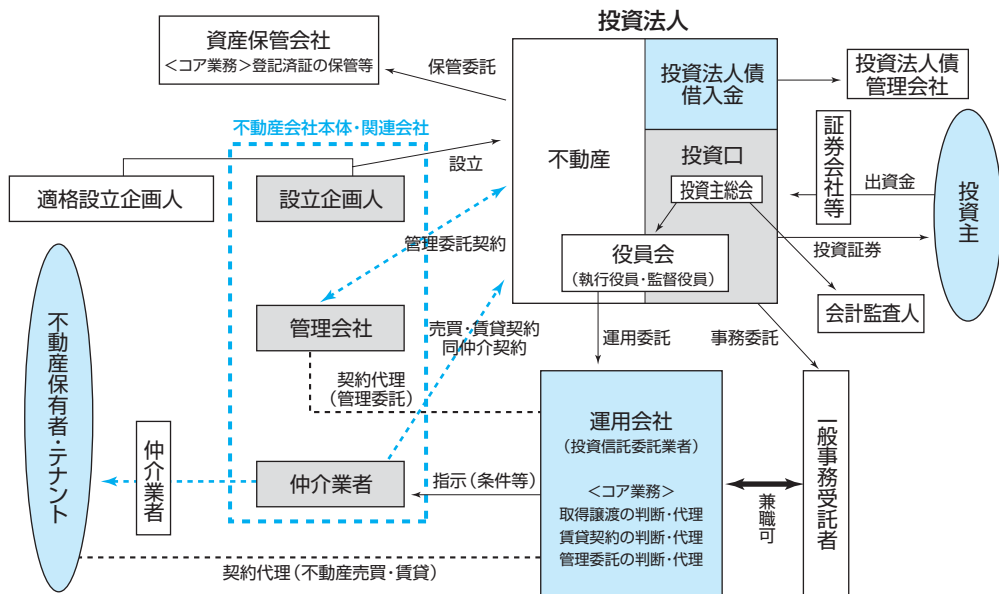
1. J-REITの仕組みと意義

J-REITは図表1のような仕組みによって運用されます。

■投資法人制度

「投資法人」はJ-REITのSPVであり、「投資主」と呼ばれる投資家の資金を受け入れ、その資金によって不動産を運用します。投資法人には全投資主で構成される「投資主総会」があり、「執行役員」や「監督役員」

図表1 J-REIT (投資法人制度)の仕組み



を選任します。投資主、投資主総会、執行役員は、株式会社でいえば、それぞれ株主、株主総会、代表取締役に対応します。監督役員は社外取締役と監査役を兼ねたような役割です。なお投資法人は使用人を雇用することができないため、法人の事務は「一般事務受託者」に委託します。

執行役員は投資法人を代表する唯一の機関ですが、執行役員自身は、投資判断をすることができません。投信法上、投資信託委託業者のライセンスを持った運用会社に必ず資産運用業務を委託しなければならないからです。したがってJ-REITは、投資主を束ねる投資法人と投資判断を行う運用会社とがセットになってはじめて機能します。

その他に「資産保管会社」がありますが、これは監督役員と同様、運用会社や執行役員が不正を行わないよう相互牽制を働かせるために設置されたものです。しかし、それはあくまでチェック機能であって、運用の良し悪しを決定するものではありません。J-REITの成果は、ひとえに運用会社の能力にかかっています。

■運用会社

このようにJ-REITの仕組みは一見複雑にみえますが、その要点は運用会社に尽きるといっても過言でなく、いたってシンプルです。資産流動化型ではキャッシュフロー予測と複雑な優先劣後構造との関係を詳しく分析しなければなりません。J-REITではそのような必要はありません。J-REITで重要なことは、不動産を合理的な価格で取得し、的確な管理体制の下で最適な賃貸運営を行い、不動産価値を維持増進させながら適切なタイミングで入れ替えていくこと

です。

つまりJ-REITという新しい仕組みであっても、その優勝劣敗を左右するのは賃貸市場における運営管理能力あるいは流通市場における情報収集力と選別眼です。いずれも不動産会社に従来から必要とされてきたノウハウであり、ここに不動産会社が主体となってJ-REITを立ち上げる理由のひとつがあります。

■導管性とその意義

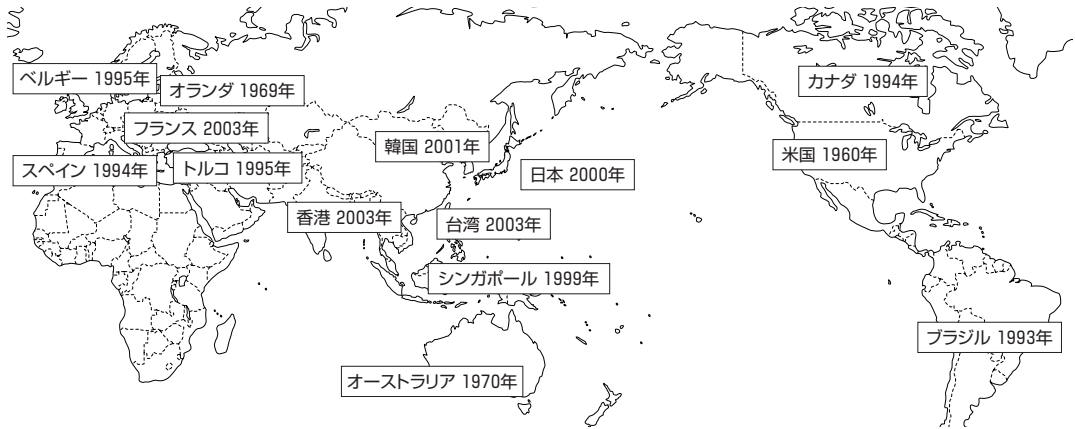
こうした体制で運用される投資法人には、導管性という株式会社にはない大きなメリットが与えられます。すなわち税制上、所定の基準を満たす投資法人は支払い配当額の損金算入が可能となり、実質非課税の恩典が得られます。投資家からみれば、プロが行った運用成果のすべてを配当として享受できるのです。

つまりJ-REITは不動産と資金（金融資産）とを直結するパイプの役割を果たすものです。国民からみれば新たな投資機会を、不動産会社からみれば新たな資金調達手段を、国民経済からみれば金融資産を国富形成に導く手段を提供します。

もちろん非課税特典を得るためにJ-REITはさまざまな制約を受けます。特に資産運用以外の営業ができないこと及び利益の内部留保ができないことは重要なポイントです。

J-REITは資産運用のみが可能であり、事業を行うことはできません。たとえばホテルやレストランにかかる土地建物を取得し運営会社に「賃貸」することは可能であっても、自らその「運営」を行うことはできないのです。同様に仲介やコンサルティングもできません。

図表2 J-REIT制度の導入国



またJ-REITは少なくとも期間利益の90%以上を配当しなければならず、しかも10%未満の範囲で認められる留保利益には法人税がかかるので、実質非課税となるには期間利益の全額を配当しなければなりません。実際にも上場J-REITは期間利益のほとんどを配当しています。

逆にいえば、導管性というメリットを得るために、こうした制約条件を飲み込んでJ-REITが組成されるわけです。

2. 地球的規模で拡大するREIT制度

最初のREIT制度は1960年に米国で誕生しました。その後同様の機能をもつ仕組みが1969年にオランダで、1970年にオーストラリアで認められました。1980年代は目立った動きはありませんが、1990年代になって米国REIT市場の急成長を目の当たりにして、世界各国でREIT制度が導入されました。1993年にブラジル、1994年にカナダとスペイン、1995年にベルギーとトルコと、南北アメリカおよびヨーロッパでREIT制度の創設が相次ぎました。さらに1999年にシンガポール、2000年に日本、2001年に韓国、2003

年にはフランス、香港、台湾と、アジアを中心にREIT制度の拡大が続きました。現在イギリスでもその導入が検討されています。

こうしてアメリカ、オセアニア、ヨーロッパ、アジアの各地域でREIT制度が導入され、まさに地球的規模で不動産証券化が進展しています（図表2）。

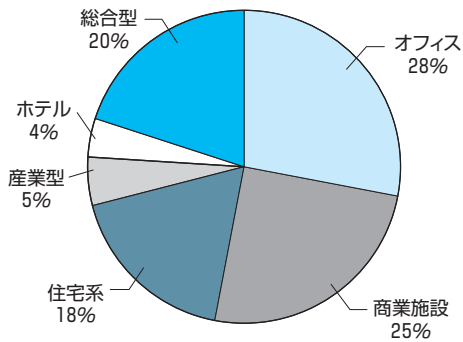
図表3は主要各国のREIT市場規模と上場銘柄数の一覧です。図表4は全世界のREIT市場のセクター別分布であり、図表5はJ-REITのプロパティタイプ別の投資実績です。これらを見てわかることは、GDPなど日本の経済力に照らしてみた時に、J-REIT市場の規模は

図表3 主要各国の上場REIT市場規模

国	時価総額	上場銘柄数
米 国	約30兆円	195
オーストラリア	約6.5兆円	54
フランス	約2.5兆円	13
オランダ	約1.7兆円	7
日 本	約1.9兆円	16
カナダ	約1.5兆円	27
ベルギー	約0.5兆円	11
シンガポール	約0.5兆円	5
韓 国	約0.1兆円	7

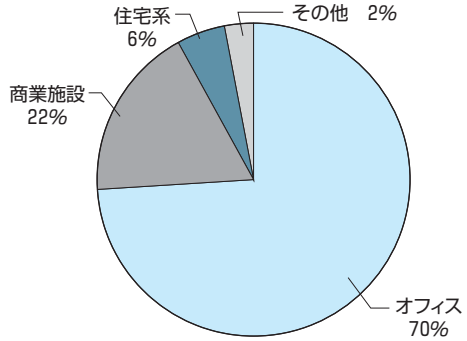
出所：不動産証券化協会提供データ
(2005年3月末時点)

図表4 世界のREIT市場のセクター別分布
(時価総額ベース、2004年1月末時点)



出所:UBS証券資料より作成

図表5 J-REIT全体のプロパティタイプ別投資実績
(開示評価額ベース、2005年2月末時点)



出所:不動産証券化協会ホームページより作成

米国やオーストラリアなどに比べてまだ小さく、また賃貸住宅と商業施設セクターのウェイトが低いことです。ここからJ-REIT市場のさらなる拡大と、賃貸住宅と商業施設分野の成長とが期待されています。

特に世界の投資家は、米国のITバブル崩壊を契機に、安定したキャッシュフローを生む不動産に強い関心をもつようになってきました。中でも効率性と透明性の高いREITに熱い視線を注いでおり、各国REIT市場の状況や制度の優劣を横並びに比較しながら、投資先を物色しています。

このようにREITという透明性の高いビークルの登場によって、世界の投資家が各国不動産市場を並行して眺めるようになってきました。こうした変化は、わが国の不動産投資市場にも大きなインパクトを与える可能性があります。

3. 内部運用と外部運用

REIT制度は大きく内部運用型と外部運用型とに分類されます。内部運用型とは、投資ビークルの取締役や従業員が直接資産運用を行うものです。これに対して外部運用型は、運用業務を投資ビークルの外部者、すなわち

法人格の異なる独立運用会社に委託して行います。投資ビークルは資産保有と投資家がガバナンスの機能だけを担当します。

米国、カナダ、オランダ、ベルギー、フランスでは、内部運用型が認められています。しかし日本では外部運用型しか認められていません。

一般に外部運用型では、独立運用会社が運用報酬を高くすれば、それだけ投資ビークルの利益が減少します。したがって、その面だけを取り上げればREIT投資家（投資ビークルへの出資者）と運用会社の株主とは利益相反の関係にたつといわれています。米国REITの創設時は外部運用型でしたが、不動産不況のおり、独立運用会社が自らの利益のためにREIT投資家を害する行為をしたということで、その弊害を是正するため1986年に内部運用型に改めたといわれています。

もちろん外部運用型だからといって運用者が必ず背信的行為をするわけではなく、反対に内部運用型でも、その運用者（REITの取締役など）が自らの利益のためにREIT投資家の利益を害する行為を行わないという保証はありません。ただ外部運用型では運用報酬のやり取りを通じて、一方のプラ

スが他方のマイナスになる状況が構造化されているということが内部運用型と大きく異なる点です。

また独立運用会社（またはその親会社）が不動産を保有していた場合には、ひとつのテナントを両社で奪い合うなど資産運用面での競合が生ずる可能性があります。もちろんJ-REITのリーシング受託業務を子会社に分離しファイアーウォールを設けるなどによって、その弊害を防ぐことは可能です。したがって外部運用型では必ずこの問題が生じるというわけではありません。けれども内部運用型ではそうした弊害防止の仕組みをつくる必要がなく、したがってREIT投資家はその仕組みが適正に機能しているかどうかをモニタリングする必要もないという点では内部運用型の方が投資家にとってわかりやすいという面があります。

しかし他方で外部運用型のJ-REITでは、ファウンダーである不動産会社のダイナミックな事業展開から得られるさまざまな情報やノウハウをJ-REITが利用することが可能です。最近では、そうしたファウンダーとの「パイプライン」があることを投資家が積極的に評価するようになっていきます。

■豪州LPTのステイプリング

ところでオーストラリアのREITであるLPT (Listed Property Trust) は、形式上、外部運用型しかありません。しかし「ステイプルド・セキュリティ」という制度を用いることによって、非常に内部運用型に近い運営形態を選択することが可能です。

「ステイプルド・セキュリティ」とは、非課税投資ビークルたるLPTの発行している上場証券と課税運用会社が発行している上

場証券とを、あたかもホッチキス（英語でステイプルはホッチキスの針のこと）で留めるようにひとつにまとめ、併合した証券のみを流通させる制度です。法人格は2つのまま証券だけを1つにするわけです。日本でいえば、J-REIT投資法人の投資証券とその運用会社の親法人である上場不動産会社の株券とを併合し、まとめた証券のみを取引するようなものです。これによって外部運用型の弊害といわれる一方のプラスが他方のマイナスになる状況が解消されるわけです。なぜなら仮に運用会社が運用報酬を引き上げても、投資家は同時に運用会社（あるいはその親会社）の株式もっているので、「行って来い」でプラス・マイナス・ゼロとなるからです。

2004年にはオーストラリア最大のLPTであるウェストフィールド社がこの形態を採用し、他社もそれに追随する動きをみせています。同じ外部運用型を採用するJ-REITにとってステイプルド・セキュリティは、いろいろと示唆に富んだ仕組みであるといっていよいでしょう。

4. REITの成長戦略～内部成長と外部成長

さてREITを語るうえで「内部運用と外部運用」とともによく使われる言葉に「内部成長と外部成長」があります。「内部成長」とは、運用資産規模はそのままREIT内部の経営努力によって業績を向上させることをいいます。サービスの向上や営業力の強化によって賃貸収益の増大を図ったり、管理業務の効率化によって運営費用を削減したりすることで収益性を高めるわけです。これに対して「外部成長」は、REITが不動産を追加取得したり他のREITを買収・合併

したりすることによって利益の増大を図ることをいいます。

内部成長も外部成長もREITのグロス利益の増大を意味していますが、外部成長では増資を伴うため、それが既存株主の利益に資するものでなければなりません。株主の利益とは一口で言えばリスクの減少とリターンの上昇です。特にREITでは利益なき成長や利益を不安定にする成長は受け入れられません。

■規模拡大による安定性の向上

そこでまずリスクの減少に関して、外部成長すなわち資産規模拡大の効用を考えてみましょう。

①流動性の増大

増資を伴う規模拡大によってREIT株の流動性が向上します。なぜなら市場で取引される株式量が多くなればなるほどその流動性が高まるからです。換言すれば株式を換金したいと考えたときの流動性リスクが減少するわけです。1980年代まで米国REITは小規模な銘柄がほとんどでしたので、巨大な年金基金等がREIT株に投資することは困難でした。なぜなら大型機関投資家の場合、最小ロットによるREIT株投資であっても時価総額に対する割合が大きくなりすぎて、それを市場で売りに出すと自ら株価を下げてしまうからです。したがって大型機関投資家はREITの流動性が低いものと認識していました。しかしこれが規模拡大の効用によって解消されるわけです。

②キャッシュフロー・リスクの減少

運用資産規模の拡大は、一般に多様な資産への分散投資を促します。したがっ

て、そのポートフォリオ効果によってキャッシュフロー・リスクが減少します。

③資金調達力の向上

キャッシュフロー・リスクの減少は銀行などデット資金の貸手の融資リスクを引き下げます。したがって規模拡大はJ-REITのデット資金調達力の向上に寄与します。そして資金調達力の向上は財務リスクを低減させます。

■規模拡大による収益性の向上

つぎにリターンの上昇です。既存株主の利益に資するリターンの上昇とは一株当たり利益（≒配当額）の上昇にほかなりません。そして内部成長が一株当たり利益の増大に結びつくことは説明するまでもありませんが、外部成長については、それが必ずしも一株当たり利益の増大に貢献するとは限りません。不動産を高値で追加取得すれば、かえって一株当たり利益は減少してしまいます。

では規模拡大が一株当たり利益の増大に寄与する要因として、どのようなものが期待できるのでしょうか。

①交渉力・情報力の強化

まず規模拡大によって不動産市場における供給者としてのシェアが拡大するので、運営管理業務の外注先やテナントに対する交渉力が強まります。また運用規模が大きくなればなるほどテナント情報や売却物件情報が数多く集まるようになり、情報収集力が増大します。これによって相対的に規模の小さなREITよりもコスト競争力が増大し、あるいは有利な取引機会に参画できる可能性が高まります。

②コーポレート・ブランド価値の向上

規模拡大によって不動産市場における供給者としてのプレゼンスが向上し、最終利用者や取引関係者における信用や認知度、すなわちREITのコーポレート・ブランド価値が高まります。実際にも米国やオーストラリアのREIT各社は、オフィスビル、賃貸住宅、ショッピングセンターなどの各専門カテゴリーにおいて、コーポレート・ブランドを確立し、それを幅広く浸透させようとする戦略をとっています。

③開発投資余力の増大

運用規模拡大によって開発案件に取り組む余地が大きくなります。開発は相対的にリスクが大きい分、不動産を有利な条件で仕入れるチャンスです。しかし安定的な利益配当が期待されているREITでは、全運用資産に占める未稼働開発案件の占める割合は1～2割までといわれてい

ます。したがって資産規模が大きくなればなるほど大型開発案件への投資がしやすくなり、非課税ファンドとしての強みを開発物件にも適用できるようになります。例えば運用資産総額1兆円のREITであれば開発物件に500億円追加投資しても、未稼働資産は全体の5%弱に収まります。ところが資産規模2,000億円のREITでは、開発物件への500億円の追加投資は未稼働資産の割合を全体の20%にしてしまい、一株当たりの配当額を大きく低下させる要因になります。

④規模の利益

いわゆるスケールメリットであり、資産規模拡大によって単位収益あたりの固定的経費が減少するため、一株当たり利益が増大します。ただし不動産は個性性が強く立地も分散しているので、固定費といっても人件費やシステム開発費用な

図表6 米国REITのセクター別上位3社とそれ以外のシェア
(株式時価総額ベース、2004年7月末現在)

	REIT名	セクターシェア	合計
オフィス	1 Equity Office Properties Trust	27.2	48.2
	2 Boston Properties, Inc.	14.6	
	3 Mack-Cali Realty Corporation	6.4	
	4～21位の平均	2.9	51.8
産業	1 ProLogis Trust	37.1	69.9
	2 AMB Property Corp.	17.4	
	3 Catellus Development Corp.	15.5	
	4～9位の平均	5.0	30.1
大型モール	1 Simon Property Group, Inc.	33.1	68.8
	2 General Growth Properties, Inc.	20.2	
	3 Rouse Company, The	15.5	
	4～9位の平均	5.2	31.2
住宅	1 Equity Residential Properties Trust	23.3	51.2
	2 Archstone-Smith Trust	16.2	
	3 AvalonBay Communities Inc.	11.7	
	4～21位の平均	2.7	48.8

出所:NAREITホームページより作成

どが主なものであり、総費用に占めるその割合は大きくありません。したがって規模の利益はそれほど大きなものではないでしょう。

このように外部成長は適切に行われる限りREITの収益性と安定性の向上に資するものです。実際米国REIT市場を分析すると、大型REIT株の方が小型REIT株よりも相対的に高い評価を受けています。

また米国REITでは、株式時価総額ベースでセクター別の上位3社がセクター合計のおおむね5割以上を占め、1位のREITは4位以下平均の6~9倍の規模を有しています（図表6）。こうした寡占的傾向がみられることも規模拡大によるメリットの存在を推測させます。

5. J-REIT市場のさらなる発展のために

いま世界の投資家が日本の不動産市場に強い関心を寄せています。日本経済のファンダメンタルズが回復に向かいながら資産デフレを克服し、しかもJ-REITを通じて不動産市場の流動性と透明性が高まっているという認識が広がっているからです。セルサイドの証券アナリストからは待機資金に比してJ-REITの成長スピードが遅すぎるといった声も聞かれています。

他方で投資グレードの不動産が不足しており、J-REITの外部成長を阻んでいます。

1990年代に米国REIT市場が急成長した要因は、オーナー経営型パートナーシップが、含み益を温存したままREIT成りに必要な契約形態から法人形態への転換を可能にするアップリート（UPREIT）と呼ばれる仕組みを使って矢継ぎ早に上場したこと、およ

びその後も増資を繰り返して不動産を買い集めていったことにあります。

これに対して日本では、投資グレード不動産の保有主体や保有目的が米国とは異なっており、一部の論者がいうように、日本でもアップリートを認める税制を導入すればJ-REIT市場が飛躍的に拡大するとは思えません。

日本では投資グレード不動産の大半が既に法人としての株式会社か有限会社によって保有されています。こうした不動産が円滑に投資市場に提供されるようにするためには、第一に企業資本の効率利用の観点から不動産について保有よりも利用を重視する意識改革を促進すること、第二に株式会社・有限会社と投資法人・特定目的会社との間の合併・分割・株式交換を自由にして企業再編と証券化とが有機的に連携できるようにすることが効果的であると思われます。

不動産証券化の究極の使命は、不動産というもっとも基本的な資源・生産要素を、国民経済的にみて効果的かつ効率的な保有・管理・使用の下に導くことにあります。J-REITの成長はこうした方向に向かって健全な発展を遂げる必要があります。そのためにも市場関係者がこれまで以上に高い見識と厳しい倫理観とをもって切磋琢磨していくことを願いつつ筆をおくことといたします。

ないとう・のぶひろ

●1958年生まれ。81年東京大学法学部卒業。同年三井不動産（株）入社。91年慶應大学大学院修士課程終了（MBA）。日本初のJ-REIT「日本ビルファンド投資法人」の組成など不動産証券化関連プロジェクトの企画・実施等に從事し、2004年4月より現職。不動産鑑定士補。著書に『アセット・ファイナンス』（ダイヤモンド社）、『日本企業の戦略管理システム』（共著、白桃書房）がある。

第21回実務研修会

平成17年3月3日

中央大学駿河台記念館280号室

投資サービス法の制定と 資本市場への影響



財団法人日本証券経済研究所
主任研究員 新道 仁信

はじめに

戦後60年を迎える2005年から2010年にかけては、憲法改正問題をはじめ、従来にも増して大きな制度変革の時期になるものと思われる。現在、わが国は、人口の減少、教育の劣化、治安の悪化、公的債務の累積、首都圏災害の可能性などきわめて深刻な事態に対する根本的な対応と明治以来整備されてきたさまざまな制度インフラのモデル・チェンジが迫られている。

また、経済・金融面においても、1996年の日本版ビッグバン以来推し進められてきた金融システム改革が丸10年を迎えるわけであり、2005年から2010年にかけては、金融・資本市場改革の総仕上げの時期になるものと思われる。

昨年12月に公表された「金融改革プログ

ラム」においては、今後2年間で金融システム改革の「重点強化期間」と位置づけ、金融システムの「安定」から「活力」へのフェーズの転換と「官」の主導ではなく「民」の力による改革の実現が強調されている。

そして、具体的施策の目玉として、ペイオフ解禁拡大の実施等と並んで、「投資サービス法（仮称）」の制定が掲げられている。

投資サービス法の制定は、証券取引法を中核とするわが国の資本市場法制に関して、ほぼ60年ぶりに大規模なモデル・チェンジを図ろうとするものであり、いわゆる「貯蓄から投資への流れ」に関して法的に対応するものと位置づけられる。

2004年秋から再開された金融審議会第一部会においても、ディスクロージャーや株式公開買付け制度に関して重大問題が発生

するなかで、投資サービス法に関する議論が急ピッチで精力的に続けられている。

以下、投資サービス法の背景と特色、基本的な論点および投資サービス法の制定で想定される状況変化についてまとめてみたい。

1. 投資サービス法の背景とねらい

「金融サービス法」がすべての金融商品に機能別・横断的な取引ルール、業者ルール、市場ルールを整備することを理念型とするのに対し、投資サービス法は、すべての投資商品（金融商品から一般の預金や保険を除いたもの）に機能別・横断的な取引ルール、業者ルール、市場ルールを整備することをその理念型とする※。

※ 機能別・横断的なルールの基本的な枠組みについては、金融取引の当事者間の私法的な権利義務関係の明確化に関する「取引ルール」、業者に対する行為ルールである「業者ルール」、および、証券取引法の開示および公正取引確保のためのルールのように市場の取引参加者すべてに適用される一般的な行為ルールである「市場ルール」の三つに類型化される。

政策理念として「金融サービス法」と「投資サービス法」のいずれを目標とすべきか意見の分かれるところであるが、以下では、一応、「投資サービス法」という理念を前提に議論を進めることとしたい。

(1) 立法論の背景

2004年秋の金融審議会第一部会で示された投資サービス法の検討にあたっての基本的な考え方は、次の5点である。

① 資産形成ニーズの多様化により現在の縦割りの業法が、アドバイスとともに多様な投資商品を提供できる金融機関を求める投資家のニーズに対応したものとな

っているか再検討する必要があること

- ② 既存業法でカバーされない新たな投資商品の登場を受けて、より機能別・横断的な投資者保護を図っていく必要があること
- ③ 投資サービスの融合化により、商品設計の自由度拡大やプロ間取引の規制緩和による金融イノベーションの促進を図りつつ、これに対応した投資者保護のあり方について再検討する必要があること
- ④ 会社法および信託法の抜本改正に伴い、投資者保護の対象となる「有価証券」概念整理の必要があること
- ⑤ 資本市場への一層の信頼性の確保が必要であること（日本版SEC論）

(2) 本格的な検討に至る経緯

「投資サービス法」の検討については、昨春秋に唐突に出てきたものではなく、次のような経緯のもとで、本格的な金融審議会第一部会での審議が開始されるに至ったと言える。

① 組合型の投資スキームに対する投資者保護の議論

最近において「投資サービス法」が将来的な検討課題として取り上げられたのは、2003年12月24日に公表された金融審議会第一部会報告（「市場機能を中核とする金融システムに向けて」）である。

この報告書では、組合型の投資スキームに対する投資者保護の議論を受けて、「今後、これまで投資家保護策の講じられていない投資サービスや、新たに登場するであろう投資サービスにつき、証券取引法を中心とした有効な投資家保護のあり方について検

討することとしたい。また、証券取引法の投資サービス法への改組の可能性も含めたより幅広い投資家保護の枠組みについて、中期的課題として検討を継続していくこととしたい。」とされた。

② 外国為替証拠金取引問題と金融審議会第一一部会報告

その後、外国為替証拠金取引による被害の拡大が社会問題化するとともに、これを受けて取りまとめられた金融審議会第一部会の報告書（「外国為替証拠金取引に関する規制のあり方」、2004年6月23日公表）において、「足元で被害が急増していることを踏まえれば、外国為替証拠金取引への規制を念頭に置いた迅速な対応が必要であるが、投資サービスに関する規制は機能別・横断的になされるべきであるとの考え方を踏まえれば、当面の対応としては、金融先物取引法の改正により、通貨・金利等を原資産としたデリバティブ取引についてもその対象とするとともに、より横断的な仕組みについては、いわゆる投資サービス法に関する議論の中で併せて議論していくことが適当である。」という考え方が示された。

また、日本版ビッグバン以来の金融システム改革の進展も、当然、「投資サービス法」制定論の底流を成すものと言える。

③ 「日本版金融サービス法」をめぐる金融審議会等の問題意識とこれまでの議論

投資サービス法と同じ問題意識から提唱されている、いわゆる「日本版金融サービス法」について言えば、議論の経緯としては、1997年7月に関係13省庁の共同勉強会として発足した「新しい金融の流れに関する

懇談会」が共通認識として取りまとめ1998年6月に公表した「論点整理」までさかのぼることができる。

この論点整理では、「新しい金融の流れ」と現行法制の問題点として、次のような指摘がなされている。

- (a) 新しい商品・サービスの登場に際して、どの業法を適用するのかがはっきりせず、これを必ずしも明確化できない場合が考えられる。
- (b) 業法の適用が不明確な場合には、利用者保護規定の不備を理由に禁止扱いではないかとの解釈がなされたり、あるいは、悪質業者が法の抜け穴を利用して利用者の被害につながるおそれがある（ただし、これについては、出資法によりカバーされる場合がある）。
- (c) いずれの業法のルールを適用するのかによって取引主体が制限される場合には、縦割り規制が競争制限的に作用しうる面があることも相俟って、規制業態間での業務分野に関する利害調整問題が生じることがある。
- (d) 特定の業法が適用される結果、機能的に同種の商品であっても、他の業法が適用された商品との間で規制内容の不整合が生じることがある。
- (e) 業法に基づく行政当局の監督・是正措置は、業者に対する制裁・抑止力としては機能するが、利用者等の私法上の救済という面が不十分となることがある。
- (f) 出資法（出資金・預り金の禁止）や刑法（賭博罪）等との抵触の問題があると、商品・サービスの提供者にとって法的不安定性が残る。
- (g) 複数の業法にまたがるような商品・サ

ービスの提供や、業務の多角化ないし組織形態の多様化に際して、それぞれの業法において法的な手当てが必要となった場合、各業法の法目的や他の規定との調整等の問題から、必ずしも整合的な改正が適時に図れないおそれがある。

- (h) ワンストップ・ショッピング型の商品・サービスの販売のように、特定の機能に特化して、複数の業態にまたがる商品・サービスを取り扱う場合には、各商品に関する業法がすべて適用されることになり、重複規制等の負担が無視し得ない。
- (i) 情報通信技術の発達等により、業法に基づく規制の名宛人である「業者」の範囲や概念自体が曖昧化しつつある。

その結果、新しい商品・サービスの開発が阻害され、効率的な資産の運用やリスクマネーの供給が果たされなかったり、利用者保護に支障が生じるといった懸念もある。

以上のような問題意識を踏まえ、「今後、本格的な金融システム改革の進展に伴い、各種のイノベーションが広範かつ不断に進展し、現段階の想定を超えるような新たな商品・サービス、さらにはその提供手法等が創り出される可能性もあり、商品ごとの縦割りの業法を前提とした法体系では、こうした変化に柔軟かつ整合的に法制を即応させていくことには、上述のように限界が生じるおそれがある。また、現行の業法等の適用を受ける商品・サービスに比して、ルールの内容および明確性の面で落差が大きく、こうした法制全体としてのアンバランスを改善していくことが金融商品・サービスの多様化とイノベーションの促進にとって重要である」との指摘があった。

その後、金融審議会においても、「21世紀を支える金融の新しい枠組みについて」と題する答申（大蔵省の審議会としての最後の答申、2000年6月27日公表）がまとめられ、1998年以降の一連の議論を総括的に整理して、わが国において金融サービス法が必要であることを強調している。「日本版金融サービス法」の理念型は、すべての金融商品に横断的な取引ルール、業者ルール、市場ルールが整備されることであり、なお縦割りの法制が残っているものについては横断化の努力を継続すべきこと、今後の検討において機能別の考え方（誰が行うのかではなく何をするのか）に沿った対応が必要であること等が提言されている。

なお、2001年4月には、「金融商品の販売等に関する法律」が施行され、多様な金融商品が登場することを背景に、証券会社等の販売業者の顧客に対する説明義務、説明義務違反による損害賠償責任に関する民法の特例等を規定し、顧客の自己責任の前提となる取引ルールを明確にすることにより、顧客の市場参加の環境を整備した。

ただし、この金融商品販売法は、金融サービス法や投資サービス法に比べて、横断的規制の範囲が顧客の自己責任の前提となる取引ルールの明確化に限られ、その他の諸規制については各業法の存在を前提にこれに委ねられており、すべての金融商品に横断的な取引ルール、業者ルール、市場ルールが整備されたわけではない。

(3) 欧米先進国の動向と国際的な金融法制・ルールの整合性

金融のグローバル化が進展しているなかで、国際的な法制・ルールの整合性は考慮

すべき重要なポイントとなっている。特に、欧米先進国においては、金融商品・サービスを幅広く横断的にとらえ、金融取引の機能面に着目した形でルールを規定することにより、広範かつ統合的な投資者・利用者保護の実現を図るとともに、ルールの適用範囲の明確化と相俟って、新商品開発等の金融イノベーションを阻害しないよう配慮されている点は、参考に値する。

英国においては、1986年のビッグバンとほぼ時期を同じくして「金融サービス法」(FSA)が制定され、投資物件および投資業を包括的に定義するとともに、詐欺的もしくは誤解を招くような説明行為の禁止等の一般的なルールを定めた。投資業を行おうとする者は、証券投資委員会(SIB)の認可ないし公認自主規制機関(SRO)への加入が義務づけられた。具体的なルールについては、金融サービス法に基づいて、SIBが行為規制の原則とコア・ルールを定め、さらに業務分野ごとに設置されるSROが細目を定めるといった枠組みがとられてきた。

その後、こうした規制体系については、複雑で過重であるとして1989年に大幅改正されたほか、1997年に発表された金融機関監督体制の抜本改革により大幅な見直しが行われた。

そして、2000年には、「金融サービス法」の抜本改正が行われ「金融サービス・市場法」が成立した。これにより、それまで「投資業」に限定されていた規制対象が銀行業や保険業を含む「規制業務」(言わば、金融サービス業全般)に拡大されるとともに、金融サービス機構(FSA)が唯一の規制・監督機関として明確に位置づけられた※。

※ 言葉の使い方に混乱を招くものがあるが、現在、わが国で検討されている「投資サービス法」は、投資業を規制の対象としていた英国の1986年の「金融サービス法」(FSA)に当たり、銀行、保険も含めた横断的な業者ルールをつくるというわが国でかつて議論された「日本版金融サービス法」は、英国の2000年の「金融サービス・市場法」(FSMA)に相当する。

米国においては、1933年証券法、1934年証券取引所法でディスクロージャーや公正取引ルール等の一般行為規制を定めるとともに、業者ルールについては、1934年証券取引所法、1940年投資顧問法、1940年投資会社法等でそれぞれ規定する法体系になっている。このほか、先物取引については、商品取引所法の適用も受ける。ただし、判例の積み重ね等を経て、証券法における「証券」の概念を幅広く解釈すること等により、実質的に1933年証券法および1934年証券取引所法のルールが幅広く適用される法体系になっている。

米国には、投資サービス法はない。銀行・保険を除くと、投資商品は証券と先物に分類でき、それらは連邦証券規制または連邦商品先物規制のいずれか、または双方の規制に服する。ただ、米国における「証券(securities)」は、投資契約を含む法律上の定義やこれに関する判例上の法解釈により、わが国の「有価証券」に比べて幅広い概念となっており、広範に投資商品を規則の適用対象としている。

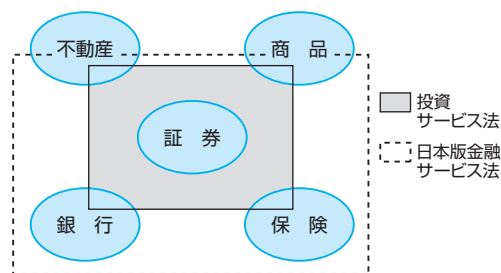
(4) 投資サービス法のねらいと特色

現在、検討されているわが国における「投資サービス法」制定のねらいも、金融商品に対する利用者のニーズが多様化・高度化するなかで、適切な利用者の保護と金融

イノベーションの促進をともに実現させてゆくことにある。

また、今回の立法では、日本版の「金融サービス法」ではなく、「投資サービス法」の制定という方向で議論が進められている。なぜ銀行、保険まで含めた「金融サービス法」ではなく、これらを含めない「投資サービス法」なのかという理由については、次のような説明がなされている（図表1）。

図表1 投資サービス法と日本版金融サービス法



- ① 銀行・保険関係については、現在それなりに横断的な業者ルールが存在するが、資本市場分野とも呼ぶべき残りの分野には、横断的な業者ルールがない。資本市場の基本法である証券取引法の適用範囲は狭く、伝統的な有価証券はすべてカバーしているが、新しく出てくるものについては、証券化関連商品など次々に有価証券として追加してきたが、なかなか追いつかず、どうしても全部をカバーしきれないというのが現状である。このため、隙間が拡大し、業者ルール不在の投資分野ないし投資商品が存在している※。
- ② わが国においては、現在においても、銀行、保険、証券等について金融庁という一つの官庁により、ある意味で一元的な規制・監督がなされている。しかし、資本市場の分野については、やはり、市

場という特性に応じた強力な市場監視体制が必要である。市場における取引（投資性商品の取扱い）は、銀行取引や保険取引（貯蓄性商品や保障性商品の取扱い）とは質が違うことから、そこには、米国のSECやわが国の証券取引等監視委員会のような強力な市場の番人が不可欠である。（図表2）

図表2 投資サービス法とエンフォースメントの強化

- ◎資本市場行政に係る体制整備（金融庁）
→機能別・横断的な行政組織の編成
- ◎証券取引等監視委員会の機能強化
→日本版SEC構想
- ◎自主規制機能の一元化と自主規制機関の機能強化
→ex) 投資サービス業協会（仮称）

※ 現在、投資家保護が講じられていない投資商品として、合同会社・合名会社・合資会社の出資持分、事業型の組合等に対する出資持分、デリバティブ取引、医療機関債・学校債などが挙げられている。

従って、投資サービス法の下では、銀行・保険を除く金融サービス業務は、広く資本市場分野として、その規制対象となり、証券取引等監視委員会による強力な市場監視体制の下に置かれることになる※。

※ 現在、証券取引法以外の法律により投資者保護が図られている投資商品で、投資サービス法の規制対象になると想定されるものは、次の通り（カッコ内は、その販売等を規律する法律）。

- (a) 金融庁所管
 - ・金融先物取引（金融先物取引法）
 - ・変額保険（保険業法）
 - ・抵当証券（抵当証券業の規制等に関する法律）
 - ・デリバティブ預金（銀行法）
 - ・信託受益権（信託業法）
- (b) 他省庁との共管
〔経済産業省・農林水産省〕

- ・商品ファンド（商品投資に係る事業の規制に関する法律）
- 〔国土交通省〕
- ・不動産特定共同事業契約上の権利（不動産特定共同事業法）
- (c) 経済産業省・農林水産省所管
- ・商品先物取引（商品取引所法）
- (d) 経済産業省等所管
- ・特定商品及び施設利用権の預託等取引（特定商品等の預託等取引契約に関する法律）

以上、現在検討されている「投資サービス法」の特色は、銀行・保険・証券という既存秩序を前提にした政策的配慮から規制対象を資本市場分野に限定するとともに、証券取引等監視委員会を中心に資本市場規制にかかわるエンフォースメントの強化をめざすというものである。

2. 金融審議会の検討状況と主な論点

金融審議会第一部会における投資サービス法の検討は、2004年9月28日の第20回から翌2005年3月30日の第28回まで計9回行われており、2005年4月15日の第29回が10回目となる。

主要な検討事項は、次の4項目であるが、10回の審議において、①から④までについて一応の議論がなされている。

- ① 投資サービス（投資商品・投資サービス業）の範囲・定義方法
- ② 業規制の横断化・柔軟化と規制のあり方
- ③ 市場監視機能・体制の強化
- ④ 集団投資スキーム・資産運用をめぐる法制の再整理

この4つの主要な検討事項について、主な論点を整理すると、以下の通り。

(1) 投資サービスの範囲・定義方法

① 投資商品の範囲

投資商品の範囲については、投資商品の定義のあり方、投資家保護が講じられていない投資商品の取扱い、証券取引法以外の法律により投資者保護が図られている投資商品の取扱いおよび包括的な定義のあり方が主な論点となっている。

(a) 投資商品の定義のあり方

現行の証券取引法は、第2条第1項で「有価証券」を、同条第2項で「みなし有価証券」を各々定義している。「有価証券」に表彰されていないが投資家保護を必要とする権利が登場してきたことから、平成4年、これらの権利が「みなし有価証券」として保護の対象とされた。また、いわゆる証券決済法制の整備により、「有価証券」の交付のかわりに、口座簿の記録により権利の移転を行う振替制度が整備されているほか、今回の会社法制の現代化の検討にあたっては、株券については原則不発行の方向で検討が進められてきた。

IT技術の進展や海外において組成された投資商品の増加なども背景に、今後、無券面化が一般化していくであろう流れを踏まえれば、「有価証券」にとらわれず、必要とされる規制の内容を踏まえながら、投資家保護に必要な「投資商品」についての定義について考えていくべきではないかというのが「投資商品」の定義についての基本的な考え方である。

具体的に「投資商品」を定義するにあたっては、以上の考え方を踏まえながら、個別列挙と包括的な規定を併用することにより、法的な明確性に配慮しながら、包括的

な定義とすることが考えられる。なお、この点については、個別列挙と包括的な定義の併用は、個別列挙において定義から排除されたものが包括的な定義に入るかが不明確となることから、包括的な定義を置いた上で適用除外を規定するほうがわかりやすいとの意見がある。

(b) 投資家保護が講じられていない投資商品の取扱い

法律による投資家保護の講じられていない投資商品については、機能別・横断的なルールより投資家の保護を図ることが望ましい(1-(4)参照)。

(合同会社、合名会社、合資会社に対する出資持分)

有限責任で会社の内部関係について組合の規律が適用される特徴を有する新たな会社類型である合同会社については、社員全員が有限責任とされていることから、その持分は株式に類似するものと考えられ、その出資持分については、会社法制の現代化と併せて、みなし有価証券に指定すべきである。

一方、合名・合資会社については、社員に無限責任の者があることから、株式会社との類似性でこれを論じることは必ずしも適当ではないとも考えられる。

(事業型の組合等に対する出資持分)

2003年の第一部会における議論を踏まえ、投資型の組合(ファンド)のうち有価証券等に投資するものについては、みなし有価証券とされた。一方、近年、組合員から出資を受け、映像・音楽ソフトを作成したり、

ラーメン店舗を営んだり、公演を行うなどの事業を行う事業型の組合(ファンド)も多数組成されてきている。

これらの投資商品については、インターネット利用者のさらなる拡大などにより、今後さらに多様化することが見込まれる。投資型の組合のうちみなし有価証券とされていないもの、事業型の組合のうち有限責任の出資持分については、投資者保護の観点から、みなし有価証券とすべきものと考えられる。

(デリバティブ取引)

金融先物取引法の一部改正においては、一般顧客との間で店頭金融先渡取引、直物為替先渡取引等の店頭金融デリバティブ取引を行う場合、金融先物取引法による投資者保護の対象とすることとされた。

今回の法改正においては、外国為替証拠金取引とこれに類似する取引を規制することを目的としたものであることから、スワップ取引、クレジット・デリバティブ取引等の店頭金融デリバティブ取引については規制の対象に含まれていないが、これらの取引についても投資家保護の対象としていくことが適当ではないか。また、IT技術の発達により、これらを預金などと組み合わせた商品も今後ますます増加するものと見込まれ、このような商品についても広く対象とすべきか。

この場合、これらの取引は、金融先物取引法の対象となるが、金融先物取引法と証券取引法との規制の差異も踏まえつつ、これを統合することについてどのように考えるか。

証券・金融商品以外の資産を原資産とするデリバティブ取引についてどのように考える

か。また、損害保険のうち、類似の機能を有するものについてどのように考えるか。

(医療機関債・学校債)

医療機関債については、民法上の消費貸借として行う金銭の借入れに際し、これを証する目的で作成する証拠証券をいうものであり、証券取引法上の有価証券には該当しないと定義されているが、証券取引法上の債券との平仄を考えれば、政令指定する方向で検討を行うべきではないか。

ただし、1億円を超える程度の医療機関債に毎年1千万円～3千万円の監査費用をかけることは現実的でない等のコメントが寄せられていることについてどのように考えるか。

また、同様の債券として、学校債があり、これまでは学生の父母など学校関係者を資金調達先の対象としていたが、最近、一般に募集を行う動きも出てきている。このため、これについても政令指定する方向で検討を行うべきではないか。

(c) 証券取引法以外の法律により投資者保護が図られている投資商品との関係

証券取引法以外の法律により投資者保護が図られている投資商品についても、投資者保護等の観点から規制の整合性を図る必要がある、機能別・横断的な法規制の対象とすることが検討課題となる。検討の対象となりうるものの取扱いについては、現行の証券取引法にこれを取り込んだ場合の影響や規制の差異について、まず、検討を行うこととしてはどうか(1-(4)参照)。

(d) 包括的な定義のあり方について

包括的な定義のあり方については、米国

における証券の定義を巡る議論等※やわが国におけるこれまでの規定の例を踏まえ、どのような定義が考えられるか。

※ 例えば、米国の判例で投資契約に関する基準として示された有名なハウィ・テスト(Howey test)では、オレンジの樹木の販売に加えて、売主が育成・収穫・販売しその収益を交付する契約が投資契約に当たるかという事案に関連して、次に掲げる基準に該当する契約に基づく権利を「証券」とする。

- ① 資金の投資 (investment of money)
- ② 共同事業に (in a common enterprise)
- ③ 利益の期待 (with an expectation profit)
- ④ 他人の努力から (from the efforts of others)

②投資サービス業の範囲

投資サービス業の範囲については、(a) 販売・勧誘等、(b) 資産運用・助言、(c) 資産管理、(d) 仕組み行為の取扱いについての考え方、特に、資産運用・助言について参入・行為規制を課すべき範囲、資産運用と仕組み行為との関係等について整理していくべきではないか。

(a) 販売・勧誘、売買(ディーリング)、仲介(ブローカレッジ)、引受(アンダーライティング)、売り出し(セリング)(多角的取引システム(MTF)の運営を含む。)

現在の証券取引法は、これらの行為を規制対象としているが、投資商品の範囲が広がった場合においても、これを引き続き規制の対象とすることでよいか。

証券取引法においては、発行者自身による募集自体については業者ルールの適用がないが、例えば、投資信託の直販や商品ファンド・不動産特定事業については自己による募集も業者ルールの適用を受けており、今後、証券取引法の対象となる投資商品が

拡大することにより、発行者自身による募集のうち一定のものについては業者ルールの適用が必要となるのではないかと※。

※ 米国、英国においては、原則として、発行者自身による募集を業者ルールの対象としている。

(b) 資産運用（アセット・マネジメント）、助言（アドバイス）

現在、証券投資顧問業法は、有価証券の価値等またはその分析に基づく投資判断に関して助言することや投資判断の一任を受けることを規制しているが、投資商品の範囲の拡大等に併せ、資産運用と助言についてどこまでを規制の対象とすべきか。

(注) 資産運用については、証券投資顧問業法のほか、商品ファンド法が商品先物や一部商品（商品先物の原資産、競走馬、映画等）について、信託業法、投資信託・法人法が信託財産の運用について、保険業法が保険資産の運用について各々規制している。

特に資産運用について、これまで同様、有価証券・商品先物等のみを対象とすべきか、それとも、投資商品を含む資産の運用一般まで対象とすべきか。

(注) 米国においては、証券の価値等や証券への投資に対する助言、英国・EUにおいては、投資商品を含む資産の運用、投資商品に関する助言が規制の対象とされている。

(c) 資産管理（カストディ）

資産運用における資産等の管理行為については、集団投資スキームごとに分別管理や運用会社と保管会社との分離、保管会社の資格

要件（信託会社等）が定められているが、資産運用における資産等の管理行為について、別途、規制を拡充する必要があるか。

(d) 仕組み行為

仕組み行為およびこれに関わる投資サービス業者を規律する法制としては、投資信託・法人法、信託業法、商品ファンド法、不動産特定共同事業法等が存在し、それぞれ投資サービス業者として、投資信託委託業者、信託会社、商品投資販売業者、不動産特定共同事業者等が仕組み業者（兼販売業者）とされているが、これらの関係についてどのように考えるか。

また、規制の対象とすべき仕組み行為の範囲についてどのように考えるか。適切な開示を含む、販売・運用・資産管理に関する規制を前提とすれば、仕組み行為についての規制は必要ないと考えてよいか。

(注) 米国においては、仕組み行為自体について規制は行われていない。一方、英国・EUにおいては、集団投資スキームの仕組み行為等は包括的に規制の対象とされている。

(e) その他

アナリスト、格付け機関といったファイナンシャル・ゲートキーパー等についても検討すべきであるという意見がある。

(注) EUにおいては、「企業の資本構成・業界戦略及び関連事項に関する助言、企業の合併・買収に関する助言及びサービス」が付随業務とされてきたほか、今回の改正により「投資調査及び財務分析または金融商品の取引に関するその他の形式での推奨」が付随業務に加えられた。

なお、規制の名宛人となる「業者」の考え方としては、一般に「当該行為を反復・継続して行う者」とされ、証券取引法においては、「(売買等の) 行為のいずれかを行う営業をいう。」とされている。

(注) この「営業」については、一般には、営利目的があり、反復継続性のある行為で、対公衆性の認められる行為とされている。

一方、問題を起こしているのは、このような「業者」ではない者、言わばノンプロであるとの意見も踏まえれば、「不特定多数の者を相手として当該行為を行う者」を「業者」の範囲に含めるなどの手当てが考えられるのではないか。

(注) このような考え方については、ルールの横断性・包括性の観点から、行為類型や取引実態に応じ適宜ルールの緩和や適用除外を設けるべきとの指摘もあった。また、「不特定多数」については、形式的には特定しているが実質的に不特定多数である場合、発行時点では私募でも流通市場で不特定多数の者が購入する可能性がある場合等についてルールの明確化が必要との指摘もあった。

また、「営利目的」についても、同様の視点から検討を行う必要があると考えられる。

(2) 投資商品・投資サービス業に関わる規制のあり方

① 規制の枠組み

販売・勧誘等に関する規制を中心とする証券取引法においては、開示規制（第2章～第2章の4）、業規制（第3章）、自主規制（第

4章）、セーフティ・ネット（第4章の2）、市場（取引所）規制（第5章～第5章の3）、不公正取引規制（第6章～第6章の2）といった規制により投資サービスにおける投資者保護を図っている。

また、資産運用・助言に関する規制を中心とする証券投資顧問業法においては、業規制（第2章～第5章）、自主規制（第6章）が規定されている。

これらの枠組みを基本として他の法律との一元化や規制のあり方について、検討を進めていくことが考えられる。

② 本来・付随・兼業業務の範囲

(a) 本来業務としての販売・勧誘業務と資産運用・助言業務

現在、証券分野についてみると、販売・勧誘等に関するルールは証券取引法、資産運用・助言に関するルールは証券投資顧問業法に各々定められている。これは、認可投資顧問業者が原則専業制であることなどを理由とするものと考えられるが、ラップ口座にみられるように、必要な弊害防止措置を講じつつ、複数の業を兼業することによりサービスの高度化を図っていく方向にあることや、ワンストップ・サービスへのニーズの高まりを踏まえれば、それぞれの類型に応じた規制を検討しつつ、ともに本来業務として位置づけることが望ましいのではないか。また、助言業務についても本業として整理し、必要な行為規制を証券投資顧問業法より移管することが望ましいのではないか。

また、販売・勧誘業務の対象となる投資商品の範囲については、ポートフォリオの対象となるものをできる限り幅広く対象と

するとともに、資産運用・助言業務についても、これに併せて対象を定めることが望ましいのではないか。

(b) 付随・兼業業務の範囲

証券取引法における付随・兼業業務については、これまでも拡大されてきたところであるが、さらにこれまでの兼業事例などを念頭に付随・兼業業務の範囲を拡大すべきではないか。

③ 参入規制のあり方

参入規制については、現行の各業法における規制を基本として、業務内容に応じた要件を定める（いわゆる「業規制の柔軟化」）こととし、その内容については必要に応じ、事前規制から事後規制への流れを踏まえて調整する（具体的には、規制の明確化を図り、事前規制における行政裁量を制限するため、投資サービス業務の内容に応じて要件を明確化し、「登録制」とする）ことが望ましいのではないか。

また、商号制限（証券会社）についてどのように考えるか。

④ 行為規制等のあり方

行為規制についても、証券取引法や証券投資顧問業法を基本としつつ、販売・勧誘等と資産運用・助言という業務の類型、投資商品の内容に応じた規制内容（「業規制の柔軟化」）を検討していくことが望ましいのではないか。

(a) 受託者責任の考え方

投資者の保護を図り、その資本市場への信頼を確保していくためには、投資サービス業

者の受託者責任を一層明確にしていくことが求められる。特に、市場型間接金融が有効に機能するためには、販売業者、資産運用・助言業者、ファンドの業務執行者等がそれぞれの受託者責任を確実に果たすことにより、より効率的な市場が実現されるようにしていくことが重要であると考えられる。

広く投資商品の販売業者一般に対して、誠実公正義務を業務上の義務として横断的に義務づけるべきではないか。

資産運用・助言業者一般について、横断的に、忠実義務等の義務を課すべきではないか。

適合性原則、最良執行義務、顧客に対する説明・書面交付義務、顧客を害する各種行為の禁止等については、受託者責任を具体化したものと言えるが、これらについてどのように考えるか。

(b) 販売する投資商品に応じた行為規制のあり方

元本保証があるもの（例：国債）、投資元本までの元本欠損のおそれがあるもの（例：株式、投資信託）、元本以上の損失が生じるおそれがあるもの（例：先物、オプション）といったように、投資商品のリスクに応じた投資者保護のあり方を検討すべきではないかという意見がある。

(c) 公衆縦覧型ディスクロージャーについての考え方

証券取引法においては、適用免除証券を除き、有価証券の公募を行う場合、発行者による公衆縦覧型のディスクロージャーの義務づけが行われている。公衆縦覧型のディスクロージャーは、投資商品についての情報が透明性の高い方法で提供されること

を確保するためのものであり、このディスクロージャーの枠組みは「投資サービス法」においても原則として維持されるべきものとする。

一方、抵当証券、変額保険、信託受益権、商品ファンド、不動産特定共同事業については投資商品に関わる権利の譲渡を禁止する反面、情報提供については相対で行うこととされている。これらの投資商品についても、公募の場合、公衆縦覧型のディスクロージャーを行うことが望ましいと考えられる。どのような場合について、譲渡性が制限されている持分について引き続き相対での情報提供で足りると考えるべきか。

(d) 「ホールセールとリテール」ないし「プロとアマ」の区分

(公衆縦覧型のディスクロージャーにおける「プロとアマ」)

証券取引法においては、適格機関投資家として、金融機関のほか、例えば、保有有価証券100億円以上の有価証券報告書提出会社で届出を行った者が定められており、適格機関投資家のみを対象に有価証券を発行する場合についてはプロ私募として有価証券届出書の提出が免除されている。この適格機関投資家の範囲については、非登録証券についての転売制限の課せられない適格機関投資家を定める米国のルール144Aとほぼ同等であるが、募集に伴う登録義務の適用除外を定めるレギュレーションD（ルール501）が定める自衛力認定投資家の範囲に比べればより厳格なものとなっている。

規制の適切性を確保する観点から、投資リテラシー（能力・教育）の現状を踏まえつつ、当初のプロ私募の対象となる適格機

関投資家の範囲について拡大していくことについてどのように考えるか。その具体的な基準や適用除外に関する選択権の行使（オプト・イン、オプト・アウト）についてどのように考えるか。

(その他の行為規制における「プロとアマ」)

EU新投資サービス指令においては、欧州委員会は、誠実公正義務、情報提供義務、適合性の原則、書面交付義務などについての実施細則については、顧客がアマであるかプロであるかを考慮しつつ定めることとされている。また、プロとほぼ同義である適格取引先との取引については、これらの義務や最良執行義務、顧客注文取扱規則ルールは原則適用されないこととされている。この例に倣い、行為規制についてプロとアマで差を設けることが考えられる。また、プロとアマの具体的な基準やオプト・イン、オプト・アウト等についてどのように考えるか。

(e) 適合性の原則

証券取引法および金融先物取引法においては、販売業者について適合性の原則の遵守が定められているが、これを投資サービスの販売業者について幅広く義務づけるべきではないか。また、資産運用・助言業者への義務づけについてどのように考えるか。

ヨーロッパにおいては、資産運用・助言を行う場合の適合性（suitability test）とその他の投資サービスを提供する場合の適合性（appropriateness test）に分け、前者については、後者についても要求される知識・経験のほか、財務状況・投資目的を勘案することとされている。

(f) 広告規制

金融先物取引法の一部改正においては、広告における表示事項などについて踏み込んだ規定が整備されたが、同様の広告規制を投資サービス全般について横断的に規定することについてどのように考えるか。

(g) 不招請勧誘の禁止

取引を希望しない消費者に対する勧誘いわゆる「不招請勧誘」の禁止に関する規制の適用範囲についてどのように考えるか※。

※ 不招請勧誘の禁止は、金融先物取引法の一部改正で導入されたが、投資サービス法制の整備に当たり、これを投資サービス一般に原則として適用すべきだという考え方もある。ちなみに、英国では、価格変動の激しい金融商品について、顧客の要求に基づかない電話・訪問勧誘を禁止しているが、適用対象が基本的に個人顧客（アマ）に限定されているとともに、例外も定められている。

(3) 集団投資スキーム（ファンド）規制のあり方

インターネットの普及などを背景とした各種ファンドの登場や、投資事業有限責任組合・有限責任事業組合・合同会社等の新たなビークルの導入などにより、集団投資スキーム（ファンド）の多様化が進んでいる。今後とも、信託法の改正等によるビークルの変化や多様化が想定される。このような動きを踏まえ、資産運用業者に関わる規制内容等の検討と併せて、以下の論点が検討課題となる。

① 仕組み規制のないファンド

現在、仕組み規制のないファンドについて、(a) ファンド規制の範囲（ビークルの

範囲、ファンドの投資対象、適用除外の対象※等）、(b) 具体的な規制のあり方（ファンドの届出・監督、資産管理、運用者の資格要件、受託者責任・利益相反防止措置等、ディスクロージャー）についてどのように考えるか。

※ 集団投資スキームの定義と適用除外を法律上明確にすることが重要と考えられる。

② 既存のファンド法制についての再検討

(a) ファンド法制についての考え方

既存のファンド規制法においては、1) 販売についての監督、2) 運用についての監督、3) ファンド自体の監督、4) ビークルの組成についての規制などが一体として規制されているものが多い。

このような各ファンド規制法の構成については、金融商品における製販分離や金融のアンバンドリング化の流れ、機能別・横断的なルール整備等の考え方を踏まえれば、規制の内容ごとに、順次、これを再整理することを検討していくことが必要ではないか。

例えば、ファンドの運用・販売については、投資サービス業者への規制のあり方の中で議論してきたが、このほか、ファンドの規制・監督に関する規定のうち、可能なものについては、仕組み規制のないファンドと併せ、投資サービス法において横断的に規定することが考えられる。

(b) 信託法改正に伴う法制の見直し

信託法の改正に向けた検討において、集団信託のガバナンスのあり方や受益権の有価証券化などについて議論が行われている。これに併せて、投資信託・法人法やSPC法についてどのような見直しを行うべきか※。

※ 信託法理が適用される場合においても、投資サービス法の規制対象となるか否かは、当該金融商品の実態によって判断されることになる。

(c) その他の論点

このほか、ファンド法制についてどのような見直しを行っていくべきか。例えば、現行のビートルの使い勝手やガバナンスなどについてどのように考えるか。また、今後、ファンドが市場において果たす役割や求められる透明性についてどのように考えるか。

(4) ルールの実効性の確保（エンフォースメント）

参入・行為規制を担保するためのエンフォースメントのあり方について、主な論点は、以下の通り。

① 資本市場行政の体制整備

投資商品の範囲の拡充をはじめとする法制全体の整備に併せた、資本市場行政に係る体制の整備のあり方についてどのように考えるか。いわゆる「日本版SEC」論に代表される問題意識にどのように応えていくべきか。

② 市場監視機能の強化

市場監視機能をさらに強化していくことが必要であると考えられる。例えば、課徴金のあり方や民事責任規定の整備が論点となる。

③ 自主規制機関の機能強化

投資サービス法制の整備に伴い、自主規制機関の機能強化も重要になる※。

※ 自主規制機関の機能強化に関しては、監督官庁による直接規制との調整や自主規制機能の一元化による重複規制の回避が留意されるべきであろう。

④ 投資サービス業者のコンプライアンス強化

投資サービス業者自身のコンプライアンス強化をどのように図っていくべきか。例えば、登録要件において、よりコンプライアンスを重視した要件を課すことや、内部統制の強化のあり方、業者の規模に拘らず内部統制も含めて公認会計士による監査を義務づけることについてどのように考えていくべきか。

3. 投資サービス法の制定で想定される状況変化

想定される投資サービス法の制定によるプラス効果は、本法のねらいである金融消費者保護と金融イノベーションの促進が実現することであり、簡明で実効性の高い資本市場法制が実現することであろう。

一方、想定されるそのマイナス効果は、制度設計の不備と規制強化による商品開発面や営業面における自由度の後退であろう。

また、業規制の横断化・一元化による機能別規制の強化と市場監視機能・体制の強化という制度面の変化がもたらす資本市場および業界の状況変化も甚大であろう。

(1) 貯蓄から投資への流れは加速するか

投資サービス法の制定は、わが国金融システム改革の大きな目的の一つである「貯蓄から投資への流れ」を加速させるための法的なインフラを整備するという意義をもつ。ただし、投資サービス法が「貯蓄から投資への流れ」を加速させるための法的なインフラとして機能するためには、投資家教育の普及やコーポレートガバナンスの強化等による投資家や発行会社の成熟に加えて、金融イノベーションの促進と仲介業者

による良質な投資商品・サービスの供給が重要な前提条件となる。

(2) 金融イノベーションの促進と良質な投資商品・サービスの供給

投資サービス法の制定は、資本市場に係る法体系および市場監視体制の整備・効率化という意味をもつが、金融システム改革におけるその本質は、規制緩和ではなく、規制強化である。

従って、その考え方に行き過ぎがあったり、制度設計に不備があったりすれば、投資サービス法の制定により、かえって金融イノベーションが阻害され、良質な投資商品・サービスの供給が減退するというような事態が想定される。既に合理的な秩序形成がなされている分野に対して新たに規制が強化されたり、規制の対象や範囲が法的明確性に欠け関係者の予見可能性が阻害されたりすれば、投資サービス法の立法目的が達成されないばかりか、有害無益な制度変更に終わってしまう。

10年に及ぶ金融システム改革が完成をめざしつつ加速されている現在、民間の自助努力もあり、近時、新しいタイプの投資信託の開発や証券化市場の拡大が新聞紙上等で顕著になっている。こうした流れにいささかでも水を差すような行為は、厳に慎むべきものと思う。

(3) 業態の融合と機能別規制の強化による資本市場および業界の変容

投資サービス法の規制は、金融業務の自由化と業態の融合をはじめ、わが国の金融システム改革で惹起された資本市場と業界の構造変化を制度面からさらに加速させよう。

投資サービス法の制定により、業規制の横断化・一元化による機能別規制の強化と市場監視機能・体制の強化が図られることになれば、その制度面の変化がもたらす資本市場および業界の状況変化は甚だ大きい。

また、こうした観点から、投資サービス法の制定は、金融コングロマリットの形成に対応する法整備と連動しているとする見方が多い。

この関係で当面想定される状況変化をいくつか指摘すれば、おおむね、次の通りである。

- ① 今後、投資サービス法の規制対象となる投資商品・サービスを現在規制している各業法的大幅改正（改廃）が行われ、業者ルールが投資サービス法に一元化されるとともに、各業界団体のもっている自主規制機能も一元化される。
- ② 証券取引法は、証券業の業者ルールから投資サービス業全般の業者ルールへと規制対象が拡大され、投資サービス法という上位の一般法規として、発展的に解消される。
- ③ その際、機能別規制の強化という観点から、兼業規制など現行の業態区分を前提とした諸規制の再検討が行われることになる。
- ④ 証券取引等監視委員会の機能強化とともに、一元化された自主規制機関の組織・機能の強化が必要となる。
- ⑤ 各業界団体の役割は、業界振興を主たる目的とした同業者団体としての機能に特化してゆくことになろう※。

※ 日本証券業協会については、その自主規制機関としての機能が発展的に投資サービス業全般に活用されてゆく可能性が高い。

とくに、証券市場と証券会社に関して言えば、銀行本体による証券業務の拡大に加えて郵便局の証券進出が予定されるなかで、「証券界」のアイデンティティ（自己同一性）がまさに問われることになろう。

また、証券業（販売・勧誘業務）と証券投資顧問業（資産運用・助言業務）との融合や商品・不動産規制と証券規制との融合が現実化し相互に影響し合うことになろう。

4. 立法をめぐる環境と今後の展望

現在、金融審議会第一部会では、本年6月を目途に投資サービス法に関する基本的な考え方を取りまとめるべく、活発な議論が続けられているが、投資サービス法制に係る法案の国会提出は、2006年ないし2007年と予想される。ただ、立法化への道程は必ずしも平坦とは思われない。

2004年から2005年にかけて、西武鉄道による有価証券報告書の虚偽記載問題やライブドアによるニッポン放送株の買収問題をはじめ、わが国証券市場の信頼性と資本市場法制の健全性を根底から揺るがす重大事件が相次いで発生した。これらについては、将来的に現行制度の不備を補完すべく、立法面で迅速な対応がなされたことは一応評価できるものの、現状における投資家や発行会社等の不信感や不安感を払拭するものでないことは明らかである。

一般の国民感情からすれば、まずは現行法の枠組みを前提にその不備を是正し、国民経済と資本市場の危機的状況に迅速的確に対処することが最優先の課題と言えよう。今住んでいる家が炎上している最中にこれを消し止めることなく、家屋の新築計画を話し合っている人は居まい。通常は、当面

の消火作業と敷地の整備・地固めが先決事項であろう。

例えば、制度面では、現在、会社法制の現代化が実現しようとしているが、現行商法と証券取引法の整合性とか企業法制と資本市場法制の調和という観点からの議論や法整備が投資サービス法の議論に先立ってなされて然るべきものとする。また、わが国資本市場の実態という側面では、投資家や発行会社の成熟度や仲介業者により供給される投資商品・サービスの動向を見極めつつ、法整備を図ってゆくことが重要であろう。

※ 金融審議会第一部会においても、第28回会合において、論点5が追加され、市場やディスクロージャー制度のあり方が議論されている。

おわりに

以上、投資サービス法の制定にあたっては、証券取引法を中核とするわが国資本市場法制のほぼ60年ぶりの根本改正であることに鑑み、わが国金融システムの長期展望に立って、関係業界等による共通の理解が得られるよう、時間をかけて、十二分に議論を尽くすべきものとする。国際基準が充足されるとともに、国民性に適合した日本型の制度インフラが整備されるのであれば、真に国際競争力を有する金融システムと活力ある資本市場は実現しないであろう。投資サービス法の導入に限って安普請は許されない。

■ 会員入会のお知らせ (順不同・敬称略)

第12回理事会(平成17年2月24日開催)において、正会員1社、賛助会員5社の入会が承認された。これにより3月1日現在の当協会の会員数は、正会員71社、賛助会員116社、計187社となる。

<正会員>

(賛助会員から正会員への会員種別変更)

●アセット・マネジャーズ株式会社

代表者：代表取締役社長兼COO
青木 巖
所在地：東京都千代田区内幸町1-1-1



<賛助会員>

●アイ・キャピタル・エステート株式会社

代表者：代表取締役会長
橋本 篤幸
所在地：東京都渋谷区
恵比寿南1-5-2



●シービーアールイー・レジデンシャル・マネジメント株式会社

代表者：代表取締役社長
藤田 哲也
所在地：東京都港区
六本木1-10-6



●ミレア・リアルエステイトリスク・マネジメント株式会社

代表者：代表取締役社長
吉田 昌樹
所在地：東京都港区
東新橋2-4-1



●森ビル・インベストメントマネジメント株式会社

代表者：代表取締役社長
堀内 勉
所在地：東京都港区
六本木6-2-31



●ラサルインベストメントマネジメント株式会社

代表者：代表取締役
内山 裕敬
所在地：東京都千代田区
永田町2-13-10



第13回理事会(平成17年4月22日開催)において、正会員3社、賛助会員15社の入会が承認された。これにより4月22日現在の当協会の会員数は、正会員75社、賛助会員128社、計203社となる。

<正会員>

●パシフィックマネジメント株式会社

代表者：代表取締役
高塚 優
所在地：東京都千代田区
永田町2-11-1



●山田建設株式会社

代表者：代表取締役
山田 健治
所在地：東京都大田区
北千束1-11-3



●株式会社大京

代表者：代表取締役社長
田代 正明
所在地：東京都渋谷区
千駄ヶ谷4-24-13



<賛助会員>

●株式会社エフ・アール・シー・ジャパン

代表者：代表取締役社長
清水 美溥
所在地：東京都中央区
京橋1-14-4



●株式会社エムケーキャピタルマネジメント

代表者：代表取締役 加藤 一郎太
所在地：東京都千代田区九段南1-5-5

●エムワイ総合企画株式会社

代表者：代表取締役社長
新田 司志
所在地：東京都新宿区
歌舞伎町1-1-17



●オークラヤ不動産株式会社

代表者：取締役社長
萩原 良洋
所在地：東京都中央区
日本橋本石町3-3-5



●ケネディクス・リート・マネジメント株式会社

代表者：代表取締役社長
宮島 大祐
所在地：東京都千代田区
丸ノ内2-6-2



●株式会社シンプレクス・インベストメント・アドバイザーズ

代表者：代表取締役社長 林 正道
所在地：東京都千代田区丸の内1-2-1

●税理士法人 平成会計社

代表者：代表社員
須貝 信
所在地：東京都中央区
日本橋1-4-1



●セガサミアセット・マネジメント株式会社

代表者：代表取締役社長
橋本 圭一郎
所在地：東京都千代田区
丸の内3-2-3



●タッチストーン・インベストメント・マネージメント株式会社

代表者：代表取締役
賣間 正人
所在地：東京都港区
赤坂1-11-36



●株式会社チヨダイエヌワイ

代表者：代表取締役
藤井 雅章
所在地：東京都千代田区
麴町1-7



●株式会社ディックスクロキ

代表者：代表取締役社長
黒木 透
所在地：福岡県福岡市中央区
高砂2-11-11



●トップリート・アセットマネジメント株式会社

代表者：代表取締役
土田 京一
所在地：東京都中央区
日本橋1-13-1



●株式会社フレグインターナショナル

代表者：代表取締役社長
藤本 保雅
所在地：東京都渋谷区
恵比寿4-20-3



●三井物産ロジスティクス・パートナーズ株式会社

代表者：代表取締役
山川 亮
所在地：東京都千代田区
神田錦町3-5-1



●株式会社ミューチュアル・リンクス

代表者：代表取締役
海保 欣司
所在地：東京都港区
虎ノ門2-6-4



■ 会員名称変更のお知らせ（順不同）

<正会員>

（平成17年5月1日付）
新名称：ケネディクス株式会社
旧名称：ケネディ・ウィルソン・ジャパン株式会社

■ 協会代表者交代（敬称略）

当協会の指定代表者が交代となりました。新代表者は次のとおりです。

<正会員>

●株式会社新生銀行

（平成17年4月1日付）
就任：代表執行役専務 山本 輝明

●株式会社新日鉄都市開発

（平成17年4月1日付）
就任：代表取締役社長 正賀 晃

●東京美装興業株式会社

（平成17年4月1日付）
就任：代表取締役社長 八木 秀記

●株式会社長谷工コーポレーション

（平成17年4月1日付）
就任：代表取締役社長 岩尾 崇

●三菱地所投資顧問株式会社

（平成17年4月1日付）
就任：取締役社長 有森 鉄治

●野村不動産株式会社

（平成17年5月12日付）
就任：取締役社長 鈴木 弘久

●株式会社三井住友銀行

（平成17年5月12日付）
就任：代表取締役 奥 正之

■ 会員退会のお知らせ（順不同）

< 賛助会員 >

（平成17年3月31日付）

- シティグループ・プライベートバンク
- 株式会社 住友生命総合研究所

■ 理事会 ● 第13回／平成17年4月22日

当日議決された審議・承認事項は下記のとおり。

1. 会員の入退会について
正会員3社、賛助会員15社の入会を承認した。また、平成17年3月31日付で賛助会員2社の退会があった旨、事務局から報告した。
この結果、平成17年4月22日現在の会員数は、正会員75社、賛助会員128社、計203社となった。
2. 総会提出議案（案）について
5月12日開催予定の第3回通常総会提出議案（第1号議案：平成16年度事業報告及び収支決算の承認に関する件、第2号議案：基金取崩に関する件、第3号議案：平成17年度事業計画及び収支予算の決定に関する件、第4号議案：役員の変更に関する件）を異議なく承認し、同案を第3回通常総会に提出することとなった。
3. 諸規則の改正について
委員会等規則、事務処理規則並びに就業規則の改正を異議なく承認した。
4. 平成17年度委員委嘱会社の決定について
平成17年度委員委嘱会社案を異議なく承認した。

主な報告事項は以下のとおり。
(1) 平成17年度の事務局体制について
(2) 平成17年度の実務家養成講座（モニター講座）について
(3) 国土交通省受託調査「不動産証券化に関わる人材育成方策の検討業務」完了について
(4) 資産流動化手法引き研究会の報告書について
(5) 平成16年度パーティー券購入について
(6) 今後の主な日程

■ 運営委員会 ● 第14回／平成17年4月19日

当日議決された審議・承認事項は下記のとおり。

1. 会員の入退会について
2. 総会提出議案（案）について
3. 諸規則の改正について
4. 平成17年度委員委員会体制について
(1) 運営委員会・企画委員会・各専門委員会の委嘱会社決定について
(2) 「不動産投資ビークルのあり方に関する検討委員会」の設置について
5. 国土交通省受託調査「不動産証券化に関わる人材育成方策の検討業務」完了について
6. 今後の主な日程

なお、下記のとおり委員の交代があった。

● 委員の交代（敬称略）

- 東京建物株式会社
就任：佐久間 一 常務取締役
投資事業開発本部長
- 退任：畑中 誠 代表取締役
専務取締役

主な報告事項は以下のとおり。

1. 平成17年度の事務局体制について
2. 平成17年度の実務家養成講座（モニター講座）について

企画委員会

●第11回(正副委員長会議)／平成17年4月6日
●第4回／平成17年4月14日

当日の審議・承認事項は下記のとおり。

1. 委員の交代に伴う副委員長の交代について

●委員の交代(敬称略)

●三菱地所(株)

就任: 荒畑 和彦 資産開発事業本部
資産開発企画部長
退任: 檀野 博 常務執行役員資産開発
事業本部長兼資産開発事業部長

●東京建物(株)

就任: 稲田 史夫 投資事業開発部長
退任: 加藤 和政 取締役PM部長

※檀野氏が副委員長であったことから、後任の荒畑氏が副委員長の職も引き継いだ。

2. 総会提出議案(案)について
3. 諸規則の改正について

主な報告事項は以下のとおり。

1. 平成17年度の事務局体制について
2. 平成17年度の実務家養成講座(モニター講座)について
3. その他

税務・会計委員会

●第18回／平成17年4月11日

議題は以下のとおり。

1. 今後のスケジュールの確認
2. 平成18年度税制改正要望のアンケート結果の報告および意見交換
各要望項目について、事務局にて課題等を整理し、次回委員会にて協議

●第19回／平成17年4月26日

議題は以下のとおり。

1. 平成18年度税制改正要望の項目検討及び意見交換
要望項目中の検討事項について、各委員より討議が行われた。
平成18年度税制改正要望素案作成に向け、事務局にて整理し、次回委員会にて協議

市場整備委員会

●第19回／平成17年3月16日

当日の議事は以下のとおり。

<講演>

「不動産ファイナンス的視点からみたJ-REIT情報の活用方法」

講師: 不動産金融工学研究所 小林 秀二氏

<報告事項>(事務局より説明)

1. 前回(第18回)議事録の確認
2. 個人情報保護法に係る対応について
3. その他

●第20回／平成17年4月20日

当日の議事は以下のとおり。

1. 委員の交代(敬称略)

●東京建物株式会社

新: 稲田 史夫(投資事業開発本部投資事業開発部長)
旧: 加藤 和政(取締役PM事業部長)

●東急不動産株式会社

新: 小田部 知広(資産活用事業本部ファンド推進第二部
ファンド推進グループリーダー)
旧: 木内 伸好(都市事業本部商業施設運営部支配人)

●三井不動産株式会社

新: 弘中 聡(不動産証券化推進部不動産証券化推進グループ長)

旧: 田辺 義幸(商業施設本部業務推進室長)

●三菱地所投資顧問株式会社

新: 武田 和之(資産運用部 チーフマネジャー)
旧: 新井 利幸(資産運用部 アソシエイトマネジャー)

2. 事務局員交代挨拶
3. 前回(第19回)議事録の確認

<検討事項>

1. 機関投資家対象不動産運用に関するアンケートについて
2. 市場整備委員会平成17年度の検討・活動テーマ(案)について

<報告事項>

1. 投資行動研究会まとめ及び今後の予定
2. 国土交通省不動産インデックス調査

■ 市場動向委員会 ●第13回／平成17年3月25日

以下の講演および意見交換を実施した。

場所：霞ヶ関三井クラブ
 講演：「リサ・パートナーズ社の企業戦略」
 井無田 敦氏（株式会社リサ・パートナーズ 代表取締役社長）

■ 規律委員会 ●第2回／平成17年3月9日

当日の議事内容は下記のとおり。

1. 本年度の活動について
 事務局より平成16年度の活動について報告を行った。
 (1) コンプライアンスに関する会員アンケート結果報告
 (2) 投資家保護に関する活動について
 (3) その他
2. 来年度の活動予定について
 事務局より、平成17年度の会員の規律保持のための活動予定案について説明し、その後討議を行った。

■ 不動産証券化税制研究会 ●第12回／平成17年3月24日

メンバーの報告と報告後、意見交換が行われた（敬称略）。

報告者：川島 いづみ（早稲田大学社会科学部・
 大学院ファイナンス研究科教授）

「イギリスにおけるREIT導入の動向」

（報告要旨）

イギリスでは、昨年3月からUS-REIT型不動産投資ファンドの導入が検討されてきたが、今年3月公表されたUK-REIT: a discussion paper (2005.3.16)では、既存

のストラクチャーを使って税制を整備した上で、REITを導入していこうという動きが見られる。discussion paperでは、以下のような議論が行われている。

まず、UK-REIT導入の政策上の根拠として、不動産投資市場の改善と不動産開発・供給市場の改善、小規模投資家の投資機会拡大、市場の安定性向上が挙げられている。

UK-REITの導入に当たっては、イギリス不動産への直接投資と間接投資を同様の方法で課税すべきことと、全体的にみて税収を減らすことなく行われるべきことが、基本方針とされる。

■ 投資法人設立手続き研究会 ●第3回／平成17年3月29日

内容は以下のとおり。

＜議題＞

1. 手引書第2次ドラフト解説
 第2回研究会での指摘を反映した第二次ドラフトについて、各執筆担当者より解説を行い、意見交換が行われた。
2. 手引書スケジュール案
 「投資法人設立手引」を、5月12日に予定されている当協会の総会に配布する前提で、スケジュール案を確認し、修正原稿を4月初旬に取りまとめ、印刷手続きに入ることとした。
 研究会は本日で終了し、「投資法人設立手引」を5月12日に発行する。

■ 不動産特定共同事業法に基づく事業許可状況

新たに、金融庁長官・国土交通大臣許可を日住サービスが、東京都知事許可をコマースャル・アールイー、すいぞく館、マリオン管財、東誠不動産、エムイービー、サラスインテグレイト、ロイヤルパークスが、神奈川県知事許可をランドが取得した。これにより、平成17年3月31日

現在、不動産特定共同事業法に基づく許可業者は合計96社となった。

金融庁長官・国土交通大臣許可	35社
都道府県知事許可	61社

■ 投資法人資産運用業の新規認可取得について

投資信託及び投資法人に関する法律第6条の規定に基づく投資法人資産運用業の認可を、株式会社ジョイント・キャピタル・パートナーズ(平成17年4月18日付)とモリモト・アセットマネジメント株式会社(平成17年4月18日付)とケネディックス・リート・マネジメント株式会社(平成17年4月18日付)が新たに取得した。

●株式会社ジョイント・キャピタル・パートナーズ

本店所在地：東京都目黒区二丁目10番11号
 設立年月日：平成16年7月28日
 資本金：2億円
 資本構成：(株)ジョイント・アセットマネジメント 70%
 (株)ジョイント・コーポレーション 30%

●モリモト・アセットマネジメント株式会社

本店所在地：東京都渋谷区渋谷三丁目9番10号
 設立年月日：平成16年9月1日
 資本金：1億5千万円
 資本構成：(株)モリモト 67%
 大和ハウス工業(株) 20%
 (株)モルガン・スタンレー・
 プロパティアー・ジャパン 4% 他

●ケネディックス・リート・マネジメント株式会社

本店所在地：東京都千代田区丸の内二丁目6番2号
 設立年月日：平成15年11月28日
 資本金：2億円
 資本構成：ケネディ・ウィルソン・ジャパン(株) 100%

■ 事務局人事

●出向受け入れ(平成17年4月1日付)

●業務部 部長代理
 厚見 佳秀

東急不動産株式会社
 都市事業本部 ビル営業部
 ビル営業グループ グループリーダー



●出向元へ復帰(平成17年4月1日付)

●(前) 事務局次長
 総務部長兼広報部長
 苦情相談室長
 綿貫 隆二

東急不動産株式会社
 資産活用事業本部
 アセットソリューション事業部
 グループリーダー 課長



2年前の就任時は不動産証券化のイロハも知らず、ましてボラティリティなど聞いたこともない言葉に面くらい、皆様にも色々とお迷惑をおかけしたと思います。しかしながら皆様から暖かいご指導・ご鞭撻をいただき、充実した2年間を過ごすことができました。この度、実務の世界に戻りましたが、ARESでの貴重な知識や経験を糧に広い視野をもって活動したいと考えております。2年間本当にありがとうございました。

●(前) 調査研究部
 主任調査役
 小林 智央

株式会社フジタ
 都市再生推進本部
 企画統括部コンサルタント部
 不動産証券化担当
 兼 企画設計担当 担当課長



4月から出向元の(株)フジタに戻ることになりました。1年4カ月の間でしたが、皆様には大変お世話になりました。今後は、証券化も含め不動産開発事業の企画立案(仕掛け)の業務に従事致します。協会在籍中は、会員各社、各省庁・団体、事務局他、たくさんの方々にお会いでき、また、「地域活性化方策検討調査及び地方セミナー(国交省受託)」、「不動産運用アンケート調査」等の調査研究業務や市場整備委員会・各研究会活動等を通じ様々な経験をさせて頂いたことは、生涯を通じての財産になりました。

今後、不動産と金融の融合という枠組みの中で、業界全体としては投資サービス法制定に向けた制度改正、情報インフラ整備、投資家保護施策などさまざまな局面での対応や人材育成といった目標がありますが、これを一つ一つ乗り越えた時こそ真の融合と言えると思います。協会には業界を引張るリーダー役として今後もご尽力頂くとともに、市場の益々の活性化と発展を祈念しております。最後に、これまで支えて下さいました皆様に心から感謝し御礼申し上げます。

■ 米国における不動産投資商品の投資家保護に関する米国視察報告

当協会では、現在金融審議会にて「投資サービス法」が議論されているところから、投資家保護の先進国である米国において「不動産投資商品の投資家保護」がどのように行われているか実態調査のため、3月中旬から1週間にわたり、米国にて視察を行った。
(事務局・小林 秀智)

●主な調査項目

- (1) 米国における投資家保護に関する法律
- (2) 米国の不動産投資商品
- (3) 投資家保護の規制手段

●訪問・ヒアリング先

- I ワシントンDC
 1. 証券取引委員会 (SEC)
 2. NAREIT
- II ニューヨーク
 1. Goldman Sachs Asset Mgt.
 2. ニューヨーク大学



NAREITにて

●視察参加者(敬称略、順不同、役職は実施時現在)

- | | |
|---------------------------------|-----------|
| 国土交通省 不動産投資市場整備室 課長補佐 | 佐々木 正士郎 |
| 国土交通省 不動産投資市場整備室 不動産投資係長 | 春日 典良 |
| 三井不動産(株) 不動産証券化推進部 部長 | 尾崎 昌利 |
| 三菱地所(株) 資産開発事業部 参事 | 岩本 洋介 |
| (社) 不動産証券化協会 総務部 部長 | 綿貫 隆二 |
| (社) 不動産証券化協会 業務部 主任調査役 | 小林 秀智 |
| フレンズ ライフ ケア アット ホーム ジャパン 取締役副社長 | 上岡 榮信(通訳) |

第25回実務研修会のご案内

国土交通省は、地方都市等における街なかへの人口回帰を図るために「街なか居住再生ファンド」を創設します。

「街なか居住再生ファンド」は、中心市街地等で行われる民間の多様な住宅等の整備事業を対象とし、それらの事業を主な目的として設立される会社(SPC等)に対し出資を行うことにより支援する制度です。

当実務研修会では、「街なか居住再生ファンド」の創設の趣旨・目的および同ファンドの不動産証券化スキーム、プロジェクトへの出資手続き、今後のスケジュールなどをそれぞれご説明いただきます。

『街なか居住再生ファンド』の説明

- 日 時：平成17年6月8日(水) 13時30分～15時30分
 会 場：中央大学駿河台記念館 370号室
 参加費：無料
 講 師：井上 俊之氏(国土交通省 住宅局市街地建築課長)
 岡本 圭司氏(社団法人全国市街地再開発協会 専務理事)
 佐藤 雄治氏(社団法人全国市街地再開発協会 債務保証部長)

※ご参加のお申し込みは、協会ホームページ (<http://www.ares.or.jp/>) の会員ページからお願いします。

■「不動産証券化ハンドブック2005」発行のお知らせ

不動産証券化協会（ARES）では、今年で第13版を数える2005年度版「不動産証券化ハンドブック」を6月末（予定）に発行いたします。

2005年度版では、これまでの不動産証券化の発展の状況・実績及び海外の不動産証券化事情についての情報等に関する従来の記載内容の更新等に加えて、2004年度に行われた証券取引法・信託業法等の法制度改正について解説するなど、不動産証券化に関する最新の動向をとりまとめました。

なお、購入方法等については別途、当協会ホームページ（<http://www.ares.or.jp>）でご案内いたします。

※ARES会員の皆様には、発行後速やかに発送いたします。

※一部の書店でも販売いたします。店名はHPの案内をご参照ください。

編集・発行：社団法人不動産証券化協会
版 型：A4版
発 行 日：平成17年6月末（予定）
定 価：2,000円（消費税込み）

CONTENTS（予定）

- 第1章 不動産証券化概論
- 第2章 不動産証券化に関する法制度
- 第3章 不動産証券化に関する税務・会計
- 第4章 不動産証券化商品実績・事例
- 第5章 不動産証券化関連サービス
- 第6章 不動産証券化に関する投資家保護
- 第7章 世界のREIT市場
- 第8章 統計集
- 第9章 参考（不動産証券化用語集、索引等）

■「不動産投資法人（J-REIT）の設立と上場の手引き」発行のお知らせ



当協会では、このほど「不動産投資法人（J-REIT）の設立と上場の手引き」を発行いたしました。

投資用不動産のポートフォリオをもつ企業や、J-REIT周辺のサービス・ビジネスに注目する企業にとって、J-REITの組成はビジネスチャンス拡大の選択肢として検討されるようになって来ています。しかしながらJ-REITは上場を前提とし、広範な一般投資家をターゲットとすることから、通常の不動産証券化商品と比較しても、組成に当たって要求される水準は格段に高く、新規参入者には相当程度の覚悟と周到な準備作業が必要とされます。

本書では、こうした背景に対応し、今後J-REIT組成を検討していく実務家に向けて、標準的な手引き書となることを目的として解説を行っています。

編集・発行：社団法人不動産証券化協会
版 型：B5版／約200頁
発 行 日：平成17年5月12日
定 価：2,600円（消費税込み）
会 員 価 格：1,000円（消費税込み）

※ご購入は当協会ホームページ（<http://www.ares.or.jp>）からお申し込みください。

◆ 会員一覧 (社名五十音順) ◆

正会員 (全 75 社)

株式会社アーバンコーポレイション
株式会社あおぞら銀行
アセット・マネジャーズ株式会社
伊藤忠商事株式会社
株式会社大林組
オリックス株式会社
鹿島建設株式会社
近鉄不動産株式会社
株式会社クリード
ケネディ・ウィルソン・ジャパン株式会社
株式会社ケン・コーポレーション
株式会社ゴールドクレスト
興和不動産株式会社
株式会社ザイマックス
株式会社サンケイビル
株式会社三友システムアプライザル
清水建設株式会社
ジャパンリアルエステイトアセット
マネジメント株式会社
株式会社ジョイント・コーポレーション
株式会社新生銀行
株式会社新日鉄都市開発
住友商事株式会社
住友信託銀行株式会社
住友不動産株式会社
住友不動産販売株式会社
西武不動産販売株式会社
株式会社大京
大成建設株式会社
ダイビル株式会社
大和証券 SMBC 株式会社
株式会社竹中工務店
中央三井信託銀行株式会社
東急不動産株式会社
東急リアル・エステート・インベ
ストメント・マネジメント株式会社
東急リパブル株式会社
東京建物株式会社
東京美装興業株式会社
株式会社東京三菱銀行
株式会社東京リアルティ・インベ
ストメント・マネジメント
東洋プロパティ株式会社
藤和不動産株式会社
日興シティグループ証券株式会社
日本ジーエムエーシー・コマーシ
ヤル・モーゲージ株式会社
日本土地建物株式会社
日本ビルファンドマネジメント株式会社
野村證券株式会社
野村不動産株式会社
野村不動産投信株式会社
パーク24株式会社
パシフィック・マネジメント株式会社
株式会社長谷工コーポレーション
株式会社原弘産
阪急電鉄株式会社
阪急不動産株式会社

株式会社フジタ
平和不動産株式会社
丸紅株式会社
みずほ証券株式会社
株式会社三井住友銀行
三井不動産株式会社
三井不動産販売株式会社
三菱地所株式会社
三菱地所投資顧問株式会社
三菱商事株式会社
三菱商事・ユービーエス・リアルテ
ィ株式会社
三菱信託銀行株式会社
森トラスト株式会社
森ビル株式会社
株式会社モリモト
安田不動産株式会社
山田建設株式会社
山万株式会社
UFJ信託銀行株式会社
有楽土地株式会社
株式会社リクルートコスモス

賛助会員 (全 128 社)

株式会社アイ・エヌ情報センター
アイ・キャピタル・エステート株式会
社
有限会社青山総合会計事務所
青山リアルティ・アドバイザーズ
株式会社
あずさ監査法人
株式会社アセットウェーブ
アットホーム株式会社
渥美総合法律事務所
株式会社アドバーク
穴吹興産株式会社
株式会社アバマンショップネットワー
ク
有限会社あるとSPCマネジメント
アンダーソン・毛利・友常法律事務所
イオンモール株式会社
飯野海運株式会社
株式会社生駒データサービスシステム
株式会社井智
伊藤忠都市開発株式会社
伊藤兄富法律事務所
株式会社インスターリスク総研
牛島総合法律事務所
エイアイジー・グローバル・リアル
エステイト・インベストメント・ジャ
パン・コーポレーション
株式会社エフ・アール・シー・ジャパン
株式会社エムケーキャピタルマネー
ジメント
エムワイ総合企画株式会社
オークラヤ不動産株式会社
株式会社緒方不動産鑑定事務所
小竹・パートナーズ法律経営特許事務所
オリックス・アセットマネジメント株
式会社
オリック東京法律事務所

トップリート・アセットマネジメント
株式会社
長島・大野・常松法律事務所
株式会社ニッセイ基礎研究所
日本アセットアドバンス株式会社
株式会社日本格付研究所
株式会社日本クリエイ
ト
財団法人日本不動産研究所
株式会社日本プロパティ・ソリューシ
ョンス
株式会社日本リート
農中信託銀行株式会社
野村アセットマネジメント株式会社
パウロニア司法・調査士法人=相馬
司法事務所=
パシフィック・インベストメント・ア
ドバイザーズ株式会社
阪急リート投信株式会社
PwCアドバイザーズ株式会社
日立キャピタル株式会社
株式会社ヒューネット
株式会社ヒロ&リー・エスネットワーク
株式会社福岡リアルティ
ブライズウォーターハウスクーパー
ズ税理士法人中央青山
株式会社フレッグインターナショナル
プレミア・リート・アドバイザーズ株
式会社
プロロジス
フロンティア・リート・マネジメント
株式会社
弁護士法人中央総合法律事務所
マークス株式会社
株式会社マックスリアルティ
丸紅不動産株式会社
三井物産ロジスティクス・パートナ
ーズ株式会社
三井不動産住宅リース株式会社
株式会社ミューチュアル・リンクス
ミレア・リアルエステイトリスク・マ
ネジメント株式会社
株式会社三輪不動産研究所
株式会社明和住販流通センター
メリルリンチ日本証券株式会社
森脇務会計事務所
森トラスト・アセットマネジメント株
式会社
森・濱田松本法律事務所
森ビル・インベストメントマネジメ
ント株式会社
株式会社モルガン・スタンレー・プ
ロパティーズ・ジャパン
UBS証券会社
株式会社横須賀不動産鑑定事務所
ラールインベストメントマネジメ
ント株式会社
株式会社リサ・パートナーズ
株式会社立地評価研究所
株式会社レイコフ
(2005年4月22日現在)

編集後記

昨年の9月から教育資格制度を担当させていただいていますが、本年4月から広報も併せて担当させていただくこととなりました。残念ながら不動産や金融の実務経験は無いのですが、前職が不動産評価や不動産ファイナンスに関する資格取得講座や実務講座の企画広報をしていた関係で、以前から不動産証券化という新しい産業?の誕生を人材育成という視点から注目していました。今、間接的ではありますが、この市場の健全な発展のために少しでも関わられることを大変誇りに思っています。どうぞよろしく願いたします。(深津)

会報「ARES」第15号 平成17年5月31日発行
編集発行 社団法人不動産証券化協会
〒107-0052
東京都港区赤坂 1-9-20 第16興和ビル南館4階
TEL : 03-3505-8001
FAX : 03-3505-8007
URL : <http://www.ares.or.jp>