

中間整理

「投資家が安心して参加できる
不動産市場の在り方」

～良質な不動産ストックの形成による
都市・地域経営の基盤づくりに向けて～

平成17年12月
社会資本整備審議会産業分科会不動産部会

中間整理

「投資家が安心して参加できる不動産市場の在り方」

～良質な不動産ストックの形成による都市・地域経営の基盤づくりに向けて～

目次

1	はじめに・・・・・・・・・・・・・・・・	1
2	不動産投資市場の現状と課題・・・・・・・・	4
3	不動産投資市場の特性・・・・・・・・	9
	（１）不動産の投資対象としての特性・・・・・・・・	9
	（２）不動産投資市場の市場特性・・・・・・・・	10
4	不動産投資市場の環境整備の基本的方向・・・・・・・・	11
	（１）環境整備についての基本的視点・・・・・・・・	11
	（２）環境整備に当たっての検討事項・・・・・・・・	14
	（３）情報開示・・・・・・・・	14
	（４）不動産投資のプロ・アマ区分について・・・・・・・・	18
	（５）不動産投資顧問業等バイプレイヤーの育成について・・	19
	（６）不動産管理について・・・・・・・・	20
	（７）残された検討課題と今後の検討課題・・・・・・・・	21
5	おわりに・・・・・・・・	23
	（参考）第１回、第２回不動産部会における委員の指摘事項 ～不動産部会における主な検討課題別に整理したもの～ ・・・・・・・・	24

中間整理

「投資家が安心して参加できる不動産市場の在り方」

～良質な不動産ストックの形成による都市・地域経営の基盤づくりに向けて～

1 はじめに

現在、我が国の不動産市場は、証券化手法の活用等により資本市場から資金が直接導入され、所有と利用が分離した新しい形態の不動産事業が急速に展開されるなど大きな構造変革に直面している。

これまで、不動産事業者は、開発から分譲又は賃貸に至る事業の全てについて自らリスクを取ることで、利益を上げるビジネスを進めて来たところである。

しかしながら、バブル崩壊以降のデフレ経済の中で不動産所有のリスクが改めて認識されると、不動産事業者と金融機関のみでリスクテイクする手法のみならず、資本市場を通じて広く投資家に不動産所有のリスクとリターンを分散・分担することにより、不動産事業を進めていく新たなビジネスモデルが急速に広まってきた。

このような不動産市場の構造変革は、不動産の所有者である投資家を満足させるために、アセットマネジメント、プロパティマネジメントなどの不動産事業の高度化・専門化をもたらし始めているところであるが、このような新たな不動産事業の展開は、個々の不動産の価値の向上を実現するばかりでなく、都市再生・地域再生などのプロジェクトに民間資金の流入を促し、都市・地域経営の基盤となっている。

このように、新たな不動産事業の展開が、不動産の価値の向上を通じて都市再生・地域再生の推進などの国民的課題の解決につながるとの認識のもと、都市・地域経営の基盤となる不動産の価値創造と不動産への継続的かつ安定的な資金の循環を実現する不動産市場はいかにあるべきかについて、国土交通大臣から社会資本整備審議会に対して、平成17年10月24日付けで諮問がなされたところである。

同諮問は、建設産業関連政策に関する調査審議を所管する産業分科会に付託されたが、諮問事項について専門的な知見を有する学識経験者が集中的に検討審議を行うため、同日付け産業分科会

の決定により、本不動産部会が設置された。

本不動産部会においては、不動産市場をめぐる経済・社会の諸条件や規制・ルールの変遷及びこれに対応した不動産業者の業務内容、社会的役割の変化を分析・整理しつつ、新たな不動産業の展開が一層促進されるよう、新たな不動産市場の将来像の提示に向けて検討を進めている。

より具体的な検討課題としては、
第一に、『投資家が安心して参加できる不動産市場の在り方』として

デューデリジェンスの適正化を含む不動産投資のリスクの所在と把握

不動産投資のリスクを踏まえた情報開示、説明責任の在り方

投資不動産の適正管理の枠組みの在り方

投資家特性に応じた投資家保護の枠組みの在り方

多様化する投資家ニーズに応じた不動産投資関連サービスの在り方

を検討するとともに、

第二に、『魅力的な都市・地域を形成する良質な資産を生み出す不動産市場の在り方』として

良質な不動産ストック形成のための公的支援・誘導策の在り方

不動産管理の適正化による良質な不動産ストックの維持の在り方

市場ルールに反するなど不良不適格業者の取扱いの在り方を検討することとしている。

一方で、年内にも資本市場に関する投資家保護制度の見直しが予定されているため、本不動産部会としても、この動きに歩調をあわせ、検討課題となっている「投資家が安心して参加できる不動産市場の在り方」のうち投資家保護制度の見直しに関する事項（ ～ ）を中心に検討を行ったところである。これまでに2回開催された不動産部会において、参考資料のとおり、各委員から御指摘を頂いたことを踏まえ、ここに検討結果を中間整理として取りまとめたものである。

なお、不動産投資市場は、不動産業行政のみならず、土地政策とも密接に関連しているため、土地政策の観点から不動産投資市場の在り方について検討を進めるため、国土審議会土地政策分科

会企画部会の下に不動産投資市場検討小委員会が設置され、当部会の検討と並行して集中的に検討が行われてきたところである。同小委員会においては、特に、不動産市場が土地市場に与えた影響や土地政策の観点からの不動産投資市場のあるべき機能について検討した成果が中間整理にとりまとめられている。

2 不動産投資市場の現状と課題

不動産投資市場は、急速に拡大を続けている。国土交通省が行っている「不動産の証券化実態調査」によれば、平成9年度にわずか41億円であった証券化実績額は、その2年後の平成11年度に1兆650億円と1兆円の大台を超えてからは順調に実績額を増やし、特に平成13年度以降拡大を続けている。直近の平成16年度実績では、前年度と比べ、約1.9倍の7兆5180億円に達するまでになった。

このような不動産投資市場の隆盛の背景となった要因として何があったのか。ここでは、投資対象となる不動産の供給面、不動産投資を支える金融面、不動産投資に係る制度面の3つからポイントのみ指摘する。

まず第一に、投資対象となる不動産の供給である。平成9年11月に山一証券、三洋証券、北海道拓殖銀行が相次いで破綻し、いわゆる金融危機が表面化する中で、銀行による貸出資産の回収と不良資産の売却による回収が行われた。その過程で不動産を担保資産とする不良債権の一括売却が行われ、これらの不動産の新たな購入者として不動産証券化の器であるファンドが登場するようになった。また、上場企業の不動産売却額で見ても、平成10年以降急激に増加し、ほぼ毎年2兆円を超える売却額が計上されている。これは、銀行による不良債権処理とあいまって、貸出先である企業がその保有する不稼働資産をバランスシートから切り離し、流動化させることによって財務体質を改善し、経営を効率化させる行動を一斉にとったことによるものであり、証券化という新たなツールを得て、不動産への投資は、投資家から新たな投資機会として認識されることとなった。

第二に、資金循環面から不動産への投資環境を支えたものとして、低金利への誘導と流動性の供給があげられる。平成7年に0.5%に引き下げられて以降、公定歩合は歴史的な低水準に引き下げられ、特に、平成13年9月以降今日まで約5年間にわたって0.1%という過去に例のない低金利に据え置かれている。マネーサプライを見ても、現在、約700兆円を超える資金が市中に出回っているが、これは、金融危機にあった平成10年4月に比べて約2割増しの状況にある。このような市場環境は、戦後においては、オイルショック時と円高不況時と過去に2度経験しており、今回は3度目である。

第三に、不動産証券化制度の整備である。不動産証券化の嚆矢となる制度が、平成6年に成立した不動産特定共同事業法である。

本制度は、約款規制等投資家保護の観点から被害の発生を未然に防止するために十分な枠組みを備えていた反面、証券化の対象となる資産をファンドを運営する事業者が自らのバランスシートに抱える仕組みであるため、資産と経営との切り離し（オフバランス）による倒産隔離と円滑な資金調達が確保できないという課題も有していた。このような中で、オフバランスを実現する投資スキームとして、平成12年11月には、「投資信託及び投資法人に関する法律」と「資産の流動化に関する法律」とが制定され、不動産を運用資産とする投信信託や投資法人の組成等が可能となった。このような動きを更に後押しし、投資家を不動産投資分野に参加しやすくしたものが、平成13年3月の東京証券取引所によるJリート市場の開設である。平成15年には大阪証券取引所が、平成16年には福岡証券取引所が、同じく平成16年にはジャスダック証券取引所がそれぞれ上場市場を開設し、流動性の高い不動産投資商品を投資家に提供することとなった。

また、機関投資家の投資環境を整備する方策の一環として、平成14年には、全国銀行協会の通達が発出され、Jリートに係る損益を銀行の業務純益として計上する取扱が認められ、地方銀行によるJリートへの投資が拡大するきっかけとなっている。

加えて、税制面から投資を支援する施策として、上場Jリートの譲渡課税及び配当課税を株式並みの10%とする税制改正が平成15年に行われた。併せて、Jリート（投資法人）による投資対象不動産の取得を支援するための税制として、流通税（登録免許税、不動産取得税）の軽減措置も、平成13年度から措置されるに至っている。

さらに、投資家層を個人投資家に広げる一助として、平成15年7月に投資信託協会のルールが変更され、リートのファンド・オブ・ファンズが解禁されたことがあげられる。この結果、ファンド・オブ・ファンズを通じた個人投資家による少額投資や分散投資が可能となった。

以上の要因を背景として、現在、不動産投資市場は、投資家や投資不動産の供給者（オリジネーター）のニーズや不動産取引の形態に応じて、資産の流動化には資産流動化法、一般投資家向けにはJリート、プロ間の私募不動産ファンドとして法定外の有限会社＋匿名組合（YK-TK）スキームが各々活用され、活況を呈しているところである。

このように拡大してきた不動産投資市場であるが、各国の経済規模から見た不動産投資市場の規模や株式市場全体に占める不動

産証券化商品のシェアの面から評価した場合、日本市場は、まだまだ発展途上にあることが分かる。

例えば、日本のリート市場の時価総額は、2.7 兆円であるが、先行する米国市場は、37.5 兆円、オーストラリアは 8 兆円の規模であり、それぞれ、各国の GDP 比で計算すると、日本市場が米国並みであるとした場合の市場規模は 13.4 兆円、オーストラリア並みとした場合には 60 兆円に相当する。単純計算では、アメリカと比べて市場規模は約 5 分の 1 にとどまっている段階である。また、リートの時価総額が株式市場に占める割合で見ても、米国の 2.1%、オーストラリアの 8.7% に対して、日本はわずかに 0.6% であり、アメリカの約 3.5 分の 1 である。

また、今後の市場規模については、様々な見方があるが、例えば、リート市場のこれまでの資産額の増分の実績が今後もそのまま続くものと仮定した場合、資産額は今年度末で約 3 兆 4 千億円、平成 20 年度には約 5 兆 8 千億円に達するものと見込まれる。

不動産は、単なる投資対象ではなく、国民生活や企業活動を支える社会基盤である。このような観点からは、適切な投資資金の流入によって物件が厳しく選別されることで社会的な評価にも応え得る良質な不動産の供給が行われることが期待されるが、その一方で、短期的な利益の確保にのみ関係者の関心が集まった場合には、投資対象不動産の適切な管理やまちづくりとの調和が十分になされず、社会基盤としての役割を果たし得ないのではないかと懸念もあるところである。

このため、不動産の適切な管理やまちづくりとの調和との整合が図られるような健全で安定的な不動産投資市場を整備することが求められる。

また、このような市場機能を活用した良質な不動産ストックの形成は、不動産単体の価値を高めるのみならず、都市レベルでの面的整備を推進することから、不動産投資市場における資金循環の仕組みの在り方は、都市政策あるいは国土政策上も重要な位置付けが賦与されるところである。

したがって、今後とも、不動産投資市場が安定的かつ着実に成長することが期待される。

一方で、拡大が期待される不動産投資市場の今後の在り方を展望した場合、安定した市場の成長と拡大を妨げる懸念材料がないわけではない。不動産証券化において投資対象となる収益不動産

が東京都心部を中心とする一部の地域に集中している結果、地価は、全国的には住宅地・商業地ともにそれぞれ平均マイナス３．８％、マイナス５％（平成１７年７月１日時点基準地価）の資産デフレの状況にあるにもかかわらず、都区部等不動産市場の一部に過熱感があるとの指摘がなされている。

不動産投資市場の実態と制度のアンバランスが次第に拡大しているとの見方もある。例えば、先述したプロ間での私募不動産ファンドスキームである有限会社＋匿名組合（ＹＫ－ＴＫ）スキームが不動産投資市場の中で取り扱い額を大きく伸ばしているが、その一方で、投資信託法に基づかないにもかかわらず、商品名に「リート」を付した金融商品が販売されていたり、匿名組合出資として個人から資金を集めたりしている事例も一部に見られる。また、投資対象となる不動産に着目すると、投資対象不動産を一旦信託し、信託受益権に化体させた上で、その受益権を売買したり、受益権をファンドの運用対象としたりするという形態が非常に多くなっている。信託協会の調べによれば、平成１７年３月時点の不動産信託の受託残高は、１４兆５７３５億円に達している。

プロ投資家向けに販売されているＹＫ－ＴＫのような「商品」は、現時点では、一般投資家向けに販売されておらず、投資家被害を惹起しているものではないが、このＹＫ－ＴＫスキームは、他の不動産投資商品と異なり、事業者規制やスキーム規制がないことも勘案すると、今後、一般投資家が被害を受けることなく安心して不動産に投資できる環境を整える上で、不動産投資市場に必要な投資家保護ルールとは何かを改めて検討する必要がある。

さらに、不動産投資市場をめぐる環境変化が市場の安定的な成長にどのような影響を及ぼすのか懸念する向きもある。このような要因として第一にあげられるのが今後の金利動向の推移である。日銀が現在実施中のゼロ金利と量的緩和政策が、景気回復に伴う金融政策の転換によって今後変更された場合、投資資金の供給面やコスト面で不動産投資に及ぼす影響は少なからずあるものと推察される。第二に、投資対象となる良質な物件が今後不足するのではないかと指摘も一部にみられる。また、株式と異なり比較的安定的な配当が見込めるとの評価がある一方で、取引量の規模も株式市場のように大きくなく、幅広い投資家層に十分に浸透しているとは言い難いことから、市場に不測の事態が発生した場合には一気に投資家離れが起こりうる可能性がある。その意味では市場全体の厚みがなく、ＡＭ業務やＰＭ業務などの投資市場における専門化された関連ビジネス・プレーヤーの歴史も浅いことは不安要因である。加えて、不動産投資市場の環境変化に応

じて投資に関連する様々な法制度が改変されることによって、投資家や事業者が投資スキームを見直したり、投資対象物件の変更を余儀なくされたりするといった想定外のリスクが発生することへの懸念も指摘されている。

このような懸念を払拭し、市場が極端に過熱したり反対に縮小したりすることによって不動産への健全な投資が失われないようにするためには、投資家層の拡大とともに関連ビジネスの育成を図り、市場全体の厚みや安定性を強化しながら、不動産投資市場の基盤を整備し、市場の健全な発展を図ることが極めて重要な課題である。

3 不動産投資市場の特性

不動産に限らず、航空機や商品作物など、商品はすべからく投資の対象となり得る。また、投資対象としてのリスクは、商品ごとにそれぞれ存在し、ひとり不動産のみがリスクを有するものではない。

また、不動産投資スキームに限らず、各種投資スキームは、すべて、投資商品を組成する段階で、投資対象に内在するリスクと当該対象から得られるリターンが解明され、そのリスクとリターンの中身が投資家に適切に開示され、その上で投資するかどうか投資家の判断がなされるという仕組みをとっている。

したがって、不動産という特定の財の特殊性をことさら強調し、投資市場において固有のルールを作るといような議論はすべきではなく、本来、様々な商品について投資する市場のルールは基本的に統一されていることが望ましい。その上で、個別の市場ごとに対象商品の特性に即したルールの追加や削除が行われるべきと考えていくことが妥当である。

このような理解を前提として、投資対象たる不動産には、どのような特性があるのか検討し、以下のとおり整理した。

(1) 不動産の投資対象としての特性

同一物が市場にないという個別性に加え、投資リスクとリターンに影響を与える不動産の特性として、以下の事項を挙げることができる。

不動産は、住生活や事業活動の基盤となる基礎的・普遍的な財であり、その取引は極めて一般的である。このため、従来から投資対象とされてきたことに加え、今後も様々な主体が投資に参加する可能性があること。特に、いわゆる買い手側だけでなく、投資対象不動産の売り手側にも、必ずしもプロとは言えないアマチュアが入りやすいこと。

このような財の普遍性の結果として、相対取引においては、例えば重要事項説明の事項という形でリスク項目が標準化されてきている。一方、不動産投資スキームにおいては、この相対取引で標準化されたリスク項目をとりあえず準用しながら、開示項目が定められている現状にあること。

その物的性状や権利関係に隠れた瑕疵が入り込みやすく、また、その瑕疵を治癒することが困難な場合が多いこと。また、結果として、このような瑕疵の存否が投資商品としての価値を大きく左右すること。（特に現在、これらの瑕疵をチェックし、物件の質を確保するための仕組みに対して投資家等の

関心が強まっていること。)

所有するだけでは収益は得られず、不動産の運営(マネジメント)が重要な要素であり、また、日々性能が劣化する資産であることから、資産価値の維持・向上のために日常的管理(メンテナンス)が欠かせないこと。

社会的財であるため、様々な規制が行われ、また規制される可能性があること。(規制によって財の価値が変動すること)。

(2) 不動産投資市場の市場特性

現在の不動産投資市場にはつぎのような特性があると認められる。

市場参加者としては、リートにおいては上場株式と同程度の割合の一般投資家が参加していること。他方、プロ向け商品の市場においては、機関投資家とは言っても必ずしも不動産投資に関してはプロと即断できない地方の金融機関などの投資家が積極的に参加している状況にあること。

投資対象として大きなリスク要因となる隠れた瑕疵につき、他の投資対象商品には見られない専門的な調査分析を行うための職能や業務が分化独立しつつあること(デューデリジェンス、耐震診断、アスベスト等)。

物的性状や権利内容の個別性といった隠れたリスクの重大性が存在することから、投資商品の企画・組成に携わった者がそのまま販売、運用に至るまで一貫して携わる例が非常に多いこと(製販一体型のビジネスモデル)。

投資対象となった不動産と同一の物件は世の中に存在しないことから、事業者による市場操作は不可能であること。このため、商品の組成・販売・運用を一貫して手がけていても、それ自体、投資家から利益相反に該当する行為とは観念されないこと。むしろ、商品の組成に直接携わった人間しか知り得ない個別情報を投資家が入手して投資判断するという意味では、製販一体の枠組が合理的であること。また、市場操作のおそれがない以上、投資家とリスクを共有することが投資家への商品の販売勧誘上効果的であるため、実務上は、スポンサー会社によるセイムポート出資が頻繁に行われること。このようなことから、不動産投資に携わる事業者に対する行為規範については、通常の投資商品とは異なった検討吟味が必要であること。

4 不動産投資市場の環境整備の基本的方向

(1) 環境整備についての基本的視点

2で述べた通り、我が国の不動産投資市場は、各種の証券化手法を定めた制度インフラが逐次整備されてきたことにより、急速に成長を遂げつつあるところである。

しかしながら、経済規模や株式市場の規模に比べ、不動産証券化市場は未だ十分成長しているとは言えない。また、投資家層についても、地方銀行などの割合が比較的大きいが、これは現下の低金利下において、国債との利回りの差に着目して投資されているものも多いと推測され、長期・安定的な投資先として定着しているとまでは言えない状況である。今後、投資の裾野を拡大することによって、市場の安定的な成長を図るためには、年金資金を始めとする比較的長期的なタイムスパンで投資の意思決定を行う機関投資家層や個人投資家層を、プロ・アマ問わず、幅広く市場に誘引する必要がある。

また、このような投資資金を良質な不動産ストックの形成に結びつけるために、資本市場と不動産市場の間において安定的で継続的な資金循環を確立させる必要がある。

そのためには、3で述べた通り、リスクが潜在化しやすく、また、リスクの把握・評価が困難な不動産投資を容易に行い得るようになるため必要な枠組みを措置する一方、プロ間での不動産投資については不要なコストアップを招かないような制度設計にすることが必要である。

具体的には、

市場活動はできるだけ市場の自律性に委ねることを基本とすること

行政が関与するとしても必要最小限とすることが重要であり、強制的な規制だけでなく業界の自主規制も十分に活用すること

投資市場全体に共通したルールと不動産投資に着目したルールの調整による二重規制や不必要な規制を排除すること（仮にその市場を対象とした法律が複数ある場合であっても、ルールの横断化が図られるべきであること）

という視点が不動産投資市場の環境整備に当たって特に重要である。

現在、個別法によって設けられた不動産投資に関する主なスキームとしては、投信法に基づく不動産投資法人制度、資産流動化法に基づく特定目的会社制度、不動産特定共同事業法に基づく匿名組合契約型の不動産特定共同事業制度、有限会社と匿名組合契約を活用した法定外のいわゆる「YKTスキーム」の4つのスキームがある。

市場環境の整備に当たっては、これらの投資スキームや商品の特性に留意して検討を行う必要があるが、いずれも不動産が証券化の裏付け資産となる投資商品である。このため、投資家が投資判断する場合の不動産のリスク項目は、投資スキームの違いにかかわらず共通すると考えられ、投資家保護上必要な最小限の不動産のリスクについての情報提供項目は横断化する必要があると考えられる。なお、現在、金融審議会においては、投資市場の一般ルールとして投資サービス法（仮称）の検討がなされているところであるが、この情報提供項目の横断化は、投資サービス法の検討と方向性を共有するものである。

また、不動産が信託受益権に化体されていても、受益権によって享受し得る不動産の収益（リターン）やリスクの構造は実物の場合と異なることはなく、不動産のリスク項目として投資家に開示される範囲は同一であると考えられる。

なお、それぞれのスキームの特徴は次のとおりである。

不動産投資法人制度

投資信託及び投資法人に関する法律に基づき設立された投資法人が投資証券を発行することにより、投資家から募った資金等により多数の不動産（又は不動産の信託受益権）を購入し、当該不動産から得られる賃料収入を投資家に配当する仕組みである。

この投資証券については、企業の株式と同様に、証券取引所に上場市場が整備されており、証券市場を通じて自由に売買できる流通性の高い投資商品である。

なお、この投資法人は、不動産を継続的に保有するための安定的なビークルとして機能しており、実際の不動産運用業務は、投資法人に代わって投資法人資産運用業を営む投資信託委託業者が行うことになっている。

特定目的会社制度

資産の流動化に関する法律に基づき設立された特定目的会社が、予め定められた計画（資産流動化計画）に従い、特定の不動産を管理処分する目的で、当該不動産の取得資金を、優先出資証券を発行して投資家から募る仕組みである。投資家には、当該不動産の管理処分による収益が配当されることとなる。

この優先出資証券については、主に機関投資家を対象として販売されており、投資証券のような上場市場は整備されていないことから、流通性の低い商品である。

なお、この特定目的会社は、不動産保有のためのビークルであり、実際の不動産の管理処分業務は、資産流動化法に規定されたところに従い、不動産会社等に委託することになっている。

不動産特定共同事業制度

不動産特定共同事業法に基づき許可を受けた事業者が、匿名組合契約等に基づいて不動産取引のための資金を投資家から募り、不動産取引によって得た収益を投資家に分配する仕組みである。

この匿名組合契約は、事業者と各投資家が個別に締結する契約であり、有価証券のような自由譲渡性がなく、流通性の低い商品である。

なお、この不動産特定共同事業は、事業者自らのオンバランスで行う事業となっているため、運用資産を事業者の資産から切り離すことによる倒産隔離や事業資金の円滑な調達ができないという難点がある。

いわゆる「Y K T K スキーム」について

有限会社が、匿名組合契約により不動産の信託受益権取引のための資金を投資家から募り、投資家に対して当該取引による収益を分配する仕組みである。

この匿名組合契約は、と同様に有限会社と各投資家との個別の契約であり、有価証券のような譲渡性がなく、流通性の低い商品である。（ただし、証券取引法の適用を受ける「みなし有価証券」である。）

なお、この有限会社は、不動産を保有するビークルとしての性格を持っていることから、不動産信託受益権取引の実務はアセットマネジメント会社が行っている。

この法定外スキームが生み出された背景には、不動産投資のプロの間において、実物不動産取引を匿名組合契約で行おうとした場合、不動産特定共同事業法の規制によりオフバランスが実現できないこと、不動産の実物取引による不動産流通税のコストがかかることにある。

（２）環境整備に当たっての検討事項

不動産投資市場の環境整備の検討に当たっては、１において述べたとおり、資本市場の資金を不動産市場に円滑に呼び込むための検討テーマとして「投資家が安心して参加できる不動産市場の在り方」を、また、不動産市場に流入した投資資金により良質な不動産ストック形成を促進するための検討テーマとして「魅力的な都市・地域を形成する良質な資産を生み出す不動産市場の在り方」を部会における検討事項として設定したところである。

これらの検討テーマのうち、年内にも金融審議会において、あらゆる投資市場に関する共通の投資家保護制度の見直しが予定されていることから、不動産投資市場の特性に基づく投資家保護ルールについて、共通ルールの中で整理できるのか否かの検証作業を早急に行い中間整理として考え方をまとめる必要があったところである。

具体的な項目としては、情報開示、プロ・アマ区分及びそれと関連する不動産投資顧問業等バイプレーヤー、投資不動産の管理（PM業務）を取り上げたが、特に、情報開示の在り方やプロ・アマ区分については、投資市場において投資家保護制度の根幹部分である。また、投資不動産の管理については、その適切な管理をしなければ、投資家の収益に大きな影響を与えることから、PM業を取り上げたところである。

（３）情報の開示

情報提供の方法

不動産投資商品についての不動産に関するリスク情報を投資家へ提供する方法として、直接提供・説明する方法と市場に公開する方法との２つがある。

１）取引市場が整備され流動性の高い商品について

このような類型に該当する不動産投資商品はリートである。

投資法人の発行する投資証券は、投資信託及び投資法人に関する法律により、自由譲渡性が担保され、発行後は、市場において転々流通することが前提となっている。

このような有価証券の場合、個々の投資家に対し、個別に情報提供するよりも、むしろ市場に対し適時適切に情報を開示し、市場において投資家が情報を共有することが望ましく、上場株式と同様の投資市場の共通ルールを適用することが合理的である。

2) 取引市場は成立していないが自由譲渡性のある商品について
このような類型に該当する不動産投資商品はSPCの発行する優先出資証券である。

SPCの発行する優先出資証券も、リートと同様に、資産の流動化に関する法律により、自由譲渡性が担保されている商品であり、流通することが前提となっている商品である。現在のところ、優先出資証券は、リーートの投資口のように均一の条件で大量発行されるものはないが、有価証券としての性質は株式と同じであり、投資市場の共通ルールを適用することが合理的である。

3) その契約上の地位の自由譲渡が法律によって保証されていない商品について

この類型の不動産投資商品としては、不動産特定共同事業やYKKTKスキームにおける匿名組合契約の権利であるが、これらについては、不特定多数に販売される場合と所有者数が限定され、かつ特定できるような場合とに分けて検討する必要がある。

不特定多数に販売される投資商品については、現在の証券取引法の考え方では、公衆縦覧型の情報開示が適用されている。これは当該商品について投資者に広く投資機会が存在するとの考え方に基づいているところである。

一方、現在の不動産特定共同事業の匿名組合契約については、当事者間での契約関係自体が個別的であるため、不動産投資に係るリスクリターンを投資家が自ら予め十分に判断した上で契約関係に入ることを前提として、直接説明を求めているところである。このような方法は、特に投資家数が多い場合などは業者にとって負担の重い方法であり、仮に直接説明を一律に求めることとした場合、不動産投資市場の今後の発展拡大を妨げることも懸念

される。したがって、例えば、公衆縦覧その他の方法によってリスク情報を投資家が把握しうることが担保されれば、当該商品に取引市場がなくとも、投資家や投資助言業者においてリスク情報を共有し、一定の客観的評価がなされることが考えられることから、不動産特定共同事業の匿名組合契約についても、一般投資家への影響も考慮しながら、その情報提供のあり方について検討すべきである。

また、現在、Y K T K スキームについては、一般投資家向けに大量に販売されている事例がほとんどないことから、このような契約の性質に基づく情報提供のあり方については議論がなされていないが、これも同様に考えるべきである。

一方、所有者数が限定され特定できる商品については、公衆縦覧型の情報開示は、商品販売者にとっては大きな負担となる上、投資家にとっても、直接説明などの対話型コミュニケーションを通じた情報提供ルールの方が商品リスクについての理解を深めることができるのではないかとこの観点から、現在、不動産特定共同事業については、直接説明による情報提供ルールが適用されているところである。

情報提供や説明責任を負う主体について

不動産に限らず投資商品のリスクについて投資家に対し情報提供する際に、投資家が適切な投資判断をなし得るよう、徹底した、かつ、正確な情報開示が求められる。

現在、不動産投資に係る投資商品として証券取引法上、有価証券とされたものについては、株式や債券と同様、市場における公衆縦覧型の情報開示ルールが適用されており、当該有価証券の開示内容に虚偽があった場合には、当該有価証券の発行者が虚偽記載による損害賠償等の責任を負う仕組みが採られている。

その際、現行証券取引法上は、不動産投資に係るビークル（投資法人、S P C、Y K T K スキームにおける有限会社）が、有価証券の発行者として扱われ、責任を担うこととなっている。

しかしながら、これらのビークルのうち、法律による仕組み規制を持たないY K T K スキームの場合、実態上ビークルが発行者として責任を負うことは困難であり、このような場合には投資家保護の観点から実態上ファンドの運用を差配し、現状を正確に把握し得る立場にあるファンドの運用主体（アセットマネジメント

会社)が一義的には責任を担うべきではないかとの指摘があった。これについては、Y K T Kスキームがオフバランスを実現するための有効なスキームとして活用されているということを考慮しつつ、ピークルに対する税務会計上の取扱がどうなるのかという観点も含めて引き続き検討すべき課題である。

また、これとは別に、不動産投資商品を販売する業者が販売時に投資家に対して商品のリスク特性を含めて内容の説明・情報提供を行う場合に、故意に事実を告げず、又は不実のことを告げる等の事由がないよう消費者契約法も含めた規制等によってエンフォースすることは必要である。

開示項目

不動産投資においては、情報開示すべき項目として次のような説明項目があげられる。

まず、投資判断時の主な開示項目としては、

- ・物件の性状、権利関係についての瑕疵の存否
- ・トラックレコード、レントロールに基づく収益予測 等がある。

次に、物件の運用時における主な開示項目としては、

- ・建物の管理状況
- ・稼働率 等があげられる。

これらは、不動産投資に共通するリスク項目であり、先に述べたとおり、商品特性や投資スキームの違いによって、開示項目に差異が生ずるものではない。(不動産投資には限らないが、投資スキームによって、投資家の責任が有限となるか、無限となるかは、重要なリスク項目である。)

さらに、開発型不動産投資においては、より綿密な市場動向調査による収益予測、明確な出口(物件売却)戦略が求められる。

また、例えば、アスベストや耐震診断のように、その時々为社会情勢によって投資家の関心を集めるリスク項目も変わり得るので、社会情勢の変化に応じた開示項目をどうするか検討すべきとの指摘がある。

なお、開示項目が多すぎると投資家保護の実効がかえって上がらなくなることが懸念される。このため、情報開示項目の設定と併せて開示基準を明確化することが必要である。例えば、Jリートの場合、開示項目の設定については、法律レベルでの開示規定以外に業界団体等が独自に設定したガイドラインが定められて

いる。（東京証券取引所「上場基準」、投資信託協会「目論見書の作成に当たってのガイドライン」）その他の投資商品も含め、このような開示基準の在り方については、あらためて検討する必要がある。

（４）不動産投資のプロ・アマ区分について

不動産投資商品が不動産投資のプロに販売される場合、その情報開示・説明のあり方については、当事者間に委ねることが合理的である。

情報開示・説明以外の投資商品に関する販売勧誘時、運用時の行為規制（ルール）の適用についても、同様にプロ投資家については基本的に当事者間の意思に委ねることが適当と考えられる。

この場合、不動産投資のプロの定義が議論となる。これについては、基本的に不動産に投資しようとする主体が不動産投資に精通しているか、又は不動産投資のリスクについての的確な判断をなし得る環境にあるかに応じて、プロ・アマを区分すべきであるとの指摘があった。

例えば、不動産投資商品の運用主体ともなりうる者（ＡＭ会社、ＰＭ会社）は、当然に不動産投資に精通している者であり、また、実際に不動産投資についての相当程度の経験を有している者（宅建業者）はプロとして扱って差し支えないと考えられる。

また、不動産投資についての経験が乏しくとも、例えば資本金５億円以上の事業法人や年金基金等であれば、外部の不動産投資顧問業などのアドバイスを受けることが可能である。このような場合、当該事業法人は、不動産投資に関して実質的にはアマチュアレベルの知識と経験しか持っていないが、この能力を補うためのバイプレーヤーとして投資家に助言・アドバイスを与えるアセットマネジメント会社があり、このアセットマネジメント会社が実質的に投資判断の一翼を担っているため敢えてアマに区分する必要性はないものと考えられる。

なお、不動産投資の知識経験をプロのメルクマールとすれば、この区分は投資商品一般に適用できるメルクマールと異なる可能性がある。現在、金融審議会においては、投資商品の統一的なルールの一つとして、アマチュアと区分された者が一定の慎重な手続を通じて自らの選択によりプロとして扱われる制度が検討

されている。このような制度が導入されれば、上記のプロのメルクマールの相違があったとしても、実態上解消される。

（５）不動産投資顧問業等バイプレーヤーの育成について

不動産投資顧問業者は、不動産投資に関する投資家の判断をサポートするバイプレーヤーとして極めて重要である。現在、不動産投資顧問業は国土交通大臣告示に基づく任意の業登録制度として位置付けられている。同制度は、不動産投資市場の拡大に伴って、投資家サイドのニーズが高まることが予想されていた不動産投資顧問業について、一定の要件を満たすことを条件に登録を認めることで、当該不動産投資顧問業者の業務の実施に公的信用力を付与し、業の振興を図ることを狙いとしていた。また、このような登録規程として、助言業と一任業の２つの形態を想定していた。

しかしながら、助言業については、当初、主として不動産ファンドや機関投資家に対する実物不動産投資の助言業務を想定していたものが、現実には、不動産取引の仲介業の一環として当該業務が行われることが多く、独立した業態として確立しているとは言いがたい状況にある。

また、不動産投資一任業については、物件ごとに個別性の強い不動産の取得・運用・売却を一任に基づく裁量判断の下に運用することを、一般制度として認めるまでには至っておらず、現行制度は投資法人・投資信託とＳＰＣ・ＳＰＴに限定しているところである。

しかしながら、不動産投資市場の裾野を拡大し、より多くの投資家が適正な投資機会を享受するためには、不動産投資について助言サービスを容易に受けられる市場環境を整える必要があること、また、例えば年金基金など、これまで不動産投資について知識・経験を重ねているとは必ずしも言えないものの、既存の投資分野に加え、新たなアセットクラスとして、不動産投資を本格的に行いたいとのニーズを潜在的に有している大口の機関投資家もいることから、現行法制との整合性に留意しつつも、不動産投資顧問業の制度上の位置付けも含めて、前向きに検討を進めるべきである。

(6) 不動産管理について

投資対象であるか否かに関わらず、不動産の適正管理をいかに確保するかは、当該不動産の物的な資産価値を保全し、その劣化を未然に防止する上で欠くことのできない極めて重要な課題である。

また、これに加えて、投資対象不動産の場合、当該不動産が収益（キャッシュフロー）を生むようなオペレーション（テナント・リーシング）を日常的・安定的に継続できるかどうかは投資家としての最大関心事である。

このように投資家としての利害関心に即して、不動産の管理運営に関する業務を効率的に執行する体制として、一般的には、不動産のオペレーションとメンテナンスに関わる業務をアセットマネジメント（ＡＭ）会社、プロパティマネジメント（ＰＭ）会社、専門業者（清掃業、警備業等）が分業している。

管理運営業務が専門化・分業化の傾向を強めている現状を前提に考えた場合、特に投資家との関係では、これらの関係主体が互いに協力して、円滑に業務を実施することが求められているものとする。この場合に、各主体別にポイントを整理すると次のとおりである。

プロパティマネジメント（ＰＭ）会社

不動産投資スキームにおいて、投資対象である不動産の価値を維持しつつ、収益を確実にあげるためには、アセットマネジメント会社と実際の日常の不動産管理を担っているプロパティマネジメント会社が適切に連携することが求められる。

特に不動産スキームにおいては、不動産管理の効率化による収益の極大化が求められるところであり、不動産管理に直接携わるプロパティマネジメント会社の専門能力が積極的に活用されることが必要である。

しかしながら、投資市場の一般的ルールである受託者責任における自己執行義務を形式的に不動産投資スキームに当てはめると、不動産管理の側面にまで当該責任が及び、本来、プロパティマネジメントが負う必要のない過剰な規制が求められ、プロパティマネジメント会社の能力の積極的な活用が図られず、その業の育成に支障を及ぼすおそれがある。

なお、プロパティマネジメント会社の能力の活用や育成の観点

から、その能力を客観的に評価しうるような基準を現行法制との整合性に留意しつつ制度化することも検討すべきとの指摘があった。

アセットマネジメント（ＡＭ）会社

ＡＭ会社は、販売された投資商品に関する投資家の相談窓口である。特に、ＡＭ会社が不動産投資ファンドの運営に携わっている場合、会社は投資家からファンドの運営状況について直接問い合わせや事実確認を受ける立場にある。

したがって、ＡＭ会社としては、投資家からの問い合わせに随時対応することが求められるほか、投資家対応が円滑に行われるよう、ＰＭ会社との密接な情報交換・報告体制を構築することが必要となる。

なお、ＡＭ会社が担うファンドの「運用」と、不動産投資における不動産の「運用」とは、概念が異なることに留意する必要がある。前者は資産の取得売却といったいわゆるポートフォリオ管理を意味しているのに対し、後者は、売買に対する判断・助言に限らず、取得した不動産の価値を維持・向上させるための判断・助言業務を含んでおり、場合によっては、現場でのオペレーション業務を含む幅広い概念として使われることがある。したがって、資産の日常的な管理事務や管理行為は、ここでのアセットマネジメント業務本体の範疇外となるものである。

（７）残された検討項目と今後の検討課題

本中間整理は、不動産投資市場における投資家の保護に関わるルール の 在り方に絞って課題整理を行ったものである。

これ以外に本部会において検討すべき政策テーマとして残されたものは大変幅広くかつ奥行きのあるテーマばかりであるが、これらについては、引き続き本部会において検討審議することとなる。このような政策テーマとして、以下に掲げるものがある。

まず、「１はじめに」において述べたとおり、本部会の第一の検討課題である「投資家が安心して参加できる不動産市場の在り方」のうち、

- 資産査定や物件の瑕疵評価に係るデューデリジェンスの適正化
- 投資不動産の適正管理の枠組みのうち、プロパティマネジメント会社の能力の客観的評価の基準及び評価の枠組み
- 年金基金や一般投資家などの多様化する投資家ニーズに応

じた不動産投資関連サービスの在り方（不動産投資顧問業、プロパティマネジメント等）があげられる。

また、本部会の第二の検討課題である「魅力的な都市・地域を形成する良好な資産を生み出す不動産市場の在り方」として、

- 税制等良質な不動産ストック形成のための公的支援・誘導策の在り方
- 不動産管理の適正化による良質な不動産ストックの維持の在り方
- 市場ルールに反するなど不良不適格業者の取扱いの在り方があげられる。

5 おわりに

本中間整理では、都市・地域経営の基盤である不動産を良好に管理・経営するには投資市場を通じた資金の円滑な循環が欠かせないという認識のもと、投資市場のプレーヤーである「投資家」が安心して投資できる市場のルールづくりに向けた課題を先行して検討し、取りまとめたところである。

当部会としては、今回の中間整理で示した投資家への情報開示等の在り方を含む投資家保護制度の見直しに関する事項が、年内に行われる予定の、資本市場における統一的な投資家保護制度の見直し検討の中においても、参考とされていくことを期待する。

もとより、円滑な資金循環を実現する不動産投資市場は、良質な不動産市場と表裏一体の関係にある。

このような観点から、不動産部会では、今後、投資家が安心して参加できる不動産投資市場の実現に向け、不動産投資関連サービスの充実や投資アドバイスのためのインフラの整備等市場整備に向けて残された諸課題に取り組むとともに、良質な資産を生み出す不動産市場の在り方に関する議論に着手し、鋭意検討を進め、来年夏頃を目途にその成果を報告に取りまとめることとしたい。

(参考) 第1回、第2回不動産部会における委員の指摘事項
～不動産部会における主な検討課題別に整理したもの～

1. 投資家が安心して参加できる不動産市場の在り方

前提

- 投資サービス法の検討状況及び論点を整理すべきである。

(1) 不動産投資固有のリスクの所在と把握

(2) 不動産投資固有のリスクを踏まえた情報開示と説明の在り方

総論

- 細かい法技術論はあまり気にせずに、まず、非代替性の強い不動産の特性が反映されている商品の規制内容についてあるべき姿を検討すべきである。
- 投資家からみると、不動産を裏付けにした金融商品のディスクロージャーについては、不動産固有のリスク等の情報が重要であり、今後はそれらの商品を横断的にカバーするディスクロージャー制度を整備すべきである。なお、米国でADCローン(買収型、開発型、建設型ローン)は不動産に区分されており、不動産と同一レベルの開示情報が必要とされている。
- 投資家の立場からすれば、投資対象の商品の裏付けが不動産だろうと航空機だろうと当該目的財産の固有のリスクを把握する必要があることには変わりなく、あえて不動産の場合を特別視して捉える必要はない。
- そもそも金融商品には何らかの実物の裏付けがある。不動産の特殊性を議論し始めたら出口はない。実物を並べてみて考えてはどうか。エクイティタイプのオペレーションはみな複雑。

情報開示・説明の手法

- 投資家への説明方法を検討する際には、不動産投資において何故対面説明を求めているのか、どのような点が対面でな

くては説明できないのか整理すべきである。

- 不動産を信託財産とした信託受益権の形で行う不動産投資は、信託受益権取引でありながらまさに実物不動産取引そのものであり、投資サービス法の枠内で議論するよりも、むしろ個々の不動産取引の際に詳細に説明を行い、意思確認する投資家保護を意識したスキームである不動産特定共同事業法と同じ考え方で捉えるべきである。

情報開示・説明の主体や責任の所在

- 情報開示と説明については、伝統的な相対取引の商品と複雑なスキームを用いるそれ以外の商品など商品の形態の違いに応じて、どの段階で誰に説明責任を負わせるのか、きめ細かく検討すべきである。
- 「不動産について相当の知識を有する者」に関する議論が必要。
- 投資家と事業者をつなぐ仲立の者、例えばアナリストといった者についても制度の中で位置付けるべきである。
- 説明された情報について誰がどこまでの責任をとるのか、チェックできた情報について責任を取るのか、チェックできない情報は責任を取らないのか、投資家にとって分かりづらくなっている。
- S P C法上は、みなし発行者であるS P Cが開示義務を負っている。また、Jリートについては箱である投資法人が開示義務を負っている。こういった場合、全体を把握しているはずの運用会社は責任を負わなくてよい仕組みになっているが、それでよいのか。誰が責任主体であり、それが担保されているのか、投資家にとって分かりにくい仕組みになっている。

情報開示・説明事項

- 不動産固有のリスクについて個別のファンドで自主開示を行っているところも多い。新しいファンドほど細かい。一方で情報開示されない事項もある。加えて、鑑定評価について

も異論が多い。こういったことを考慮しつつ情報開示のあり方を検討すべきである。

- 例えば、1年前にはアスベストなど意識されていなかったというように、その時々为社会情勢によって投資家の関心を集めるリスク項目も変わっていくので、事情の変化によって開示内容をどうするか検討すべきである。
- ディスクロージャーについて、時点に応じてどこまでの情報を開示するのか、また、開示された情報をどう判断して投資家にどのように伝えるかきちんと整理すべきである。
- 自主開示情報の項目は際限なく増えていくおそれがあり、きりが無い。開示項目が多すぎると結局何が必要な情報なのか投資家からは分かりにくくなるため、投資家保護のために最低限必要な情報を法制度等で画定すべきである。

(3) 投資不動産の適正管理の枠組みの在り方

AM・PMの業務

- アセットマネジメント（AM）業者は行っている業務がバラバラで類型化しづらいので、参入規制より行為や業務の内容に着目した規制を分析していくべきである。
- プロパティマネジメント（PM）には決定権限はなく、AMに対して、テナント募集や賃料などの提案をし、承認を得た上で業務を行っている。AMを取締役と喩えれば、PMは執行役員であり、PMは投資家と会うことすらない。

管理責任の所在

- PMが投資家に対する責任を負うことはありえない。AMは指示を出し、実態的に支配しているにも関わらず、責任を負っていない。
- スキームの設計段階において、誰がどのような義務を負い、どのような業務を遂行することとなるのかを詳細に規定し、実態がほとんどないビークルの責任ではなく、実態のある他の関係者が責任を負うスキームを組成することが重要。

- T M Kには法的ルールができていない。管理責任については、商品組成段階、ビークル提供主体の段階、販売者の段階の3段階でのチェックが考えられるが、いずれの段階でも管理責任をおさえられていない。米国では根本のオーガナイザーに管理責任がある。また、信託法、信託業法の改正によって事業信託が可能になる一方で、信託法が大幅に緩和されて責任が緩くなる。責任が緩やかになると金融の世界でも管理責任をとらえられなくなる。
- 管理責任で難しい点は、責任を厳しく追及できるとすると、担い手がいなくなる点。米国のトラスティはほとんど何の責任もない。
- P Mは資産運用会社の事務を履行しているだけであり、きつくしばるとかえってコスト高になる。また、清掃事務を行っている人が経営するP M会社もある。結局P Mの位置付けをどうするのかの問題である。
- Y K - T KのA Mについては、生成過程中的の業態ということもあるので、投資サービス法により登録制度を導入して問題はないか検討すべきである。

P Mの能力基準

- P Mの能力は、物件の稼働率を向上させ、管理コストを削減するという点で投資商品の収益性に影響を及ぼすが、指標とはなっていない。P Mの能力を評価基準として議論する余地はあるが、投資商品の収益性に影響を及ぼす能力を検討すべきである。
- P Mの管理はA Mの収益の効率性、管理コスト削減につながるのでP Mのクオリティの確保を図るためのしっかりとした基準が必要。

(4) 投資家特性に応じた投資家保護の枠組みの在り方

個人投資家の被害状況

- 個人投資家の被害状況を調査・精査すべきである。

投資商品の流通性

- 「流通性」の意味をできる限り明確にすべきである。
- 商品分類の「流通性」を判断する上で、商品の解約の可否、転売における承諾の必要性などの事情も考慮すべきである。
- 「流通性」の判断にあたって、マーケットの有無、規制の有無も考慮すべきである。
- 不動産投資においても、消費者保護法との関係を整理すべきである。

プロ・アマ区分

- 不動産投資においては、基本的にプロとアマに分けて、プロについては自由な取引を可能とすべきである。
- 証券取引法上のプロの要件と不動産特定共同事業法上のプロの要件との間のずれを存置すべきではない。
- プロ・アマの区分は情報の格差だけによって決まるわけではない。例えば、不動産取引についての知識・経験がなくとも財政的な余裕があれば不動産投資の専門家を雇うことによって情報の格差に伴うリスクを吸収できる。
- アマチュアに売る商品について、プロが開示情報をチェックした場合、プロはどこまで責任を取るのか。
- プロ・アマ区分を保護の必要性の度合いによって判断すべきである。保護の必要性の度合いの要素として、知識・経験の有無と財政的な基準がある。
- オプトイン、オプトアウトの考え方を入れるのは基本。

(5) 多様化する投資家ニーズに応じた不動産関連サービスの在り方

- 年金基金の運用の観点から、集団投資スキームに限らず、不動産投資市場に投資できる仕組み、参入障壁等の議論をすべきである。

- 不動産そのものではないが、例えば、将来賃料債権の一括譲渡の証券化を可能にすることによってキャッシュフロー自体を証券化するなど、不動産に付随するものの証券化の議論をすべきである。
- 持ち家を担保とした不動産融資(リバースモーゲージ)等、現在のところ不動産融資と認識されていない分野への不動産投資の手法の活用の可能性についても検討すべきである。

2. 魅力的な都市・地域を形成する良質な資産を生み出す 不動産市場の在り方

前提

- 不動産市場の健全な発展を促すためには、開発サイドがマーケットに対して積極的に商品を提供すべきインセンティブ方策も考えるべきである。

(1) 良質な不動産ストック形成のための公的支援・誘導策の 在り方(税制等)

(2) 不動産の適正管理による良質な不動産ストックの維持の 在り方

(3) 市場ルールに反するなど不良不適格業者の取扱