

論点メモ

1 投資家に有用な情報の提供のあり方

(1) Jリートについて

(現状と課題)

- ・ Jリートに関する情報提供については、各投資法人が、目論見書、有価証券報告書、プレスリリース、ホームページ等において、関係法令等によって要求されている内容以上に、それぞれの判断に基づき、I R (Investor Relations) 戦略上、有用な情報提供を行っているところである。
- ・ また、Jリート市場関係者の自主的な団体である不動産証券化協会においては、Jリート市場についての投資家等の理解を深めるために、各投資法人の様々な開示情報から投資家にとって非常に関心の高いと考えられる事項を、データベース化して情報提供しているところである。(ARES J-REIT Property Database)
- ・ Jリート市場全体の発展のためには、投資家やアナリスト・研究者等の専門家の理解を一層深めることが重要であり、そのためには各Jリートの開示情報を共通の尺度で比較できることが重要である。
- ・ 現在、NOI (Net Operating Income) 値、キャップレート、PML (Probable Maximum Loss) 値等の幾つかのJリートの保有物件に関する重要な指標については、その計算方法にバラツキがあったり、その根拠が必ずしも明らかでなかったりするなど、正確な比較分析が行えないとの指摘があるところである。

(方向性 (案))

- ・ 不動産の価値を表す重要な指標については、市場の拡大とともに、情報開示や不動産鑑定・会計監査を通じて、その定義や計算方法が徐々に標準的なものに収斂されていくと予想される一方、市場全体の発展を加速させるためには、早期に標準的な考え方の統一を図っていくべきと考えられるが、どうか。
- ・ また、このような標準的な考え方は、指標の継続性・連続性に対するニーズに留意しつつも、市場のニーズや国際化に応じて迅速に見直しができるよう、市場関係者自らによって統一を図っていくべきと考えられるが、どうか。
- ・ したがって、NOI やキャップレート等の投資判断に大きな影響を及ぼすと考えられる指標については、Jリート市場の関係者、特に、投資家への直接的な説明責任を負うJリートの運用会社間において、投資家の一層の理解促進のために、その定義等の基準を策定すべきと考えられるが、どうか。
- ・ 当面、NOI やキャップレート等の指標について、結果の数値のみならず、

定義や計算根拠を投資家にわかりやすく説明することが必要と考えられるが、どうか。

- ・ なお、ARES J-REIT Property Database は、スタートしてから1年に満たないが、投資家にわかりやすい形でJリートに関する情報を提供できる優れたツールであり、今後も投資家ニーズを把握しながら、その提供内容の充実を図っていくべきと考えられるが、どうか。
- ・ また、個々の投資法人の自主努力による情報提供の充実の取組を促進するため、例えば、証券アナリスト、ゲートキーパー、格付機関、学識経験者等の市場関係者によって、情報提供のベストプラクティスを示すような取組が、効果的と考えられるが、どうか。

(2) 公募型ファンド商品について

(現状と課題)

- ・ 二層構造ファンドの投資商品については、個々の物件は子ファンドが所有し、投資家が直接投資する親ファンドは子ファンドへの出資持分のみを所有することとなることから、親ファンドによる投資家への情報提供には、個々の物件情報の提供は法的には担保されていない。
- ・ このような投資商品が、公募により個人投資家向けに販売されている事例も存在するが、運用会社等の判断により、有価証券報告書や販売用資料等において投資対象不動産についての情報が提供されているものもある。

(方向性(案))

- ・ 不動産投資商品である以上、個々の不動産について鑑定価格等の評価額やキャッシュフローは、投資家が投資判断を行う上で重要な情報と考えられるが、一方で、このような情報の提供を法的に義務付けることは、商品組成のコスト上昇につながる事となる。
- ・ したがって、このような投資商品については、商品設計や個別物件の情報提供の仕組み、さらには、リスクリターン特性が、Jリートとは異なるということ投資家自身が十分に認識する必要があるとともに、不動産投資市場の裾野の拡大のためにも、情報提供の一層の充実を図るような業界の自主的な取組を促進する方策が必要と考えられるが、どうか。
- ・ 例えば、業界団体において、公募型商品に関する情報提供ガイドラインを策定することを検討すべきと考えられるが、どうか。

(3) 私募型ファンド商品について

(現状と課題)

- ・ 私募ファンドについては、基本的に投資のプロ向けの商品であり、その情報提供の内容、方法は市場の自律性に委ねられるべきであるが、一方で、プロ投資家にも様々なレベルがあり、投資家保護上の懸念があるところである。
- ・ 特に、利害関係者との間で私募ファンドが取引を行う場合には、十分な情報提供等が担保されるよう求められるところである。
- ・ さらに、新BIS規制との関係からも、ファンドの運用者の側で情報開示を積極的に行い、リスクを自ら明らかにしていくことが必要となっていくとの指摘もあるところである。

(方向性(案))

- ・ 私募ファンドの投資家には、例えば年金・地銀などJリークの投資家と重なる者も多いため、私募ファンドの情報開示の内容についても、Jリークの開示内容が基本となってきたとの指摘がある。そうであるならば、Jリークの情報開示を投資家にとってよりわかりやすいものにしていくことは、Jリーク市場だけでなく、私募ファンドも含めた市場全体に好影響を与えると考えられるが、どうか。
- ・ 私募ファンドの情報開示のレベルは市場の自律性に委ねることが基本であるが、プロ投資家といってもその不動産投資に関する知識・経験は様々であることなどを踏まえると、より透明性を高めるための方策が考えられないか。その際、ファンドの運用者において、自主的に情報開示に関するルールを定める、あるいは推奨すべき情報開示のレベルを提示する、などの方策が有効と考えられるが、どうか。

(4) 利害関係者との取引について

(現状と課題)

- ・ 不動産投資市場の拡大とともに、不動産ファンドの性格も多様となっており、例えば、開発型ファンド、バリューアジッド型ファンド、ウェアハウジング型ファンド、コア型ファンドなどリスクリターン特性の異なる様々なファンドが組成されている。
- ・ さらに、このような多様なファンド間においては、それぞれのファンドの投資戦略に合致するような不動産取引が行われているため、例えば、スポンサー企業の開発型ファンドとアセットマネジメント会社のコア型ファンドとの間の不動産取引など、利害関係者間の取引も市場の拡大とともに広がっている状況

にある。

- ・ これらの取引については、利益相反の問題が内在することから、投資家をはじめ、利害関係者との取引に対する目が大変厳しいものとなっている。運用会社には、投資家に対し取引の内容、妥当性に関し、十分な説明責任を果たすことが求められている。

(方向性(案))

- ・ 利害関係者との利益相反取引については、一律に禁止するというのではなく、社内体制をどうするか、情報開示、アカウンタビリティをどう果たすかという観点から対応すべきと考えられるが、どうか。
- ・ このため、運用会社や業界団体において、利害関係人との取引に関するガイドラインを作ることには意義があると考えられるが、どうか。また、利害関係人との取引において、最も重要と考えられる取引価格の妥当性の説明責任を果たす方法として、不動産鑑定価格についてのセカンドオピニオンを取得する事例が既に見受けられるが、このような取組は積極的に評価できると考えられるが、どうか。
- ・ 不動産取引についての投資家の信頼、とりわけ利害関係人との取引の公正さや価格の妥当性についての信頼を得るために、不動産の売買に関する履歴を開示する取組がJリートにおいては東証の基準により始まったところであるが、このような方向性は評価できるものであり、進めていくことが望ましいと考えられるが、どうか。
- ・ さらに、売買履歴で過去の取引価格を示す場合には、単に価格が一人歩きしないように、現保有者がいかなるバリュウアップを行ったかを、わかりやすく投資家に示す取組も、投資家理解の促進という観点から有効と考えられるが、どうか。

(5) ERとの関係について

(現状と課題)

- ・ ERの内容は、不動産の物的性状や価値を評価する上で基本となる情報であり、投資家への説明責任を果たす上で、その内容の精度の向上が求められているところである。
- ・ 一方で、ER作成者は多様な業種にわたり、ERの作成手法にばらつきがあったり、ERを活用する側もERの参考の仕方などについて共通の理解がなかったりするという実情が指摘されているところである。

(方向性(案))

- ・ ER についての統一的な理解を促し、円滑な投資判断を促進する方策が必要ではないか。
- ・ そのために、BELCA (Building and Equipment Life Cycle Association : 建築・設備維持保全推進協会) によって策定された「ER 作成に係るガイドライン」(現在、改訂作業中) の活用、周知を、ER 業界とともに、AM 業界側も取り組んでいくべきと考えられるが、どうか。
- ・ また、ER 会社の質の確保のためには、AM 会社が ER 作成者を適正に選択、評価することが重要であり、AM 会社が投資家に対して説明責任を果たす中で担保すべきと考えられるが、どうか。なお、このような前提に立てば、AM 業界と ER 作成者との情報交換の場の設定などが効果的な手法と考えられるのではないか。その際、このような場の設定に行政が一定の役割を果たしうると考えられるが、どうか。
- ・ さらに、ER に関する投資家の理解を深めるためには、ER における各種数値については、情報開示の際、調査結果のみならず、計算や調査の方法を分かりやすく説明することが必要と考えられるが、どうか。

2 不動産投資インデックスの整備

(現状と課題)

- ・ 今後、日本において継続的、安定的な不動産投資を実現するためには、多くの投資家において、不動産がオルタナティブ投資の対象からコア投資の対象に位置づけられることが不可欠である。
- ・ そのためには、不動産に関する多くの生の情報に基づく高度な分析・研究が望まれるとともに、不動産投資インデックスの確立が必要との指摘があるところである。
- ・ しかしながら、J リート市場以外は、個別不動産の収支情報や鑑定評価額に関する情報が広く一般に公表されるケースがまれであり、不動産投資インデックスが進まない要因と言われている。

(方向性(案))

- ・ 不動産をオルタナティブ投資の対象資産としてだけでなく、コア投資の対象資産として位置づけていく場合には、市場における平均収益率との比較が必要となり、不動産投資インデックスが求められることとなり、その実現に向けて、

関係各方面の協力が必要と考えられるが、どうか。

- ・ 個々の取引情報の提供については、2割強の機関投資家等が個別物件が特定されなければ提供することに理解を示しているが、インデックス作成機関が公的・中立的な機関であれば提供するとする機関投資家等も4割以上存在していることを勘案すると、中立的な機関が情報を集約してインデックスを提供していくことが考えられるのではないか。
- ・ また、現在、一部の研究機関においては、不動産市場の研究を国際的な連携も行いながら進めていることを踏まえれば、インデックスの作成に際し、大学などの公的・中立的な研究機関との連携も考えられるのではないか。さらに、このようなアカデミズムにおける国際的な不動産市場の研究に対し、業界団体や行政が協力することは、わが国の不動産市場の発展を一層推進すると考えられるが、どうか。

3 個人投資家を対象とする不動産投資助言業

(現状と課題)

- ・ 個人を対象とした不動産投資の助言業務については、独立したサービスとして成立しているというよりも、そのほとんどが宅地建物取引業や不動産管理業に付随するサービスとして行われている実態にある。
- ・ また、このようなサービスについての社会一般の認知度もあまり高くないと考えられ、例えば、個人投資家がこのようなサービスを求めていたとしても、どのような内容について誰にアクセスすることが適切かといった情報が浸透していないことも指摘されているところである。

(方向性(案))

- ・ 従来、我が国では、サービスに対価を払うという考えが乏しかったが、近年の動向をみていると、価値あるサービスには、相応の対価を払うという考えが浸透しつつあるのではないか。また、投資家保護の最低基準は法令等で担保されるべきだが、投資家がリスクを伴う投資を行うに際して、対価を支払って、専門家のきめ細かいアドバイスを求めるという選択肢を用意することも、今後その必要性が高まるのではないか。このような流れの中で、不動産投資助言業者にとって、ビジネスチャンスの拡大が想定されるのではないか。
- ・ 不動産投資助言業について、一定の情報開示はなされているが、投資家が適切に不動産投資助言業者を選定できるように、関連する民間資格制度を含め、

業務実績の開示内容をより利用者にわかりやすくするための改善や、ネガティブ情報の開示などの環境整備が必要と考えられるが、どうか。

- ・ 投資助言業に関連する民間資格があるが、資格を付与する当初だけでなく、その後、職業倫理を含めた能力の維持、向上を図るための取り組みが、投資家の信頼を獲得する上で重要と考えられるが、どうか。
- ・ 不動産に関する専門知識を生かしつつ、発展性のあるビジネスとしてどのようなものがあるかという視点で考えるべきではないか。例えば、金融商品全般の投資顧問やローンアドバイザーのような業務との融合により、総合的なサービスを提供していくことが必要と考えられるが、どうか。
- ・ 投資助言業務に関する認知や信頼を高めるため、関係する業界団体において、業や資格の周知や、相談会の開催などに取り組むことには、意義があると考えられるが、どうか。

4 プロパティマネジメントのあり方

(現状と課題)

- ・ 不動産の価値の向上のためには、維持・管理や機能向上のための資金はもとより、実際の管理業務の質の担保は必要不可欠である。
- ・ しかしながら、特に不動産投資市場においては、短期的な利益の実現に目が奪われがちであり、適切な不動産管理の水準が保たれない懸念が指摘されているところである。

(方向性(案))

- ・ 直接的に不動産の価値の向上を担う PM 業者については、AM 業者から指示を受けて管理等を行うだけでなく、PM 業者が自ら積極的に AM 業者に対して企画提案できるなど、質の高い業務を提供していくことが求められ、そのための方策として、団体による研修、団体による資格を通じた能力の向上などが考えられるが、どうか。
- ・ また、PM業が適正に選択・評価されるためには、市場における業務実績やネガティブ情報の開示を進めることが必要と考えられるが、どうか。
- ・ 併せて、PMに関連する民間資格団体においては、名簿の開示、実績の開示、研修歴などを開示するとともに、会員の職業倫理も含めた能力水準を維持するための取り組みが必要と考えられるが、どうか。
- ・ PM業の質をより高める方策については、業の登録や関連する民間資格のあり方を含め、さらに検討していく必要があると考えられるが、どうか。

5 全体に関する事項

(現状と課題)

- ・ 日本の不動産投資市場は、大都市圏における不動産投資が牽引役となって、これまで発展を遂げてきており、これらが、バブル崩壊後の我が国経済の停滞からの脱却に貢献してきたところであるが、今後も我が国の都市整備において、良質な不動産を供給し、併せて我が国経済の国際競争力の確保のためには、不動産投資市場の健全な発展が望まれるところである。
- ・ 今後、このような不動産投資が地方にも波及することが望まれるところである。その際、足腰の強い地方不動産市場の確立のためには、地方における民間の自立的な取り組みが必要であるが、現状では、不動産証券化に関するノウハウが地方には十分蓄積されていないとの指摘があるところである。
- ・ 今後、不動産投資のボーダレス化に伴って、大都市・地方を通じて魅力ある不動産投資市場を日本において確立していくことが望まれるところであり、このことがひいては我が国の国際競争力の強化に資していくものである。

(方向性(案))

- ・ 日本の不動産投資市場の透明性を向上させ、投資家にわかりやすいルールを確立することが、国際化時代における日本の不動産投資市場の発展に不可欠であり、全体として、市場の規律に委ねるという考えを基本としつつ、できるだけルールの共通化を図るという方向性を持つべきと考えられるが、どうか。
- ・ 情報開示、AMとPM業界やER作成者との関係は、市場に委ねることを基本とすべきではあるが、これらについては、様々な当事者間で、横断的に取り組まなければならない課題も多い。市場の信頼を得られるためには、円滑な意思疎通、ニーズの把握、相互理解、調整を行うなど、業界の自主的な取り組みが円滑に行われるための場が必要と考えられるが、どうか。
- ・ また、このような場の設定について、行政が一定の役割を果たしうると考えられるが、どうか。
- ・ なお、国土交通省においては、来年度より、地域の不動産投資市場の潜在的な成長力を引き出すために、「地方における不動産証券化市場活性化事業」を実施する予定であるが、このような地方民間企業の自立的な取り組みを支援する事業を通じて、大都市・地方を通じた不動産投資市場の発展の促進が期待されると考えられるが、どうか。