

「今後の不動産投資市場のあり方について」

(第一次答申)

平成 18 年 8 月 7 日

社会資本整備審議会

(目次)

はじめに	1
I 不動産投資市場の現状と特性	3
1 不動産投資市場の現状	3
(1) 不動産投資市場の変遷	3
(2) 不動産投資市場の現状	5
(3) 不動産投資に関するスキームの概要	6
①上場市場	6
②非上場市場(公募・私募)	7
2 不動産投資市場の特性と環境変化	8
(1) 不動産投資市場の特性	8
①不動産の投資対象としての特性	9
②不動産投資市場の特性	9
(2) 不動産投資市場を巡る環境変化	10
II 目指すべき不動産投資市場の姿と市場整備の具体的方向	13
1 幅広い投資家が参加できる、リスクとリターンの高透明性の高い市場	13
2 良質な不動産を生み出し、バリューアップを促進する市場	14
3 物件・資金・人材が円滑に展開し、自立的に発展する市場	15
III 講ずべき施策	16
1 投資対象不動産についてのデューデリジェンスの適正化	16
2 投資対象不動産に関する情報提供のあり方	18
3 運用業務のあり方	22
4 不動産管理業務のあり方	26
5 投資家をサポートするサービス等のあり方	29
6 年金基金等による長期安定的な不動産投資の促進	31
7 新たな不動産投資形態への対応	33
(1) 新たな信託法制度等を活用した不動産投資	33
(2) 地域における自立的な不動産投資	34

IV 残された課題	37
(1) 「一任サービス」型の不動産投資顧問業の制度設計	37
(2) 新たな信託制度を活用した不動産投資スキームの制度設計	37
(3) プロパティマネジメント業者の能力評価の基準	37
(4) データベースシステム等投資家支援サービスのあり方	38

はじめに

近年、我が国の不動産投資市場は、大きな構造変化をとげている。

不動産投資は、従来のような不動産の価格上昇に対する期待ではなく、資産の生み出す価値を基本として行われるように変化した。

また、証券化手法の活用により、流動性の乏しい不動産を対象としながらも、一定の流動性を付与され、また、多数の投資家の参加を得てリスクの分散を図ることが可能となり、不動産投資市場の拡大をもたらしている。

このような不動産投資市場の変化と拡大は、資産価値の高い不動産への選好を高め、その結果として良質な不動産ストックの形成を促し、ひいては、こうした不動産で形成される魅力的な都市・地域の創造もまた期待される。また、不動産の価値に見合った投資が行われる健全な資金循環により、我が国経済の拡大・発展にも資するものと考えられる。

このような認識のもと、社会資本整備審議会は、国土交通大臣から平成 17 年 10 月 24 日付けの諮問を受けて、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検討を行うこととし、産業分科会に不動産部会を設置したところである。

同部会においては、10 月以降、『投資家が安心して参加できる不動産市場のあり方』と『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あり方』の二つの課題をテーマに検討を重ねてきた。

この間、昨年 12 月 26 日には、同部会において、不動産投資のリスクを踏まえた情報開示のあり方、投資不動産の適正管理の枠組みのあり方、投資家特性に応じた投資家保護の枠組みのあり方を柱とする「中間整理」を行い、その趣旨は、不動産投資商品も含む幅広い金融商品についての包括的・横断的な投資家保護法制として新たに制定された金融商品取引法にも反映されたところ

である。

昨年 12 月の同部会の「中間整理」に続く本第一次答申は、こうした法制度の改正動向をも踏まえつつ、『投資家が安心して参加できる不動産投資市場のあり方』を中心にこれまで延べ8回にわたり同部会において検討を重ねてきた成果を、今後の不動産投資市場の健全な発展を図る観点から重点的に展開すべき施策の方向性として提示するものである。

I 不動産投資市場の現状と特性

1 不動産投資市場の現状

(1) 不動産投資市場の変遷

国民経済計算によれば、土地や建物などの不動産は、平成 16 年末時点で約 2,200 兆円の資産規模を有し、経済活動や生活の基盤となる基礎的な財である。不動産に対する投資は、従来からごく一般的に行われ、経済活動の根幹を支える金融市場と不動産市場は、間接金融を通じて密接に関連しあっていたが、金融危機を経て銀行に対する早期是正措置が導入された平成 10 年4月までの間に不良債権処理の過程で例えば旧千代田生命が保有していた恵比寿プライムスクエアや、旧東邦生命が保有していた渋谷クロスタワーなど担保不動産の一括処分による証券化が市場においてはじめて本格的に行われるようになった。

それまでも、バブル期の昭和 63 年に不動産証券化手法によって国鉄清算事業団用地の処分が行われ、また、不動産の持分を小口化した投資商品による被害を契機として法制度が整備（平成6年）されたものの、不動産市場において不動産の証券化が一般化したのは平成 10 年以降である。

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 616 億円であった不動産の証券化実績額は、その2年後の平成 11 年度に1兆 167 億円と1兆円の大台を超え、特に平成 13 年度以降拡大のテンポを早め、平成 17 年度には、6.9 兆円に達するまでになった。（参考資料1 頁）

このような不動産投資市場の拡大の要因としては、主として、投資対象となる不動産の供給面、不動産投資を支えるファイナンス面、不動産投資に係る制度面という3点がポイントになるものと考えられる。

まず、第一に、投資対象となる不動産の供給面である。平成9年 11 月に三洋

証券、北海道拓殖銀行、山一証券が相次いで破綻し、いわゆる金融危機の表面化を受け、銀行は融資の健全化のため、貸出資産の圧縮を強化したが、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、担保不動産の処理が急速に進んだ。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、貸出先である企業も従来の含み益経営から資産効率を重視した経営へとスタンスを転換し、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、財務体質の改善と経営の効率化を図るようになった。上場企業の不動産売却額は、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。上場企業を対象とした減損会計制度が、棚卸資産については平成13年3月期決算から、固定資産についても平成18年3月期決算から強制適用されるという会計基準の変更もこれを後押しした。証券化というツールは、こうした不動産の処分を進める手段として用いられ、一般化していくが、そのことが、不動産への投資を活発化させ、さらに資産処分を前倒しし、これを促進するという好循環をもたらすこととなった。（参考資料2頁）

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月以降最近に至るまで約5年間にわたって0.1%という過去に例のない水準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。

こうした金融緩和が不動産投資に対する資金調達を容易にし、また、比較的利益回りの高い商品としての不動産投資市場への魅力を高めてきたことは間違いないと思われる。（参考資料3頁）

第三に、不動産証券化に関する制度の整備である。その嚆矢として平成6年に成立した不動産特定共同事業法に続き、平成10年には、不動産を含めた資産の流動化を目的とした「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法

律（SPC法）が制定された。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」が制定され、不動産を運用資産とする投資信託や投資法人の組成等が可能になると同時に、資産の流動化がより容易となった。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 13 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海外不動産を含めた分散投資が可能となった。（参考資料4頁）

（2）不動産投資市場の現状

我が国の不動産投資市場は平成 18 年3月までに累計で約 25 兆円の規模に達しており、平成 17 年度の単年度の実績では、実物不動産への投資スキームである不動産特定共同事業スキームが 1,540 億円、資産流動化スキームである特定目的会社が1兆 2,100 億円、一般投資家向け商品であるJリートスキームが1兆 7,410 億円、プロ間の私募不動産ファンドの運用に活用されている法定外の有限会社＋匿名組合（YK－TK）スキームが3兆 8,070 億円となっている。（国土交通省「平成 17 年度 不動産の証券化実態調査」より）（参考資料1頁）

さらに、このような投資市場の拡大に伴い、不動産を信託受益権に化体させた上で、その受益権を取引したり、ファンドの運用対象とするという形態も拡大してきており、平成 18 年3月末時点で不動産信託の受託件数は約 5,600 件、受託財産は約 18.7 兆円となっており、平成 13 年3月末と比較してそれぞれ約 8.1 倍、約 3.2 倍にもなっているところである。（参考資料5頁）

一方、我が国の不動産投資市場は急速に拡大しているが、経済規模との比較や株式市場に対する不動産証券化商品の比率を見ると、市場の先進国に比べるとその規模は依然小さい。

例えば、日本のリート市場の時価総額は、平成 18 年3月末時点で 3.4 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GDP比では、日本の 0.7%に対し米国は 2.6%、オーストラリアは 12%に達する。また、リートの時価総額の株式市場に対する割合で見ても、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 分の 1 弱に止まる。

こうしたことから、わが国の証券化対象の不動産投資市場については、今後も発展の余地が大きいとする指摘は少なくない。（参考資料6頁）

（3）不動産投資に関するスキームの概要

不動産投資市場には、投資家や投資不動産の供給者（オリジネーター）のニーズと不動産投資の形態に応じた様々な投資スキームが存在する。

①上場市場

（Jリート）

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を通じて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。（参考資料 7 頁）

②非上場市場（公募・私募）

（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、事前に届けられた計画（資産流動化計画）に従い、予め特定されている不動産（又は不動産の信託受益権）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私募により販売されており、実態上、流通性は低い。

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。（参考資料 8 頁）

（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実物不動産の取引のための資金を投資家から募り、実物不動産の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。（なお、取引対象が不動産の信託受益権の場合には、同制度の適用外である。）

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、流通性は低い。（参考資料 9 頁）

（いわゆる「YK TK スキーム」）

有限会社(YK)が、匿名組合(TK)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。(なお、有限会社制度は本年5月の会社法施行により廃止されたため、現在では、有限会社に換わり合同会社(GK)がビークルとして用いられる例が多いと言われている。)(参考資料10頁)(参考資料11頁)

この匿名組合契約は、③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とされる。

2 不動産投資市場の特性と環境変化

(1) 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

われるべきであると考えていくことが妥当である。

このような観点に立ち、不動産投資市場の整備を図っていく上で、まず投資対象となる不動産及び不動産投資市場の特性を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

同一物がないという個別性以外にも、不動産は、以下の特性を有している。これらは、直接・間接に投資リスクとリターンに大きな影響を及ぼすものである。

1)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。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。また、投資対象不動産の借り手(テナント)として一般市民・企業等様々な関係者が関わり得る。

2)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。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。(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。)

3)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。

4)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。(規制によって財の価値が変動する)。

②不動産投資市場の特性

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。

- 1) 市場参加者としては、J 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直接参加(約2割)しており、さらに、ファンド・オブ・ファンズを通じて参加している割合を加えると約4割の投資家が個人投資家と考えられる。また、不動産特定共同事業については、約2割が個人投資家を対象に販売されている。他方、TMK や YKTK スキームという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。(参考資料12頁)
- 2) 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(デューデリジェンス、耐震診断、アスベスト調査等)。
- 3) 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(製販一体型のビジネスモデル)。
- 4) 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ため、投資対象物件の市場価値を公正かつ客観的に評価した上で運用することが求められる。その一方で、投資対象物件の取得売却に際して投資家の利害と利益が相反する取引が行われる可能性がある。したがって、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、取引の公正を確保する観点から通常の投資商品とは異なった検討吟味が必要である。(特に「ブラインドプール型」の運用方針に基づく不動産投資の場合にこのような要請は強い。)

(2)不動産投資市場を巡る環境変化

不動産投資市場は、平成 17 年度も拡大を続け、約 7 兆円の資産が証券化され、対前年比約 1.4 倍の急激な増加を示した。

その一方で、不動産投資市場を巡る環境も、大きく変化している。

まず、平成 18 年地価公示によると、三大都市圏では、東京都区部、大阪市、京都市及び名古屋市といった各圏域の中心都市の都心部において、ほぼすべての地点の地価が上昇又は横ばいとなっている。こうしたことを捉えて、投資対象となる良質な物件が不足し、物件取得競争が激化している結果、市場に過熱感があるのでないかとの指摘がなされている。

さらに、J リート市場については、本年 6 月 30 日現在で 36 銘柄が上場しており、急速に多数の投資法人が上場するに至っているが、市場の評価には大きな差が出つつある。

また、本年 7 月には日銀のゼロ金利政策が解除され、金利環境も変化しつつあり、今後、投資資金の供給面やコスト面で不動産投資に影響が及ぶものと推察される。

J リートは、株式と異なり比較的安定した配当が見込めるという評価がある一方で、取引規模が株式市場ほど大きいものではなく、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。現に、本年 4 月に外資系信託銀行 2 行 (JP モルガン信託銀行、新生信託銀行) に対してなされた監督処分や、J リート、さらには投資信託委託会社 (オリックス・アセットマネジメント (株)) に対して行われた監督処分は、市場の背後にある不動産取引の公平性や透明性に対する市場関係者の信頼と安心があつてはじめて不動産投資市場が成り立つということをあらためて認識させる結果となった。(参考資料 1 3 頁) (参考資料 1 4 頁)

加えて、不動産投資を行う投資家層は、現時点においては、いわゆる機関投資家やプロ投資家層が中心となっているために市場全体に厚みがない上に、一般投資家と市場とをつなぐ専門化された関連ビジネスが、業務・業態として確

立していないということも不安定要因となっている。

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、市場関係者のコンプライアンスの徹底はもとより、投資家層の裾野を拡大するとともに関連ビジネスの育成を図り、市場全体に厚みを持たせ、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重要である。

Ⅱ 目指すべき不動産投資市場の姿と市場整備の具体的方向

以上述べてきたような不動産投資市場の現状と特性等を踏まえ、市場の健全な発展を図っていくため、まず、目指すべき姿と市場整備の方向を検討する。

1 幅広い投資家が参加できる、リスクとリターンの透明性の高い市場

まず、長期にわたり安定的な配当(リターン)を生み続けることができるという不動産固有の優位性を生かし、投資対象となる個々の不動産が投資対象として相応しい物的性状や権利内容、運用実績を備えているかどうかを一般の投資家を含めて投資家自らが容易に知り、的確に分析・判断できる、透明で裾野の広い不動産投資市場を目指すことが重要である。

その際、不動産投資商品は、他の金融商品と同様に金利もリスク要因となることや、運用対象資産の拡大に伴い、単に不動産そのもののリスクのみならず事業運営の状況(例:ホテルリートにおけるホテル事業の運営状況等)もリスク要因となることも、投資家に対し明確にしていく必要がある。

不動産投資市場が全体として規模を拡大し、特に J リートを中心に市場内での投資商品間のオープンな競争が行われることにより、リスク・リターンのより透明な投資商品市場が形成されることが重要と考えられる。

このためには、リスクが潜在化しやすく、また、リスクの把握・評価が困難である不動産について、リスク・リターンを要因別に分解し、リスクを誰がどのように負担しているのかが投資家への情報提供、投資家による投資判断の両面で明らかとなるよう、不動産投資市場における市場ルールと市場サービスを整備することが必要である。

具体的には、

- ①投資対象となる不動産に対するデューデリジェンスの充実
- ②投資対象となる不動産に潜在する瑕疵や不動産事業の運営状況等投資

リスクに関する情報の提供

③不動産投資顧問サービスの提供等投資家をサポートするサービス体制の整備

の3点を柱にした市場整備を実施すべきである。

その際には、

- ①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
- ②行政の関与は必要最小限とし、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
- ③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)

という視点も特に重要であるということに留意すべきである。

2 良質な不動産を生み出し、バリューアップを促進する市場

投資家へのリターンが増加するよう、投資対象不動産について、入居するテナントのリーシングや入居テナントの要望への対応等ソフト面でのマネジメントのほか、設備の保守点検や建物の維持修繕、リノベーションのための更新投資等ハード面でのマネジメントが効率的に行われるような不動産投資市場を目指す必要がある。

このような投資市場が発展することにより、市場の自由競争を通じて、社会的な評価にも耐え得る良質な不動産の供給と管理、更にはバリューアップが促されることが期待される。

短期的に不動産の転売益を確保することを期待した不動産投資の場合、不動産の適切な管理等が十分になされなくなるという懸念もあることから、長期安定的な投資資金が適切に流入し、良質な不動産形成がなされるよう、新たな投資家層の掘り起こしと管理の質を向上させる観点から、

①不動産投資商品のアレンジメントと運用に関する責任と役割の明確化

- ②プロパティマネジメント会社を中心とする投資不動産の管理体制の確立
- ③年金基金による長期安定的な不動産投資のための枠組みの整備

を行う必要がある。

3 物件・資金・人材が円滑に展開し、自立的に発展する市場

不動産投資市場における自由な競争を通じて、単体レベルで良質な不動産ストックの形成を促進するのみならず、都市・地域のレベルで地域必要施設等の不動産の整備・管理・運営に地域の資金と人材が投入され、その経済的リターンが地域に還元されることを通じ権利の安定化や管理のボラティリティの最小化が図られるような自立的な不動産投資市場が全国展開されることが重要である。

このため、自立的な不動産投資市場が都市・地域レベルで発展し、全国展開していくためには、制度・市場環境の両面にわたって的確な環境整備を行う必要がある。

具体的には、

- ①収益性や規模が市場発展のボトルネックとなる地方部においても効率的な不動産投資を行い得る制度的枠組の整備
 - ②地域の不動産投資市場の潜在成長力を引き出すための市場支援プログラムの実施
- 等の施策を進めることが重要である。

Ⅲ 講ずべき施策

1 投資対象不動産についてのデューデリジェンスの適正化

(1) 現状と課題

不動産は、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ため、不動産投資商品としてのリスク・リターンに不動産の瑕疵が影響を及ぼしやすい。

このため、不動産投資商品については、他の投資対象商品には見られない、不動産固有の瑕疵について専門的な調査分析を行うための職能や業務（デューデリジェンス業務）が分化独立しつつあるが（建物診断、土壌汚染調査等）、なかでも、土地・建物に固有の物的性状の瑕疵を調査し、結果を報告するエンジニアリングレポート（ER）に対し、関係者の関心が集まっている。（参考資料15頁～17頁）

したがって、市場機能を活用しながら ER の内容の信頼性、妥当性をいかに確保していくかが課題となっている。

なお、ER は、投資家の判断の重要な資料となるものであるが、基本的にはアレンジャーやアセットマネジメント会社の依頼により基づき作成されるものであり、ER 作成機関は専門的見地からアセットマネジメント会社の行う物件の瑕疵の洗い出し作業を補助する立場にあり、ER の内容の適正さや妥当性について投資家から責任を追及される立場にはないことに留意する必要がある。

(2) これまでに講じた施策

ER の内容の重要な構成要素である耐震診断とアスベスト調査については、宅地建物取引業法上の重要事項説明の項目として措置（本年4月24日施行）されたところである。（参考資料18頁）

(3) 今後講ずべき施策

① ER 作成基準の標準化

ER は、アセットマネジメント会社等の依頼に基づき作成されるが、その作成基準があまりにも区々であった場合、投資対象不動産の円滑な流通を阻害するばかりでなく、集団投資スキームにおける信託会社、レンダー、格付け会社等の各種プレーヤーが活用する際に支障を来す。

したがって、ER の作成に当たっては、投資家や集団投資スキームにおける各種プレーヤーが活用しやすくなるよう、その作成についての標準的なルールを作成すべきである。

② ER 作成機関の評価の推進

投資家が現実には ER を投資判断の材料に活用している現状を踏まえれば、投資市場における ER 作成機関の評価を促進することは、アセットマネジメント会社の重要な任務である。

また、アセットマネジメント会社の責任である物件の取得価格の妥当性の検証には、不動産鑑定評価が必要であるが、不動産鑑定評価機関が不動産の鑑定評価を適正に行うためには、鑑定評価の重要な参考資料である ER の質の確保が重要である。アセットマネジメント会社は、物件の取得価格の妥当性について投資家やレンダーに説明責任を果たす義務があることを踏まえれば、不動産鑑定評価機関が適正な鑑定評価を行うことが可能となるよう、質の高い ER を適切に不動産鑑定評価機関に提供することも、アセットマネジメント会社の重要な任務である。

このため、市場評価の促進を通じた ER の質の確保と ER 作成機関の信頼性の向上の実現のために、J リートの目論見書等の開示資料において、物件ご

との ER の概要と ER 作成機関名を自主的に公表すべきである。

2 投資対象不動産に関する情報提供のあり方

(1) 現状と課題

① 投資商品取引時の情報提供内容の横断化・共通化

不動産投資商品の原資産となる不動産に潜在する様々な瑕疵は、投資商品の価値や収益を大きく左右する。その際、どのような瑕疵があり得るかは、相当程度類型化できるため、商品特性や投資スキームの違いによって、投資家保護のために提供すべき不動産の瑕疵に関する情報内容に差異が生ずるものではない。したがって、不動産投資商品についての不動産の瑕疵に関する情報については、スキームの違い等を横断して、その内容の共通化を図ることが可能であり、かつ、必要である。

なお、現状は、証券取引法対象の商品（Jリートの投資証券、TMK の優先出資証券、YKTK の匿名組合出資持分）と不動産特定共同事業商品については、投資対象不動産の現況についての情報内容に相違はない。また、不動産の信託受益権については、宅地建物取引業法上の重要事項説明の事項と同一内容が信託業法上の事前説明事項として措置されているところである。（参考資料 19 頁）（参考資料 20 頁）

② 投資商品取引時の情報提供内容の適時見直し

不動産は社会的な財であることから、その時々々の経済・社会情勢に応じて様々な社会的規制が課されることがある。最近では、国民の生命・安全や健康を守る観点から、アスベストの存否や耐震性の有無ないしはそれらの調査・診断の有無等に関心が集まるなど情報開示が求められる内容は時々刻々変化する。このような状況を踏まえ、情報提供内容は適時に見直されるべきである。

（参考資料 21 頁）（参考資料 22 頁）

例えば、最も個人投資家に身近な不動産投資商品であるＪリートについては、今回の耐震偽装事件を受けて、各リートが自主的に運用資産についての調査を行い、その結果を市場に情報提供するなど、社会情勢の変化に応じた流通市場の要請により、不動産の瑕疵に関する自主的な情報提供内容が充実される方向にある。また、流通市場のない不動産投資商品であるＴＭＫの優先出資証券、ＹＫＴＫの匿名組合出資、不動産特定共同事業商品、不動産信託受益権であっても、これらがプロ投資家向けに販売されている場合には、当該投資家からの直接的な要請により木目細やかな情報内容が提供されることとなる。

ただし、これらの商品が個人投資家向けに販売される場合には、既に類型化されている内容以上に個人投資家に対して情報提供がなされる可能性は低く、社会情勢の変化に応じた情報提供内容が担保されない可能性があり、そうした場合への対応を行うことについて検討する必要がある。

③ 対象不動産の入替時の情報提供の担保

運用対象資産の追加や入替が行われる不動産投資スキームには、Ｊリート、不動産特定共同事業、２層構造型ＹＫＴＫがあるが、このうちＪリートについては上場市場の適時開示規制により対象不動産の情報提供が行われ、不動産特定共同事業についても約款規制によって入替対象不動産の投資家への情報提供が担保されている。

一方で、２層構造型ＹＫＴＫの場合には、上場商品ではないことから、上場市場の適時開示規制の適用はなく、また、継続開示規制である有価証券報告書において明らかとなるのは、親ファンドの所有する子ファンドの出資持分についての財産状況であり、実際の物件の保有主体である子ファンドの財産状況は明らかにならず、対象不動産の情報提供が制度的に担保されていない。しかしながら、本スキームについては、基本的にプロ投資家を対象として用いられ、投資対象不動産の情報提供については、これまで当事者間の契約によって対処されてきており、現実には、投資家に対する情報提供における問題点が顕在化

してはいない。

(2) これまでに講じた施策

第 164 回国会で成立した金融商品取引法においては、信託受益権が同法に基づく横断的な取引ルールの適用を受ける対象である「有価証券」の範囲に加えられたことから、その情報提供内容については現行の証券取引法対象商品と同様になるものと見込まれる。(参考資料 23 頁)

また同法に併せて、宅地建物取引業法が改正され、金融商品取引業者である宅地建物取引業者が、不動産信託受益権、不動産信託受益権を投資対象とする匿名組合出資等を販売する際に、同法の不動産の物的性状に関わるリスクを消費者に説明する制度である重要事項説明制度を新たに適用することとした。(参考資料 24 頁)(参考資料 25 頁)

なお、金融商品取引法においては、金融イノベーションの一層の促進を図る観点から、これまで機関投資家に限られていたプロ投資家の範囲を拡大し、いわゆるオプトイン・オプトアウトにより一定の投資家をプロ投資家として取り扱う制度(特定投資家制度)が導入され、投資家の意向に応じた情報提供方法の弾力化が可能となったところである。(参考資料 26 頁)

(3) 今後講ずべき施策

不動産投資商品に関する情報提供については、適用法令の違いにかかわらず、投資対象不動産そのものに関する情報提供内容の共通化を図るため、業規制(宅地建物取引業法、金融商品取引法)のレベルで措置すべきである。

具体的には、金融商品取引業者が不動産投資商品の販売に際し書面により情報提供すべき事項の細目を規定する金融商品取引法の施行規則や不動産特定共同事業者が不動産投資商品の販売に際し説明を要する事項の細目を規定する不動産特定共同事業法施行規則を見直し、投資家に対して宅地建物取引業法上の重要事項説明と同様の不動産に関する瑕疵情報の提供を位置

付けることを検討すべきである。（参考資料27頁）（参考資料28頁）

また、実物不動産取引を規制する宅地建物取引業法においては、アスベスト調査や耐震診断の有無及びその内容を重要事項説明として措置したところであり（本年4月24日施行）、これらの項目は、不動産投資商品に関しては、現在は自主的な情報提供事項であるが、上記の共通化の措置の中で各々の法体系において位置付けることを検討すべきである。（参考資料18頁）

なお、利活用に制約のある不動産や期待された賃料収入の確保が懸念される不動産であっても、リスクに見合ったリターンが得られるのであれば、投資対象となり得るのであって、重要なことは、このような不動産の情報が、運用者の運用実績や運用方針と併せて投資家への的確に情報提供されることにある。

以上の措置はいずれも、一般投資家を対象とした場合の情報提供内容の共通化措置として講ずべきものであり、プロ投資家のみを対象とする場合には、情報提供の内容や方法を当事者が別途定めることが可能となるよう措置することを検討すべきである。その際、不動産特定共同事業法においては、いわゆる不動産投資のプロが定義されているが、金融商品取引法にオプトイン・オプトアウトによる特定投資家制度が盛り込まれたことを踏まえ、投資家の実態も勘案しつつ、プロ投資家の範囲の見直しを行うとともに、プロ投資家相手の約款規制のあり方についても必要な見直しを行うことを検討すべきである。

なお、不動産のリスク情報について情報提供がなされなかった場合の一般投資家が被る損害の回復については、以下のような課題が存在する。

まず第一に、投資商品の販売時に対象不動産の瑕疵が判明していたのに情報提供されなかった場合には、

- ①投資家は不利益となる事実について告知がなされなかったことを理由に消費者契約法に基づき契約を取り消すことができる。また、
- ②ビークルに対し無過失損害賠償責任を、ビークルの役員等や商品の販売者に対し損害賠償責任（過失の立証責任なし）を追及できる。

この場合、各主体が投資家に対し損害を填補できるかどうかは、ビークルについては保有する不動産の価値に、また役員等や販売業者等についてはその

資力に依るため、損害の填補が確実になされる保証はない。

第二に、投資商品の販売時に対象不動産の瑕疵が判明していなかった場合には、投資家は物件の取得を推進したビークルの役員やアセットマネジメント会社が十分に注意義務を尽くしていなかったことを理由に不法行為責任を追及できるが、立証責任を軽減する等民事責任の追及を容易にするための措置は、講じられていない。一方、ビークルはオリジネーターに対し瑕疵担保責任を追及できるため、当該権利を適切に行使すれば、投資家は一定程度賠償を受けることができる。ただし、この場合であっても、実際に投資家の損害が填補されるかどうかは、オリジネーターの資力に依ることとなる。（参考資料29頁）

以上の課題については、投資家保護の観点から今後とも議論を深めるべきものであるが、投資家においてもこのような課題が不動産投資商品のリスクとして存在することに留意する必要がある。

3 運用業務のあり方

(1)現状と課題

（運用責任の現状）

不動産は隠れた瑕疵が入り込みやすく、また、適切に運用が行われることによって、収益が得られ価値が高まる資産である。

したがって、このような不動産に瑕疵がないかどうかチェックし、適切にポートフォリオに組み入れ、その価値の向上により運用収益を高めるとともに、投資家に対する運用方針や投資リスクの説明を行うというアセットマネジメント会社の役割は、極めて大きい。

ただし、アセットマネジメント会社が運用責任を果たすべき相手方は、不動産特定共同事業者の場合を除き、資産運用の直接の委託元であるビークルであって、本来の資金の出し手である投資家は、アセットマネジメント会社に対し直接運用責任を追及できる立場にないのが現状である。

（一般投資家向け商品における運用責任の課題）

現在、一般投資家を対象として販売されている不動産投資商品としては、主にＪリートの投資証券と不動産特定共同事業商品がある。

Ｊリートについては、投資信託及び投資法人法に基づき、ビークルである投資法人からアセットマネジメント会社である投資信託委託業者（今般の金融商品取引法により金融商品取引業者（投資運用業）へ移行）に対して資産運用の委託が義務付けられている。投資信託委託業者は、認可業者として投資法人に対して善良な管理者の注意をもって資産運用業務を遂行しなければならないという義務を負うことに加え、任務を怠ったことにより投資法人に生じた損害を当該投資法人に対して賠償する責任を負う旨規定されており、投資家が直接アセットマネジメント会社に賠償責任を追求できるわけではないが、投資法人が投資家に対して負った賠償責任を実質的な責任者に求償できるよう措置されているところである。（参考資料３０頁）

不動産特定共同事業については、プロ投資家であるか一般投資家であるかを問わず、資産運用者である不動産特定共同事業者自らが投資家との間で直接契約を結ぶ事業形態であり、投資家に対し直接責任を負うものである。契約締結主体として投資商品を自ら販売し、かつ、自ら運用するという不動産ファンド業に着目して、不動産特定共同事業法は、行為規制のほか、投資家保護の観点から当事者間の契約締結行為自体を約款により規制しているところである。

（プロ投資家向け商品における運用責任の課題）

現在、プロ投資家向けに販売されている不動産投資商品としては、特定目的会社（ＴＭＫ）の優先出資証券とＹＫＴＫの匿名組合出資持分がある。

実物不動産を流動化するためのビークルである特定目的会社（ＴＭＫ）が発行する優先出資証券等は、その太宗が少数のプロ投資家（私募ファンドを含む）を取引の相手方として発行され、かつ、Ｊリートのような流通市場が存在しな

いことから、優先出資証券自体には私法上の有価証券として自由譲渡性が認められているものの、実際の投資形態は、相対取引に近いプロ間の大口取引が主流となっている。このため、投資家は、流動化の対象である不動産に関するリスク・リターンを十分把握し、その上で投資することとなる。

この場合、投資家に対する責任はビークルである特定目的会社が負うが、特定目的会社自体は、資産の流動化に関する法律に基づき不動産の管理及び処分の業務については信託会社又は宅地建物取引業者に委託することが義務付けられているほか（資産流動化法 § 144、147）、当該業務は資産流動化計画に従って行われることとなっている。また、特定目的会社が信託会社又は宅地建物取引業者と業務委託契約を締結する際には、業務再委託の禁止等一定の事項を契約上義務付けることが求められるものの、資産流動化法上、これ以外に不動産の管理処分を行う運用業者の責任は必ずしも明らかとなっていない。

しかしながら、プロ投資家を主体とした限定された市場においてプロが自己責任において流動化物件を取得しているものであると考えれば、現時点で直ちに法的責任を厳格に追及し得るような仕組みを導入することは慎重に考えるべきである。

法律による仕組み規制を持たない YKTK スキームの場合、その多くはファンドの営業者である有限会社（YK）が少数のプロ投資家との間で匿名組合契約（TK）を締結して行われる。また、当該匿名組合契約に基づく地位は、私法上の有価証券のように自由に譲渡できないため、J リートの投資証券のように上場市場の中で転々流通することはなく、投資家は、一旦契約を締結してしまえば契約満了時（一般的には数年）までそのまま投資し続ける。したがって、投資家は、当初契約時に運用対象資産の候補である不動産について自らリスク・リターンを評価して投資判断を行うこととなる。（参考資料 31 頁）

この場合、ファンドの営業者である有限会社は、「みなし有価証券」の発行者及びファンドの運用主体として投資家に対する責任を負い、アセットマネジメント

会社は有限会社に対して投資助言を行う仕組みとなっているが、実務上は、アセットマネジメント会社が助言行為を通じて有限会社によるファンドの運用に相当程度関与している。このような実態を踏まえた場合、ファンドの営業者である有限会社が投資家に対して負っている責任を実効あらしめるよう、助言行為を行うアセットマネジメント会社の責任を法制度上も明確化することも考えられる

ただし、先に触れたとおり、現状では、YKTK スキームに基づく投資商品に投資する者のほとんどは不動産投資のプロとして自ら不動産の取得・運用に関するリスクとリターンを評価・判断し、契約(匿名組合契約)の内容を精査した上で投資しているプロ投資家である。したがって、YKTK スキームに基づく投資商品がプロ向けに組成され、販売されている限り、現行のファンド運用の枠組みを直ちに見直す必要はないものとする。

(2)これまでに講じた施策

今般成立した金融商品取引法により、組合その他いかなる方法をもってするかを問わず、①複数の者から金銭などの拠出を集め、②その財産を用いて事業を行い、③その事業から生じる収益等を拠出者に分配する仕組み(いわゆる集団投資スキーム)の下で行われる資産運用業務が新たに同法に基づく業規制の対象となった。

したがって、金融商品取引法の下では、YKTK スキームにおけるビークルである有限会社自体が投資運用業を営む金融商品取引業者に該当し、少なくともファンドの運用責任について、忠実義務や善管注意義務等の行為規制が措置されたところである。

さらに、これまで機関投資家等のプロが私募の形態で YKTK スキームを活用して機動的に不動産投資を行っていた実態を踏まえ、いわばプロ向けの私募商品のみを扱う業者として、事前届出のみで営業できる特例業務届出者制度が新たに設けられた。

(3) 今後講ずべき施策

不動産特定共同事業は、他のスキームと異なり、運用業者が投資家に対して直接責任を負う厳格な規制を設けており、投資家保護のための観点からは、合理的である。

ただし、少なくとも不動産投資のリスクとリターンを適切に評価できるプロ投資家の場合には、TMKと同様、当事者が必要としていない規制をアマチュア投資家と同様にあえて賦課する必要はなく、現行の不動産特定共同事業についてもプロ投資家に対する規制を見直すことを検討すべきである。

加えて、プロの不動産投資家である「特定投資家」の範囲についても、金融商品取引法においてオプトイン・オプトアウトの枠組みが整備され、プロとアマチュアとの区分が取引ごとに柔軟に設定できるようになったことを踏まえ、柔軟な制度に移行することを検討すべきである。

なお、不動産の特性として、その瑕疵の治癒には多大な費用負担が生じる可能性があり、現実には、瑕疵を治癒することが困難である場合も想定される。したがって、特に損害填補のための資産がその保有する不動産に限られるビークルの場合には、そのビークルに対して助言等を行うアセットマネジメント会社の責任（民事・刑事）のあり方やその資力や能力の要件のあり方については、他の金融商品のアセットマネジメント会社と異なるものが投資家保護の観点から求められるかどうか、今後議論を深める必要がある。

4 不動産管理業務のあり方

(1) 不動産管理業務の現状と課題

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り、オーナーからの委託を受けて不動産の適正維持管理を行う不動産管理業務の質の如何は、当該資産の価値に直結する。

とりわけ集団投資スキームにおける賃貸不動産の管理業務は、当該不動産を安全に維持・管理し、運営するハード面の業務に加え、当該不動産の入居者（テナント）や訪問者の安全と安心を確保し、同時に所有者（オーナー）との様々な調整業務を行うソフト面の業務も含んでおり、これらが具体の経済社会活動の中で公正かつ的確に行われることが求められる。

その一方で、不動産の投資スキームにおいては、投資家が期待する収益（キャッシュフロー）を短期的に極大化することに運用会社（アセットマネージャー）の関心が集った場合には、投資対象となった不動産についての管理のレベルが低下する事態が懸念されているところである。また、収益を極大化することを目的とするアセットマネジメント会社と日常的なオペレーション（維持修繕等の物件管理やテナントリーシング等）を安定的に継続するプロパティマネジメント会社との関係において、投資対象不動産の管理を巡って利害が相反したり、業務分担が不明確になったりする場合があるとの指摘もある。

（２）これまでに講じた施策

平成 16 年 12 月に施行された改正信託業法により、信託会社の行う不動産の管理行為については、信託業務の一環として信託業法の行為規制に服することとなったほか、当該信託会社から裁量性のある不動産の管理行為の業務委託を受ける統括プロパティマネジメント会社についても、信託業法上同様の行為規制に服することとなった。

（３）今後講ずべき施策

①管理業務のマニュアル化・仕様統一化の推進

投資対象不動産の管理を適正に行うためには、管理の質を比較できるように管理業務のマニュアル化や仕様の統一化を図るべきである。このため、関係業界が連携しつつ、業界内において活用しうる統一マニュアルを早急に策定すべきである。

②プロパティマネジメント会社と業務を受委託する会社間の適切な連携の確保

（アセットマネジメント会社とプロパティマネジメント会社）

アセットマネジメント会社が投資家の期待する運用収益の向上と資産価値の維持増進を図る観点から業務を適切に遂行するためには、管理業務を統括するプロパティマネジメント会社との密接な情報交換・具体的な業務分担・報告体制を構築し、両者が適切に連携することが必要である。このため、アセットマネジメント会社とプロパティマネジメント会社間の連携が円滑に進むよう、関係業界団体が連携しつつ、モデル契約約款の作成を進めるべきである。

（プロパティマネジメント会社と管理業務受託会社）

プロパティマネジメント会社は、管理業務を統括する者として、ビルオーナーから受託した管理業務を建物のメンテナンスや清掃、警備といった個別業務ごとに各専門業者に再委託したり、ビルオーナーとマネジメント契約を結んだりすることにより、管理業務全体の実施状況をマネジメントする立場に立つが、関係者が複数多岐にまたがる契約形態の下では、プロパティマネジメント会社が期待された業務を十分に遂行できず、オーナーから見て物件の管理責任の所在が実態上不明確となることも懸念される。

このような状況に対応して、管理業務を統括するプロパティマネジメント会社と実際に管理業務を遂行する個々の管理会社との密接な情報交換・具体的な業務分担・報告体制を構築し、両者が適切に連携できるよう、関係業界団体が連携しつつ、早急にモデル契約約款の作成を進めるべきである。

（プロパティマネジメント業務に係る制度的位置付け）

以上を踏まえ、管理業務を統括するプロパティマネジメント業務について、その業務の水準を確保するとともに、都市・地域の経済社会活動の基盤となる不

動産の良好な管理と資産価値の維持向上を図ることを目的とする制度的位置付けを検討すべきである。

③プロパティマネジメント会社の評価基準の制度化

プロパティマネジメント会社の持てる能力を存分に活用するとともに、能力の一層の向上と育成を促進する観点から、その能力を客観的に評価するための基準を現行法制との整合性に留意しつつ作成し、公表する必要がある。また、当該評価基準に沿って業務を実施しているかを業界内で認証する仕組みを検討すべきである。この場合、投資対象不動産の管理は、十分な収益を生むために必要十分であるかといった視点のみならず、関係法令を遵守しつつ維持管理、更新を行っているか、また、入居者や利用者の生命・身体・財産の安全は確保されているかといった、不動産管理の現場の視点を十分に反映したものとすべきである。そのことが長期的に見て、投資家の利益につながることとなる。

5 投資家をサポートするサービス等のあり方

(1) 助言サービス・一任サービス

①現状と課題

(助言サービス)

不動産投資の裾野が広げるためには、投資家保護の観点から、不動産投資商品に関し徹底した情報提供が求められるところであるが、詳細な情報提供がなされたとしても、一般投資家自らがその内容の全てについて理解するためには、不動産についての専門的な知識が必要である。むしろ、このような詳細な情報の中から、投資家の側に立って情報を加工・取捨選択するサービスが期待される。

また、不動産の信託受益権や不動産ファンドの匿名組合出資持分は金融商品取引法上の有価証券に該当するため、その取得についての助言業務は同法

上「投資助言・代理業」に該当するが、投資家の立場に立った場合、不動産投資商品とそれ以外の金融商品とを並べて比較検討できるような助言業務に対するニーズが存在すると考えられる。

（一任サービス）

不動産投資商品のうち、不動産特定共同事業商品以外のビークル型商品については、ビークルのアセットマネジメント会社に投資家が直接運用責任を追及することはできない。一方、このようなビークル型投資商品への投資については、むしろ金融商品取引法の「投資運用業」である「一任サービス」を活用することにより、ビークルのアセットマネジメント会社に直接運用責任を追及できなくとも、一任サービスを提供する事業者に対し運用責任を追及することが可能である。

なお、以上のような助言・一任サービスの提供は、不動産ファンドの市場評価の役割を果たし、市場からの不良不適格業者の退出や投資家被害の防止に資するものである。

②今後講ずべき課題

不動産投資商品への投資判断は、裏付けとなる不動産のリスク・リターンについての価値判断そのものであり、このような価値判断を的確に行うためには不動産のリスクについて一定の専門的知識を有することが必要である。このため、来年施行の金融商品取引法における投資助言・代理業や投資運用業の登録審査基準の策定に際しては、不動産が原資産となっている金融商品を扱う事業者について、瑕疵等の不動産取引上の様々なリスクについて一定の専門的知識を有する者が当該業務に携わる体制を確保することを求めることを検討すべきである。

（2）一般投資家への普及・啓発活動

①課題

(1)で述べたように、不動産投資市場が健全に発展し、投資家の市場参加を促進するためには、投資家に対する助言サービスも必要であるが、一方で、投資家自身が不動産投資の知識の向上に努めることも重要である。

②今後講ずべき施策

(社)不動産証券化協会においては、「不動産証券化商品のチェックポイント」を一般投資家向けに頒布し、投資家への不動産証券化商品の啓発活動を行っているところであるが、このような取組の促進を図るべきである。(参考資料32～47頁)

6 年金基金等による長期安定的な不動産投資の促進

(1) 現状と課題

不動産は、他の金融商品のリスクをヘッジする機能を有するとも指摘されており、投資家にとって長期間の安定的投資に欠かせない基本的資産である。このように投資資金の長期安定運用を求める投資家として年金基金等の資金が上げられる。我が国の企業年金は、約 80 兆円の規模を有するといわれているが、バブル崩壊以降、実物不動産又は不動産投資商品による財産の運用は、企業年金全体のポートフォリオの1%にも満たず、海外の年金基金が運用財産の5%程度を不動産関連投資で運用しているのに比べると、コア投資としての位置付けにはほど遠い状況にある。もちろん、海外並みに運用資産の5%を不動産で運用した場合、新たに4兆円規模の不動産投資市場が生まれるが、市場を性急に拡大することよりも、市場が健全性を保ちながら着実に拡大と発展をとげられるよう、枠組みを整えるという視点がまず重要である。(参考資料48頁)

(参考資料49頁)

このような観点に立った上で、年金基金による不動産投資が進まない理由について見ると、年金基金が本格参入するには市場規模が依然として小さいこと、

ベンチマークとなる不動産投資インデックスの整備が進んでいないことのほか、実物を含む不動産への一任投資の仕組みがないこともその一因として指摘されており、特に、機関投資家向けの私募商品である YKTK については、現行法の下でアセットマネジメント会社の運用責任の所在が不明確であることや、運用委託先が事実上信託銀行に限られている等の課題も指摘されている。（参考資料 50～52頁）

また、企業年金の中でも、資産規模が大きな年金基金は、実物不動産への長期投資・保有ニーズがあるが、実物不動産投資について物件の選定から管理まで一貫して運用責任を果たせる制度的枠組がないことも指摘されている。

例えば、年金基金のニーズである実物不動産の長期投資・保有に必要な不動産管理については、実物不動産取引の一任を認める特例制度（宅地建物取引法上の取引一任代理等制度）の対象外であり、また、投資家からの資金を預かって不動産運用を行うことを規律する不動産特定共同事業については倒産隔離性に課題があるため、現在は、活用されていない。（参考資料 50～52頁）

（2）これまでに講じた施策

第 164 回国会において金融商品取引法が成立し、金融商品に関する一任取引を前提とする投資運用業について、兼業規制が緩和された。

（3）今後講ずべき施策

（不動産投資顧問業制度の充実）

年金基金など多様な投資家の長期継続的な不動産運用（＝売買及び賃貸管理を一任する継続的な不動産取引関係）のニーズに対応できる法制度を整備すべきである。例えば、運用資産の倒産隔離性を確保した上で、投資家の長期的な不動産投資の方針に基づいて、資産運用会社（不動産投資のプロ）が不動産の取引や管理を行い、取引の結果と資産管理の現況について投資家に対して報告することなどを業とする「不動産投資顧問業」制度の充実を法制化も含めて検討すべきである。なお、法制化を検討する場合には、宅地建物取引業

法上の取引一任代理等制度の拡充も含めて検討すべきである。（参考資料53頁）

その際、投資家の利便性の向上の観点から、実物不動産取引の一任サービスと不動産投資商品への投資一任サービスの総合的なサービス提供のあり方についても検討を行うべきである。

上記の取組により、自らも受託者責任を負っている年金基金や個人富裕層などより幅広い投資家層の不動産投資市場への参加が期待される。

（不動産投資インデックスの整備）

不動産インデックスは、年金基金等高い受託者責任が課せられている資金運用者が不動産投資を合理的に検討し、投資成果を客観的に評価するために必要不可欠な市場インフラである。我が国においては、インデックス作成に必要な個別不動産の収支情報や鑑定評価額に関する情報について十分なサンプル数を収集することが難しく、年金基金等の実用に耐え得るベンチマークインデックスは未整備の状況にある。

しかしながら、Jリートについては、決算期ごとの個別物件の収支データ、鑑定評価額のデータが公開されており、（社）不動産証券化協会においては、これらのJリーートの開示情報を元に本年4月より不動産投資インデックスの作成・公表を行っている。今後はこのような民間の取組が、Jリート市場以外の投資物件を対象としても広がるよう、これらの情報の収集・管理方策等について、例えば、国の主導により、不動産鑑定評価機関の保有する情報を収集するなどの方策の検討を行うべきである。（参考資料54頁）（参考資料55頁）

7 新たな不動産投資形態への対応

（1）新たな信託法制度等を活用した不動産投資

①課題

先の通常国会に提出された信託法・信託業法改正案において、自己信託制度、事業信託制度、限定責任信託制度といった新しい信託類型が追加された。同時に、同法案では、信託受益権を私法上の有価証券として取り扱うことも可

能となっている。改正案が原案のとおり成立した場合、信託自体を不動産証券化のビークルとして活用する余地も飛躍的に拡大し、不動産投資市場の拡大に大きく寄与することが期待される。しかしながら、その一方で、これらの新たな信託類型が既存制度と組み合わせられ、様々な投資スキームが二重三重にも重ねられたハイブリッド型の投資商品が登場することにより、投資家保護の観点からみて投資商品の情報提供が十分になされない商品が登場することも懸念される。（参考資料56～60頁）

②これまでに講じた施策

第164回国会で成立した金融商品取引法により、金融商品・サービスに隙間なく横断的に規制が講じられることとなった。

③今後講ずべき施策

ハイブリッド型の投資商品について、投資家が不動産投資のプロであるか否か、また、プロ投資家である場合には、当該投資家が投資資金の運用に関する受託者責任を負っているのかどうかに着目した上で、投資家に対して商品販売者が提供すべき情報の目安となる「ハイブリッド商品情報提供ガイドライン（仮称）」を業界内において早急に策定すべきである。

（2）地域における自立的な不動産投資

①課題

不動産は、都市・地域経営の基盤である。このため、都市・地域を再生し、活力ある自立的な都市・地域を実現するために、地域必要施設等の不動産の整備・管理・運営に地域の資金や人材が活用され、その果実が地域に還流・循環することにより権利の安定化や管理のボラティリティの最小化が図られるように、地域の不動産投資市場を整備育成することが必要である。

例えば、京都市では、「京町家」の保存・再生のための費用を証券化によって

資金調達するスキームが組成された。具体的には、京都不動産投資顧問業協会や京都市景観まちづくりセンター等の京都市の地元団体の協力の下で、資産流動化法に基づいた「京町家証券化特定目的会社」が設立され、京町家の保存・改修のための資金調達として京都市民などから広く出資が募られた。地方部における小規模な資産を対象としているにもかかわらず、地元有志によるアレンジャーや出資者としての篤志的な参画によって証券化が可能となっており、都市・地域経営の新たな手法として注目すべきものである。

地方中核都市を中心に、J リートに組み入れられる物件は以前と比べて大幅に増加する基調にあるものの、地方部においては、一般的に、投資対象としてふさわしい収益性と規模を持つ不動産が限られており、大都市に比べて相対的に不利な市場環境におかれた地方部でも比較的簡易に不動産投資を行えるよう、法的枠組を整備し、かつ、人的・経済的側面から政策的な支援を講じることにより、地域の不動産証券化を推進する必要がある。（参考資料6 1 頁）（参考資料6 2 頁）

②これまでに講じた施策

京町家の証券化検討プロジェクトに対して、国土交通省の調査費を活用し、具体化に向けたフィージビリティスタディを実施した。

③今後講ずべき施策

（不動産特定共同事業法・資産流動化法の見直し）

既存の不動産を実物のままで簡易に証券化し得る枠組みである不動産特定共同事業法及び資産流動化法（TMK）についてそれぞれ見直しを行うことについて検討すべきである。

不動産特定共同事業については、実物不動産への投資と運用が一体的に行われるシンプルな集団投資スキームであるため、組成コスト等を勘案すると、地方部でのスモールサイズの証券化に比較的馴染みやすい事業形態である。したがって、同事業について、運用資産の倒産隔離性を確保した上で、地元の

投資家が地域の不動産に投資しやすい仕組みに改善することを検討すべきである。

また、資産流動化法については、現行法上、特定目的会社の資産を入れ替える際に、資産流動化計画を変更しなければならないという制約があるが、これについて、投資家の保護を図りつつ、より機動的に資産の入れ替えが可能となるよう制度の見直しを検討すべきである。

（地方不動産投資市場の活性化支援）

地方における不動産証券化を人的・経済的側面から支援し、地方の不動産投資市場を整備育成するために、投資スキームの組成に必要な初期コストの助成、証券化の枠組みを組成する専門家の育成、円滑な投資資金の調達等を総合的に支援することを検討すべきである。

IV 残された課題

本第一次答申は、我が国の不動産投資市場が今後目指すべき姿を大きく3つに分け、各々目指すべき市場整備の具体的な方向に沿って講ずべき施策を、まずまとめられるものから、取りまとめたものである。さらに、以下の点については、今後も検討を深める必要があり、本審議会において引き続き審議を継続し、検討結果を取りまとめることとする。

(1) 「一任サービス」型の不動産投資顧問業の制度設計

年金基金等による長期安定的な不動産投資の受け皿となる「一任サービス」型の不動産投資顧問業制度のあり方については、売買及び賃貸管理を一任する継続的な不動産取引関係などの長期継続的な不動産運用のニーズに応える法制度がどのようなものであるか等宅地建物取引業法上の具体的な制度設計について検討を継続する必要がある。

(2) 新たな信託制度を活用した不動産投資スキームの制度設計

新たな信託法制度等を活用した不動産投資については、成立した金融商品取引法や信託法・信託業法改正案の国会審議の動向も踏まえながら、これらの新たな形態による不動産投資が柔軟かつ的確に行えるような投資スキームとは一体どのようなものなのか具体的な制度イメージに加え、制度化する際の実務上の課題について、検討を深める必要がある。

(3) プロパティマネジメント業者の能力評価の基準

また、良質な不動産を不動産投資市場に新たに送り出すとともに、物件をバリューアップする上で欠かせない管理の専門家であるプロパティマネージャーについては、アセットマネージャーなど他の主体と連携し、業務を適切に役割分担した上で、適正にその業務を遂行するには、どのような枠組が必要となるのか、プロパティマネジメント業者の能力の客観的評価基準及び評価の枠組をいかに

すべきか等、さらに検討を深める必要がある。

(4) データベースシステム等投資家支援サービスのあり方

さらに、不動産の瑕疵に関するリスク情報を集約したデータベースシステムや、投資パフォーマンスを評価するベンチマークとなる投資インデックスの整備、投資家への投資顧問サービスの提供等、様々な投資家支援サービスのあり方についても今後検討を継続する必要がある。