

## 1 はじめに

社会資本整備審議会産業分科会不動産部会は、平成17年10月24日の国土交通大臣の諮問を受けて、『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、これまで検討を行ってきた。

この間、平成17年12月26日には、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の制定に向けた動きを踏まえ、不動産投資市場における投資家保護のあり方等を柱とする「第一次中間整理」を行った。この中間整理においては、財としての不動産の特性、不動産投資市場の市場特性等を踏まえつつ、投資市場全体に共通したルールの整備と二重規制等の排除、市場の自律性の尊重等を基本的視点として、情報開示やプロ・アマ区分、バイプレイヤーの育成等について提言を行い、その趣旨は、新たに制定された金融商品取引法（平成18年6月14日公布）にも反映されたところである。

さらに、平成18年8月7日には第一次答申「今後の不動産投資市場のあり方について」をとりまとめた。「第一次答申」は、不動産投資市場の目指すべき方向として、①幅広い投資家の参加、②良質な不動産の創造、③物件・資金・人材の円滑な展開、を挙げ、取り組むべき施策として、

- (1) デューデリジェンスの適正化
- (2) 情報提供内容の共通化
- (3) 不動産管理の適正化
- (4) 投資家サポートサービスの体制整備
- (5) 年金基金等による長期安定的な不動産投資の促進
- (6) 信託法制度等を活用した新たな不動産投資への対応
- (7) 地域における自立的な不動産投資市場の展開

等についての方向性を示したところである。

「第一次答申」後、本審議会では、不動産投資市場の整備を進める上で

取り組むべき課題として、

- (1) 「一任サービス」型の不動産投資顧問業の制度設計
- (2) プロパティマネジメント業者の能力評価の基準
- (3) データベースシステム等投資家支援サービスのあり方

等を挙げ、検討を行ってきた。

このうち、「一任サービス」型の不動産投資顧問業の制度設計については、本年9月頃に施行が予定されている金融商品取引法上の投資運用業の制度設計に密接に関連するため、先行して検討を進め、平成18年12月26日に第二次中間整理「不動産投資一任サービスのあり方」としてとりまとめた。第二次中間整理では、高齢化の進展の中で長期安定的な資金運用ニーズの高い年金基金等と、その健全な発展のために長期安定資金を必要とする不動産市場を結びつけるため、年金基金等に対し不動産運用のプロとして受託者責任を果たすことのできる不動産投資一任サービスの環境整備を提言したところである。

さらに、本審議会では、引き続き「プロパティマネジメント業者の能力評価の基準」や「投資家支援サービスのあり方」に関し、「投資家に有用な情報提供のあり方」及び「市場の健全な発展に必要不可欠なサービスのあり方」という観点から検討を行い、第二次中間整理の検討成果と合わせて当面講ずべき施策のとりまとめを終えたため、第二次答申を行うこととしたものである。

第二次答申は、成長を続ける不動産投資市場の健全な発展を図るため必要な環境整備について講ずべき施策のあり方を示したものであり、昨年の第一次答申と併せ、行政及び市場関係者がその実現に鋭意努力し、投資家に信頼される不動産投資市場を築き上げることを期待するものである。

## 2 不動産投資市場の健全な発展に向けた環境整備

### I 不動産投資市場を巡る最近の状況

不動産投資市場は、現在も急速に拡大しているが、市場を取り巻く環境もまた時々刻々変化している。本審議会においては、こうした市場を巡る動向について注視し、これを視野に入れながら検討を行ってきたところである。第一次答申以降の市場を巡る状況についてとりまとめておく。

#### ① 経済全般

我が国の経済全般についてみると、2002年に始まった現在の景気拡大が昨年11月でいざなぎ景気の期間を超えたとされ、月例経済報告においては、4月に景気の基調判断を前月までの「消費に弱さが見られるものの、回復している」から「生産の一部に弱さがみられるものの、回復している」と5カ月ぶりに修正しているが、景気回復が続くとの見方は維持されている。「平成19年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」（平成19年1月25日閣議決定）においても、「平成19年度においては、世界経済の着実な回復が続く下、企業部門・家計部門ともに改善が続き、改革の加速・深化と政府・日本銀行の一体となった取組等により、物価の安定の下での自律的・持続的な経済成長が実現すると見込まれる。」とされている。

一方、金利についてみれば、昨年7月に日銀のゼロ金利政策が解除され、また、本年2月には利上げが行われるなど、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。

#### ② 地価動向

本年3月23日付け官報で公示された平成19年1月1日時点の地価公示によると、平成18年以降の1年間の地価動向は、全国平均で、住宅地、商業地共に16年ぶりに上昇に転じた（住宅地0.1%、商業地2.3%上昇）。その中で、三大都市圏及び地方ブロック中心都市の都心部

を中心に地価の上昇傾向が一層顕著となった（三大都市圏平均で住宅地 2.8%、商業地 8.9%上昇）。一方、地方圏は、地方中心都市等において上昇地点の増加が見られ、下落幅は3年連続して縮小した（平均で住宅地は前年の△4.2%が△2.7%に、商業地は△5.5%が△2.8%に下落幅が縮小）。

三大都市圏の都市部などで高い上昇率をみせた地点は、利便性・収益性等その上昇を裏付ける要因があるものであり、実需とかけ離れた取引によるものではないとの意見が多い。一方で、一部の取引事例などをみると市場に過熱感があるのではないかと指摘もなされている。

### ③ 不動産証券化市場

こうした情勢の中で、Jリートについてみると、上場銘柄数は、昨年7月末の36から、本年3月末の41へ、着実に増えている。その間、Jリートの時価総額は、昨年7月末の約3兆5,000億円から、本年3月末の約6兆3,000億円へ、大幅に増えている。また、東証REIT指数は、昨年7月末の1622.49から、本年3月末の2480.55へ、大きく伸びている。

また、Jリートと不動産プライベートファンドを合わせた市場規模（不動産の取得額）は、昨年6月末の10兆円（Jリート4.5兆円、プライベートファンド5.5兆円）から、昨年12月末の11.5兆円（Jリート5.4兆円、プライベートファンド6.1兆円）に着実に伸びている（住信基礎研究所調査）。

一方、Jリート市場の個々の銘柄に目を向けると、いわゆる公募割れをしている銘柄は、昨年7月末時点で36銘柄中17銘柄であったものが、本年3月末時点では41銘柄中1銘柄と大きく減少はしているものの、なお市場の評価には銘柄により大きな差が出ており、投資家の選別が厳しくなっていることがうかがえる。

### ④ アジア各国の不動産投資市場

現在、日本のJリート市場は、アジア地域の中では、圧倒的な市場

規模を誇っており、上述のようにその規模拡大は続いているところであるが、一方で、近年アジア各国においても、リート市場の創設が相次いでいる。

リート市場の整備が進んでいるシンガポールを始め、アジア各国においても、リートの時価総額は着実に伸びており、アジア地域の中で、国際的な投資資金を惹きつける上で、Jリート市場は、今後厳しい国際競争に晒されていくことが予想される場所である。

#### ⑤ 不適切な事案の顕在化

上述のとおり、市場が全体として好調である中で、競争も激化しているものと考えられる。そうした情勢下で、市場における個々のプレイヤーの動きに目を向けると、一部の業者における不適切な事案が表面化しつつある。

例えば、Jリートの運用会社が、投資法人の資産の運用において、不動産の取得時に行うべき資産の評価手続き等の際に、鑑定を依頼した不動産鑑定業者に対し適切な資料を提示しなかったことなどから、結果として過大に評価された鑑定評価額を基に投資法人の資産の取得を行うなどし、投信法の善管注意義務に違反したとして、監督処分がなされた事例がある。

また、投資法人が所有する不動産のテナントに対し、本来行うべき賃貸面積の調査・確認、説明義務を怠り、結果として過大な賃貸面積による賃貸借契約を締結し、テナントに損害を与えたとして、宅地建物取引業法上の処分がなされた事例もある。

ルールの遵守は市場が機能するための大前提であって、法令違反行為は、市場に対する投資家の信頼を大きく損ねるものであり、今後も法令の厳正な執行が求められる。

以上のとおり、不動産投資市場は、全体としては成長を続けているが、金利動向など今後の懸念材料もあり、国際競争に晒される中でさらに環境整備が必要と考えられる。また、個別に見れば、投資家の信頼、市場の健全性を守る上で問題となる事案も顕在化しており、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という基本的考え方に立った施策の展開が必要である。

## II 基本的な考え方

本審議会では、不動産投資市場の健全な発展のために目指すべき市場の姿としては、

- 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
- 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
- ③物件・資金・人材が円滑に展開し、自立的に発展する市場

の三つをあげたところであり、本第二次答申は、これらを実現するための、広い意味での市場のルールのあり方を提示するものである。

市場のルールについては、次の3つの視点が重要である。

### (1) 市場ルールの共通性

第一次答申でも述べたとおり、投資市場のルールについては、本来、基本的に統一されていることが望ましく、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。

先に制定された金融商品取引法や改正宅地建物取引業法では、具体的な運用場面での不動産の特性に応じたルールの追加や削除はあっても、不動産投資商品の原資産となる不動産の物的性状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とするなど、不動産投資商品について他の投資商品と共通のルールに依ることとしており、こうした考え方は、今後も維持していく必要がある。

一方、情報開示や利害関係人との取引などの具体的運用の場面では、横断的なルールのほかに、不動産の特性に応じた固有のルールが必要となることが考えられる。

## (2) 市場ルールの柔軟性

他方、日本における不動産証券化ビジネスは、未だ歴史が浅く、成長著しい発展途上の段階であることを踏まえれば、今後、プレイヤーの創意工夫により、様々な商品開発が行われる可能性を有している。このような市場環境においては、プレイヤーの商品開発のインセンティブを阻害せず、かつ、投資商品の特性に応じたきめ細かい投資家保護を実現するためには、市場ルールの柔軟な調整が求められる。

このためには、情報開示などの最低限の横断的ルールを法的に担保した上で、市場ニーズに応じて柔軟な対応が可能となるよう、市場関係者による自主ルールの策定を促し、これを活用することが適切である。

このような自主ルールに対する市場関係者の積極的な取組が、発展途上の不動産投資市場への投資家の信頼を獲得し、健全な市場の発展・拡大の近道となると考えられる。

## (3) 市場ルールの安定性

一方、こうした市場ルールは、市場参加者の規範となるよう投資家に公表されるとともに、その運用は安定的に行われる必要がある。ルールの解釈や運用の恣意的な変更は投資家にとってリスクとなるものであり、市場の健全な発展を阻害しかねない。

行政による市場ルールの運用もまた、できる限り安定的であるべきであることはもちろん、市場関係者による自主ルールも、公正なプロセスを経て策定、適用されることにより、規範として安定性を持って機能することが期待される。

### Ⅲ 検討課題と施策の方向

#### (1) 不動産投資一任サービスのあり方

##### ① 現状と課題

不動産投資市場の健全な発展のためには、投資期間の長い安定的な資金が市場に円滑に供給されることが課題である。このため、長期安定資金の代表的な存在である年金基金による不動産投資を促進することが重要となってきた。

年金基金自身は、年金受給者に対する非常に重い受託者責任を負っている一方で、必ずしも不動産投資のプロとは限らない。このような年金基金に対し、受託者責任を全うしつつ不動産運用の専門家として投資判断の一任を受ける不動産投資一任サービスの整備が求められている。

本年9月頃に施行が予定されている金融商品取引法において、信託受益権が「みなし有価証券」化されることに伴い、金融商品取引法上の投資運用業者は、不動産の信託受益権に対する投資一任サービスの提供を通じて、実質的な不動産投資一任サービスの提供者と位置付けられるところである。

したがって、今後は、不動産の信託受益権の一任サービスを通じた年金基金による不動産投資の活発化が期待されるところである。

以上のように、不動産投資市場と年金等の投資期間の長い資金を結びつける不動産投資一任サービスを整備することは、良質な不動産の維持・形成による我が国の都市整備・地域整備の進展をもたらすだけでなく、不動産の価値の向上の結果として年金等に対してより安定的な配当が実現されるなど、広く国民全般に利益が還元される資金循環システムを確立することとなるものである。



## ② 講ずべき方策

### 1) 不動産運用能力の担保

不動産信託受益権の一任投資サービスを行う投資運用業者には、一定の不動産運用の能力を担保することが、投資家保護上必要である。

したがって、金融商品取引法の投資運用業の登録要件として規定されている人的構成要件の運用においては、不動産の運用能力を担保することが必要である。

ところで、現在、国土交通大臣の任意の登録制度として、不動産投資顧問業登録規程がある（大臣告示。平成12年9月1日制定。）。これは、不動産投資顧問業を営む者について、一定の業務遂行能力を満たす事業者を登録し、その事業者情報を開示するとともに、登録業者に投資家保護のための一定のルール遵守を求めることにより、その業務の適正な運営を確保することを目的とするものである。

登録事業者のうち、総合不動産投資顧問業者は、実物不動産への投資一任サービスを提供する者と位置付けられているが、このサービスにおいては、単に不動産の売買のみならず、不動産に係る管理業務を含めた不動産運用業務全般が行われる。

このような業務を行う総合不動産投資顧問業の業務遂行能力は、不動産信託受益権を取り扱う投資運用業にも同様に求められるところである。

したがって、前述の投資運用業の不動産運用能力の担保方法として、総合不動産投資顧問業の登録業者であることや、これと同等の知識・経験等を有することを投資運用業の登録審査の要件の一つとして活用することが考えられる。

なお、現在の不動産投資顧問業登録規程における総合不動産投資顧問業者の行為規制については、不動産管理における利益相反の防止、事業者の国際基準（グローバル投資パフォーマンス基準（GIPS））への準拠の有無についての情報開示、業務改善の勧告措置等のネガティブ情報の開示等、投資家保護の充実の観点から見直しを行うべきである。

## 2) 自主ルールの策定

金融商品取引法の投資運用業が不動産の信託受益権の投資一任サービスの提供者として位置付けられることにより、今後、年金基金による不動産投資が活発化することが予想される。

しかしながら、年金基金自身が、年金受給者からの非常に重い受託者責任を負っている一方、不動産投資のプロフェッショナルとは限らないことは先に述べたとおりである。

したがって、このような年金基金の特性を踏まえ、法令上の規制のみでは不十分と考えられる行為（例：利害関係人との取引）を投資運用業者自らが自発的に律していくことが必要であり、業界において自主ルールが策定されるよう、促していくことが必要である。

特に、ルールを実効性あるものとするためには、その策定に際し、年金基金等の投資家の意見を反映させることが不可欠であり、関係者の意見の集約に向けて行政が役割を果たすことが期待される。

なお、このような自主ルールの策定は、証券投資の一任サービスにおいても取り組まれており、不動産投資市場の発展と年金基金等の投資家の信頼を得る上で必要不可欠である。

## 3) 様々な類型の不動産投資一任サービスの検討

今般の金融商品取引法の制定により、不動産の信託受益権に対する投資運用業が、実質的な不動産投資一任サービスの提供者として位置付けられる。

一方で、実物不動産に対する投資一任サービスの類型としては、不動産特定共同事業のスキームが存在するが、同スキームについては、その運用財産が事業者から倒産隔離されておらず、今回の検討過程においても、SPCを用いて倒産隔離を実現する不動産信託受益権への投資スキームとのアンバランスが生じているとの指摘があり、その見直しの意見が出されたところである。

多様な不動産投資一任サービスが提供されることは、競争を通じた市場の健全な発展に寄与するものであることから、今後は、投資家保護・消費者保護の観点に留意しつつ、自己信託や事業信託などの新しい信託制度の活用等も視野に入れながら、様々な類型の不動産投資一任サービスの検討を行う必要がある。

## (2) 投資家向けの情報提供のあり方

### ① 投資商品に応じた情報提供のあり方

事業者にとっての情報提供の最大のインセンティブは、それによって市場で評価されて投資家が投資を行い、投資資金が円滑に調達可能となることである。しかしながら、実際には、詳細な情報提供を行っても投資家の投資につながらず、資金調達が円滑に進まないケースがあり得る。

第一のケースとしては、情報内容の信頼性の問題である。この問題の解決方策としては、内容の正確性について公的にチェックする方策や、広く情報を公衆に開示し、多数当事者の監視下に置く方策、情報提供に関するガイドラインを策定し、これに準拠することによって投資家の信頼を獲得する方策などが考えられる。

第二のケースとしては、情報内容のわかりやすさの問題である。この問題の解決方策としては、情報内容を標準化し、投資家にとってわかりやすく比較検証しやすい形で提供する方策や、投資家の側に立って情報を加工・取捨選択するアドバイザー・サービスの振興、投資家の判断のメルクマールとなるインデックスの整備等の方策が考えられる。

#### 1) Jリート

##### 1) 現状と課題

Jリートについては、法令によるもののみならず、自主的な情報開示の取組みが積極的になされてきた結果、国際的に見ても相当程度透

明性は確保されているものと考えられる。

これは、Ｊリートの創設当時は必ずしも一律に開示されていなかった情報（例：不動産の取得先、個別物件ごとのPML値、建築確認検査機関等）についても、その後、投資家のニーズに応じて一部のＪリートで開示されれば、他のＪリートにも波及していくということが繰り返され、こうした市場関係者の努力の積み重ねが今日に至っているという面が大きい。

すなわち、Ｊリートの情報開示に関しては、適切な情報開示が市場での評価につながるという健全な機能が働いていると考えられる。

具体的には、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、IR (Investor Relations) 戦略上、有用な情報開示を行っている。

また、不動産投資市場の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開示している。

(ARES J-REIT Property Database)

こうした中で市場のさらなる発展のためには、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。

また、個別物件に関し、ER等で把握された情報のうち重要なものについては、目論見書における個別物件情報の中の特記事項等として記載されるのが一般的であるが、どのような情報（例：環境リスク関

係)を重要なものとして記載するかについて、各リート間で必ずしも共通の尺度がない面もある。

## ロ) 講ずべき方策

### イ) NOI等の指標の標準化

不動産の価値を表す重要な指標については、Jリート市場の拡大とともに、情報開示や不動産鑑定・会計実務を通じて、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、Jリート市場における指標の標準化は、全ての不動産投資商品における指標の統一化をもたらすことから、不動産証券化市場全体の健全な発展を加速させるためにも、早期にその標準化が必要である。

また、このような標準化は、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である。

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、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である。

さらに、定義等の標準化が行われるまでの間についても、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正確かつわかりやすく情報開示することが必要である。

こうした取組みを進めるに当たっては、標準化作業そのものの透明性・妥当性を高めることが、投資家の信頼を獲得する上で必要不可欠である。このため、運用会社間のみならず、投資家のゲートキーパーの役割を担う証券アナリスト、格付機関、学識経験者等の市場関係者の参画やチェックの下に、標準化を進めるべきである。

## ii) ARES J-REIT Property Database の充実

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く、利用しやすい形で J-リートに関する情報を開示する優れたツールである。しかしながら、例えば NOI 等の数値や ER に基づく長期修繕費用は、各リートによってその定義にバラツキがあるため、生のデータをそのまま開示しない限り、データベース化そのものが困難な状況となっている。

今後も、各リートの情報提供内容の標準化作業の進捗にあわせ、具体的な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である。

## iii) 情報提供のベストプラクティスの奨励

個々の投資法人の自主努力による情報開示を充実するためには、適切な情報開示に対する取組を市場において評価する仕組みが必要不可欠である。このため、例えば、証券アナリスト、ゲートキーパー、格付機関、学識経験者等の投資家サイドを代表する市場関係者によって、情報開示のベストプラクティスを奨励する取組が行われることが望ましい。

## 2) 公募型商品（J-リート以外）及び私募型商品

### i) 現状と課題

#### <公募型商品>

不動産投資市場の拡大とともに、J-リート以外にも、匿名組合出資の形式を用いた不動産投資商品が公募により一般投資家に販売される事例が、最近、散見されている。

これらの投資商品においては、親ファンドが投資家の資金をプー

ルし、子ファンドが親ファンドからの出資金と借入金により不動産信託受益権を取得するというスキームが採られている。

このような二層構造ファンドの投資商品については、個々の物件（不動産信託受益権）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開示には、個々の物件情報の開示は法的には担保されていない。

しかしながら、現実には、不動産投資商品として販売する際には、投資対象不動産についての情報が全くなければ、投資家の理解、信頼が得られず、販売活動ができないことから、個々の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開示・提供されている現状にある。

#### <私募型商品>

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。例えば、年金基金は、役職員が1～2名のものが全体の約9割を占めるなど、プロ投資家として一括りに扱うことは適当ではないと考えられる。

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提供を積極的に行い、リスクを自ら明らかにしていくことが必要と指摘されている。その際、リスクを適切に把握するため、リスクを定量化する取組が前提として必要であると考えられる。

ただし、私募ファンドの投資家には、例えば年金基金・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提供の内容についても、Jリークの開示内容が基本となってきたとの指摘があり、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リート市場だけでなく、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。

## ロ) 講ずべき方策

### イ) 一般投資家に対する普及啓発活動の実施

個々の不動産について鑑定評価額等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であり、投資家保護の観点から、二層構造ファンドの公募型投資商品についても、こうした情報が投資家に開示されるよう法的に担保する仕組みについて、今後検討すべきである。

一方で、このような投資商品については、法的手当を待つまでもなく、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を投資家自身も十分に認識する必要がある。

このため、まずは運用会社等が、このような二層構造ファンドの不動産投資商品の商品性について、一般投資家の認識を向上させるための普及啓発活動に取り組むよう促すことが必要である。

### ii) Jリート以外の不動産投資商品に関する情報提供ガイドライン等の策定

不動産投資市場の裾野の拡大のためには、事業者の創意工夫により投資家ニーズに応じた多様な不動産投資商品が提供されることは、何ら否定されるべきものではない。しかしながら、市場の健全な発展のためには、こうした様々な商品についても情報提供の一層の充実を図ることが必要である。このため、投資家サイドを代表する市場関係者の協力のもと、メルクマールとなる情報提供のガイドラインを策定することが必要であり、行政においてそうした取組み



を促進すべきである。

このようなガイドラインについては、公募型商品の場合には、個人投資家が開示内容をチェックする際のメルクマールとして機能することとなる。

私募型商品については、匿名性を重視して利用されている面があり、運用者、投資家ともに、広く一般に情報が開示されることは望まれていない場合が一般的と考えられる。しかしながら、このような場合においても、このガイドラインは、投資家への情報提供の一定のメルクマールとして活用されることが期待されるものである。

また、現在、不動産特定共同事業商品については、業界団体において、「金融商品販売法に基づく説明義務及び勧誘方針策定義務に関するガイドライン」を自主ルールとして策定しているところであるが、公募型不動産投資商品についても、一般投資家の知識、経験、財産の状況及び投資目的に照らして適切な販売活動を行うためのガイドラインを策定すべきである。

## ② 利害関係人取引における情報提供のあり方

### 1) 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きたおり、例えば、開発型ファンド、バリュアード型ファンド、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は大変厳しいものとな

っている。したがって、運用会社においては、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ところである。

なお、少人数のプロ投資家を対象として組成される私募ファンドにおいては、現在、このような利益相反によるモラルハザードを回避する取組として、事業者自らもエクイティを取得して、仮に投資家が損をする場合には自らも損をする仕組みを作り、投資家の信頼を得るといふ工夫が市場の中で行われている（いわゆるセイムポート出資）。このような取組については、金融商品取引法の下でも、利益相反によるモラルハザードを回避する当事者間の工夫の一つとして有効な方策と考えられる。

また、Jリートのように多数の一般投資家も対象とする公募型のファンドについては、物件の取得等におけるスポンサー企業との連携が市場で高く評価される傾向にあるが、そうした中であっても、多くの投資家に対する受託者責任を果たすために、スポンサー企業から運用会社の運用の独立性を高めることが、利益相反による弊害を回避するために有効である。そのための取組の一つとして、運用会社の運用報酬体系を運用成果に連動させる仕組みとし、投資家利益を最優先にするインセンティブを運用会社に与える取組が、従来から行われており、今後も有効な方策と考えられる。

なお、利害関係人取引において、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、鑑定評価額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ところである。セカンドオピニオンについては、第三者が価格評価の手法を単にチェックしただけでは、価格そのものの妥当性についてのオピニオンにはならず、価格評価の追認にしかならないため、独立した鑑定評価を別途取得すべきとの指摘がある。他方では、改めて鑑定価格を取得しても、当該価格はあくまでも第三者のオピニオンに過ぎず、最終的な取得価格は運用者が判断することとなることから、手間と時間ばかりがかかりどれだけの意味があるのかという指摘もある。昨今のセカンドオピニオンの中には、価格の妥当性について意見を述べるにあたり、結論

のみを示すのではなく、評価過程を項目に分けて意見要約を明らかにし、セカンドオピニオンを、よりわかりやすく説得力あるものとする工夫がなされている事例も見受けられるところであり、このような取組を促進していくことは必要と考えられる。

さらに、鑑定価格の妥当性を検証可能とするために、昨今、キャップレートの推移等の鑑定評価の前提条件を開示する取組が一部で行われており、このような取組を促進していくことも必要である

また、Jリートにおいては、昨年9月の東証の上場基準の改正により、利害関係人との取引の公正さや価格の妥当性を担保するために、利害関係人との不動産の売買に関する履歴を開示する取組が始まっているが、このような取組についても促進していくことが求められる。

一方、このような取組においても、利害関係人の範囲が資本関係を中心に規定されていることから、人的関係による実質的な利害関係人取引がカバーされていない部分があるとの指摘もある。

なお、Jリートによっては、自主ルールとして、利害関係者の範囲を、投資信託法等の法令に定める者に加えてより広く規定し、利害関係人との取引に関する体制整備や情報開示を行っているところがあることに留意すべきである。

## 2) 講ずべき方策

### ○ 利害関係人との取引に関するガイドラインの策定

利害関係人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、アカウントビリティをどう果たすかという観点から対応すべきである。

このため、運用会社や業界団体における、利害関係人との取引に関するガイドラインの策定を促すべきである。

特に、取引価格の妥当性の説明責任を果たす方法の一つとして、鑑定評価額について、投資家に対しわかりやすい形で示すセカンド

オピニオンの取得の推奨を位置付けるべきである。

また、過去の取引価格も含む売買履歴の情報提供も位置付けるべきであり、その際、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ーアップを行ったかをわかりやすく示すべきである。

なお、利害関係人の範囲に関し、人的関係のような実質的な支配力の有無については、客観的な基準の設定は難しく、個別具体の關係に即して判断せざるを得ないが、例えば、役員の出向等人的關係のつながりが明らかな場合には、利害関係人の範囲に含めるべきである。

### ③ 不動産投資インデックスの整備のあり方

#### 1) 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いた不動産市場の高度な分析・研究が望まれるとともに、実際の投資案件の実績値に基づいた市場の平均収益率を表す不動産投資インデックスの確立が必要との指摘がある。

現在、Jリートにおいては、開示規制や上場基準に基づき、個別不動産の収支情報や鑑定評価額に関する情報を広く一般に公表していることから、これらの実績値に基づく不動産投資インデックスが算出・公表されている（不動産証券化協会による「ARES J-REIT Property Index」、IPD(Investment Property Databank)社による「IPDジャパン不動産投資インデックス」。その他、算出データに公示地価を用いたり建築費を想定するなど様々な工夫をしている民間の不動産インデックスが存在する。）。

しかしながら、Jリート市場以外は、これらの実績値が公表される

ケースはまれであり、不動産投資市場全体をカバーする不動産投資インデックスの算出には至っていない。

今後、不動産投資市場全体をカバーする不動産投資インデックスの実現に向けては、インデックスの整備の必要性についての関係各方面の理解を深め、その作成に対する協力が必要である。

「不動産投資インデックスの普及促進に関する調査業務報告書」(国土交通省土地・水資源局)における企業年金、生保・損保、金融機関、証券会社、不動産業者等に対するアンケート調査によれば、個々の実績値の提供については、2割強の機関投資家等は、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、また、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も考えられる。

## 2) 講ずべき方策

### ○ 不動産投資インデックスの整備

不動産投資インデックスの作成・公表に関する民間の取組が、Jリート市場以外の投資物件も対象として広がるようにするためには、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。

この検討にはなお時間を要するものと考えられるが、現在、一部の大学等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おり、その中で、インデックスに関する検討も進められている。

こういった状況を踏まえれば、大学などの公的・中立的な研究機関を核としたインデックス整備に関する先行的な取組みに、行政や業界団体が協力をしていくことは、インデックス整備に関する民間の取組みを促進する上で大きな役割を果たすものと考えられる。

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。

### (3) 不動産投資市場の健全な発展に必要な不可欠なサービスのあり方

#### ① プロパティマネジメント業務

##### 1) 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が必要不可欠である。

このような不動産の管理業務は、当該不動産を安全かつ適切に維持・管理するハード面の業務に加え、テナント・利用者の安全と安心を確保し、同時に所有者・AM業者との様々な調整業務を行うソフト面の業務まで多岐にわたっている。

この結果、PM業者には、様々な特性を持った業務形態が存在しているが、それ故に、所有者・AM業者との役割分担が不明確になったり、不動産管理の基本的な部分が蔑ろとなり、管理レベルの水準が低下する懸念がある。

一方で、このような懸念に対応すべく、不動産業者やビル事業者の民間団体においては、会員事業者向けに管理委託のモデル契約を策定し、委託契約における管理業務の範囲・責任分担の明確化を図るとともに、管理水準の維持・向上を図るための資格制度や研修制度を設けている。

一方、特に不動産投資市場においては、投資家やAM会社が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ず、結果として当該不動産の資産価値の劣化を早める懸念が指摘されている。

なお、不動産投資市場の拡大に伴い、投資対象資産についても、商

業施設、倉庫、ホテル、老人ホーム、病院等にまで拡大してきており、今後もその種類の拡大が予想されるところである。これらの施設の管理については、オフィスビルや賃貸住宅などの従来のPM業務の範疇を超えた、施設の専門家のオペレート能力が重要となっている。

## 2) 講ずべき方策

### ○ PM業者の市場評価のための事業者情報の開示の推進

不動産に大きな利害関係を有する者としては、一方に投資家を含む所有者、他方に建物のテナントがあり、PM業の本質は、この両者に対して、誠実にその業務を行うことにある。

したがって、直接的に不動産の価値の向上を担うPM業者については、不動産管理の委託者であるAM業者から指示を受けて業務を行うだけでなく、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る。

このため、PMに関連する民間資格団体を中心に、会員企業に対する職業倫理も含めた能力水準の維持向上のために、研修制度等の一層の充実を図るとともに、会員企業の業務実績、資格者名簿、研修履歴、法令違反等のネガティブ情報の開示を進めるべきである。

なお、PM業務の高度化、専門化、複雑化に対応した事業者の育成方策については、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。

## ② エンジニアリングレポート作成業務

### 1) 現状と課題

ER(Engineering Report)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。

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。

このため、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ある。

なお、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。

## 2) 講ずべき方策

### イ) ER についての統一的な理解を図るための情報交換の場の設定

ER についての統一的な理解を促進するために、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」(2007 年改訂版) の活用、周知を、ER 業界と AM 業界が協力して取り組むことが必要であり、このため、AM 業界と ER 作成者との定期的な情報交換の場を設定すべきである。

### ロ) 情報開示における ER 関係事項の充実

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である。

なお、J リートにおいては、ER 作成者名は既に開示されており、ER の内容から適切に情報を開示することは、ER 業者に対する適正な評価、質の向上に資していくものである。



### ③ 投資助言業務

#### 1) 現状と課題

これまで、我が国では長らく各分野を通じて「安全はタダ」という考えが主流であった。しかしながら、社会経済情勢の変化の中で、例えば、防犯に関しても、警察力など社会システムで安全を確保する部分は基礎に置きつつ、各個人が自ら手間とコストをかけて、より高い安全を確保する、との意識が次第に浸透しつつある。

このような傾向は、取引の安全性の確保の場面においても同様であり、投資家保護の一定の基準は法令等で担保されるべきであるが、投資家がリスクを伴う投資を行うに際しては、リスクをヘッジするために、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ニーズに対応する選択肢を用意する必要性が今後一層高まることが考えられ、不動産投資助言業者にとってのビジネスチャンスの拡大が想定される。

このような不動産投資助言業者については、現在、その一定の能力水準を担保するために、国土交通大臣の告示に基づき、一般不動産投資顧問業者として任意に登録できる不動産投資顧問業登録規程が存在する。

ただし、登録されている一般不動産投資顧問業者の現状をみると、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、投資家がこのようなサービスを求めているとしても、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、また、そういったサービスをどれくらいの対価で利用できる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。

## 2) 講ずべき方策

### ○ 不動産投資助言業者の業務の多様化と事業情報開示の充実

不動産投資助言業者については、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に取り組むべきかという視点で今後の業務のあり方を考えた場合、例えば、金融商品全般の投資顧問やローンアドバイザー、ファイナンシャルプランナーのような業務との融合により、複合的、総合的なサービスを提供し、金融市場と不動産市場を繋ぐ役割を果たすことが必要である。

このため、不動産投資助言業に関連する民間資格付与団体を中心に、不動産の専門性を担保する資格を付与するだけでなく、職業倫理を含めた能力の維持、向上を図るための継続教育の充実や、金融商品に関する知識習得の研修の実施などの取り組みを進めるべきである。その際、不動産投資の商品設計やリスクリターン特性等について、一般投資家にわかりやすく理解させる「説明能力」が非常に重要であることに留意すべきである。

また、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べきである。

さらに、不動産投資助言業については、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、どのような資格が存在し、またその資格保有者はどのような業務実績を有するのか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を行うべきである。

## IV 施策の展開に向けて

### (1) 行政の担うべき役割

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は、他の金融商品の取引市場と比較してまだ発展途上段階にある日本の不動産投資市場の安定的な発展に不可欠である。

この場合、全体として、市場の自己規律に委ねるという考えを基本としたルールの整備を図るという方向性を持つべきである。

今回の答申における課題解決の方策については、市場の規律を重視し、できるだけ市場関係者自らにより、柔軟性と安定性を兼ね備えた自主ルールあるいはガイドラインの策定等に委ねるといった部分が多い。

しかしながら、このような場合であっても、不動産投資市場における行政の役割が放棄されるものではない。すなわち、

①不動産投資市場は、歴史が浅く、様々なプレイヤー間での役割分担が確立されていないため、業横断的な取組を行う場合に、このような取組を促す、あるいは加速させる呼び水の役割

②また、単一の業界内で問題意識が共有しやすい保険、銀行に比べ、様々な業界のプレイヤーによって成立している不動産投資市場において、市場における課題を抽出し、問題意識の共有化に果たす交通整理的な役割

が重要であり、こうした点で行政が担うべき役割は大きいと考えられる。

### (2) 市場の自己規律を重視する施策の展開

投資家の信頼を得るためには、様々な関係者の参画のもと、円滑な意思疎通、ニーズの把握、相互理解、調整、ルールの策定等を行うなど、横断的に課題を検討できる場が必要であり、また、そのような場は課題解決に効果的である。そのため、関係者及び行政が協力して「投

資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」（仮称）を設置し、早急に検討に着手すべきである。

具体的に、このフォーラムにおいて取り組むべきものとしては、例えば、

- ①年金基金及びそのゲートキーパーである信託会社、投資運用業者の参画のもと投資運用業者の不動産投資一任業務に関する自主ルールの策定
- ②証券アナリスト、証券取引所、会計士、弁護士、不動産鑑定士、投資運用業者の参画のもと利害関係人との取引に関するガイドラインの策定
- ③年金基金、生損保、金融機関、不動産会社、不動産鑑定士、会計士、投資運用業者、大学等の研究機関の参画のもと不動産投資インデックスの整備方策

等が考えられるところである。

特に、全体として不動産投資市場が好調な現下においては、課題が表面化しにくいだが、このような状況下でこそ、先んじて市場関係者の間で課題についての共通認識を持ち、市場関係者自らによって情報開示などのルール化とその促進を図るべきである。

## V 市場のさらなる成長のために取り組むべき課題

### (1) 国際化を見据えた施策の展開

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た。バブル崩壊後の我が国経済が長い停滞を抜け出し、5年間の長きにわたり景気回復を持続してきた中で、これら大都市圏における不動産投資が果たしてきた役割は大きい。今後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を確保するためには、不動産投資市場の更なる健全な発展が望まれる。

さらに、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。

この観点からは、今後の課題として、かねてから問題提起されているＪリートの海外投資の実現に向けた具体的検討に早急に着手するべきである。その際には、鑑定評価実務上のボトルネックを解消するための方策のほか、投資家保護のあり方（例　Ｊリートの投資方針における海外投資の位置づけ方、為替リスクやカントリーリスクについて適切に投資家に情報開示・説明する方策、当該国の法制度（例　建築規制）や税制等について適切に投資家に情報開示・説明する方策、個々の物件に関する情報開示の方策等）等について十分な検討を行うことが求められる。

## (2) 地域活性化に資する施策の展開

全体として日本の不動産投資市場が好調な中において、今後、このような不動産投資市場の発展が地方においても展開されることが望まれる。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。

こうした現状を踏まえ、国土交通省においては、今年度、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り、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。

また、このような地方における不動産証券化のノウハウの蓄積を、医療・福祉施設の証券化など地方における新たなビジネスの振興に活かすなど、証券化を活用した様々な地域活性化について、今後さらに検討していくことが必要である。

### (3) 新たな信託制度を活用した施策の展開

昨年臨時国会で成立した信託法・信託業法改正法により、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。このような信託制度を活用することにより、資産保有のための合同会社等のビークルを用いなくとも、倒産隔離の可能な不動産投資スキームを構築することも可能となると考えられるなど、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。

今後は、これらの新しい信託制度を不動産投資ビジネスで活用する方策について具体的に検討していくことが必要である。

### 3 おわりに

本答申は、平成 17 年 10 月 24 日に国土交通大臣の諮問を受け、成長を続ける不動産投資市場の健全な発展を図るための環境整備について、約 1 年半、計 14 回の不動産部会における審議を重ね、とりまとめたものである。

この間にも、日本の不動産投資市場をめぐる環境は劇的に変化し続けている。不動産投資市場が大きく成長しつつある一方で、一部で不適切な事案も生じつつある。また、最近の不動産投資市場におけるクロスボーダー取引の活発化は、市場の環境整備について常に国際的な視点から取り組むことを要請している。

良質な不動産ストックの形成により、都市・地域経営の基盤を形成し、日本経済の持続的成長と国際競争力の強化を図るためには、不動産投資市場の健全な発展が不可欠である。そのためには、国内の投資家のみならず、国外の投資家からも信頼される市場を構築する必要があることは言うまでもない。

市場関係者は常にグローバルな視点をもって、内外の投資家のニーズに真摯に応え、高い職業倫理・規範を持つことが重要である。また、このような市場の急速なグローバル化を踏まえ、行政も常に内外の市場動向を注視し、迅速・柔軟に新たな課題に対応していくことが求められる。

日本の不動産投資市場が国際的に評価される市場となるために、関係者が一丸となって、この成長市場における様々な課題を克服していくことを本審議会としては期待したい。