

# 投資家が安心して参加できる不動産市場について

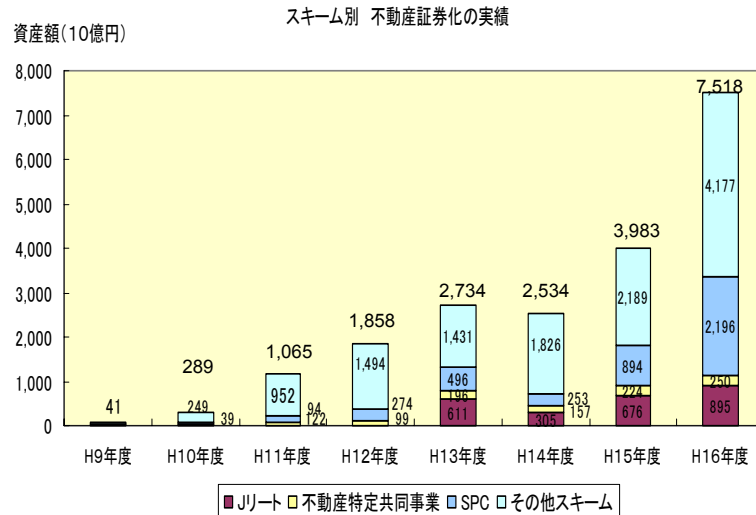
第1回社会資本整備審議会産業分科会不動産部会

平成17年10月24日

国土交通省総合政策局不動産課

# 1. 不動産市場を巡る状況

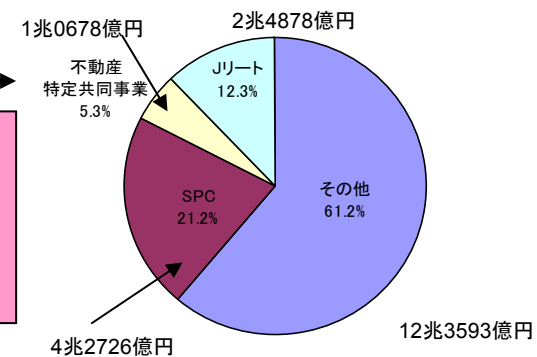
## (1) 市場の急速な拡大



出典:「不動産の証券化実態調査」(国土交通省)

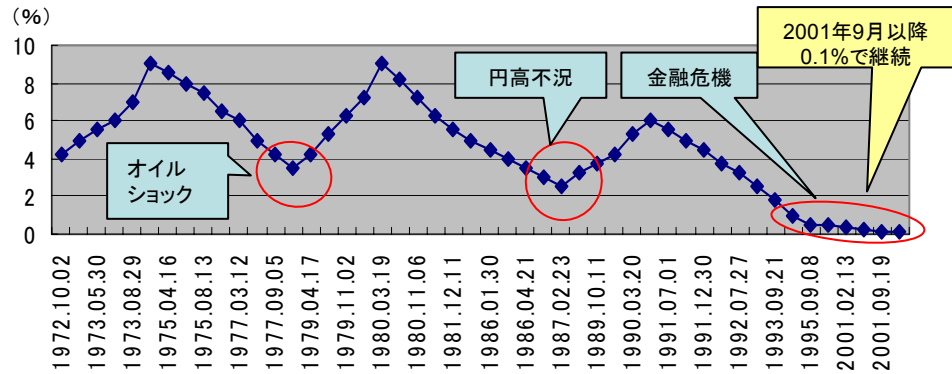
**H15→H16  
約1.9倍、  
約3兆5,300億円の伸び**

**累計20兆1900億円**



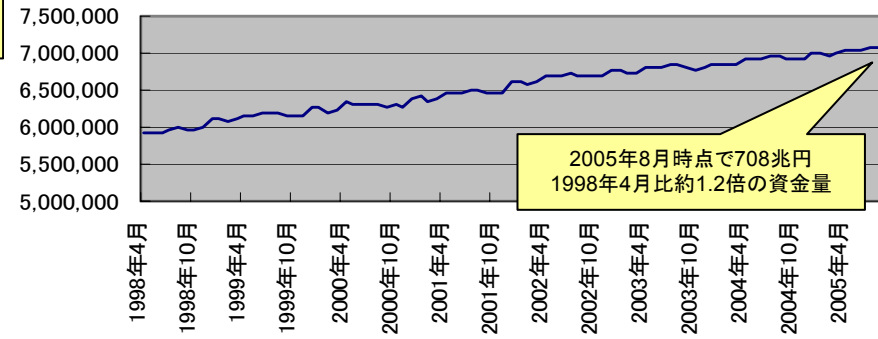
**不動産投資市場は、平成13年度以降拡大を続けた。  
この背景としてどのような要因があったのか。**

(参考1) 公定歩合の推移(単位: %)



(出典: 日本銀行ホームページ)

(参考2) マネーサプライの推移(単位: 億円)

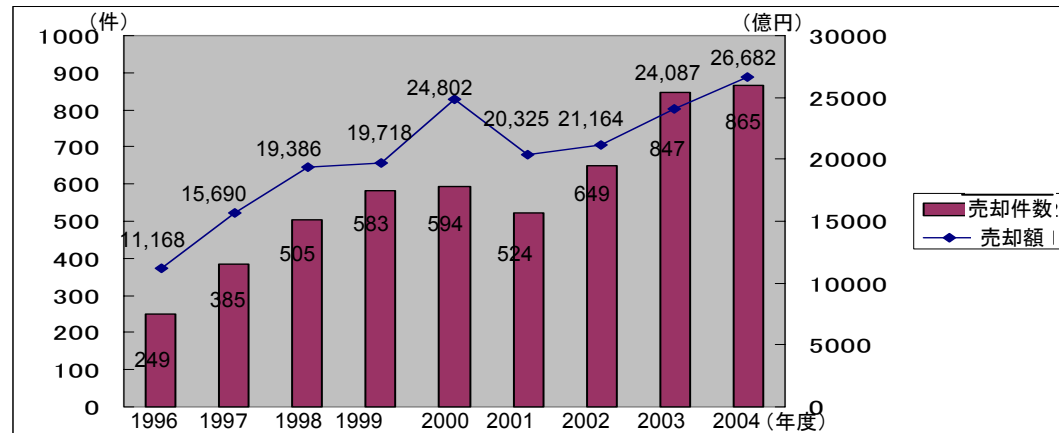


(出典: 日本銀行ホームページ)

# 1. 不動産市場を巡る状況

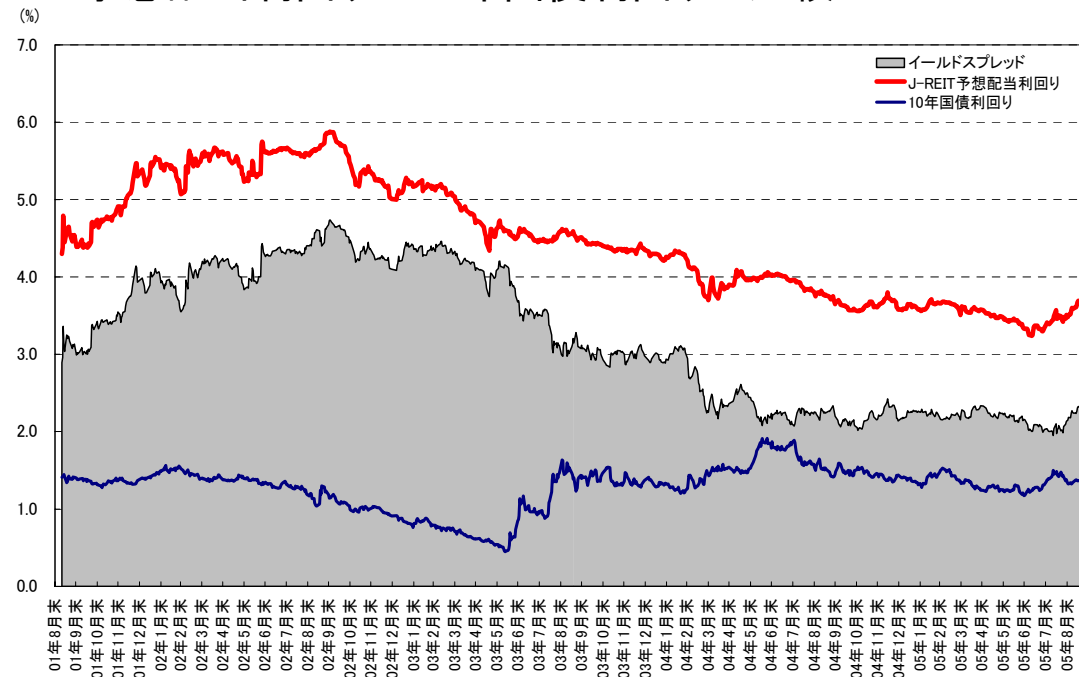
## (1) 市場の急速な拡大

(参考3) 上場企業の不動産売却額



(みずほ信託銀行調べ)

(参考4) J-REIT予想配当利回りと10年国債利回りの比較



イールドスプレッドは約2%

(住信基礎研究所調べ)

# 1. 不動産市場を巡る状況

## (2) 制度インフラの整備

- ・平成12年11月  
投資信託法の改正
  - ・運用資産を有価証券から不動産等に拡大し、  
不動産投資信託・投資法人の組成が可能となる
- 旧SPC法の改正
  - ・最低資本金の引下げ(300万円→10万円)、登録制から届出制への移行、借入金の解禁等
- ・平成13年3月 東京証券取引所がJリート市場を開設  
(同年9月に2法人が上場)
- ・平成15年12月 大阪証券取引所がJリート市場を開設  
(現在1法人の上場)
- ・平成16年8月 福岡証券取引所がJリート市場を開設  
(現在1法人の上場)
- ・平成16年12月 ジャスダックがJリート市場を開設

- ・平成14年12月  
全銀協通達により、Jリートに係る損益について業務純益に計上可能

- ・平成15年1月 上場Jリートの譲渡税が10%に(株式並み)
- ・平成15年4月 上場Jリートの配当課税が10%に(株式並み)

- ・平成15年7月  
投信協会ルール変更によりリートのファンドオブファンズが解禁

<投資家から見た  
改善ポイント>

上場市場の整備による  
流動性の高い不動産投資  
商品の登場

地銀マネーの流入促進

投資家の課税負担の軽減

ファンドオブファンズによる  
少額投資・分散投資が可能

# 1. 不動産市場を巡る状況

## (3) 市場の実態と制度のアンバランス

### ① 私募市場の隆盛による一般投資家への影響

「苦情相談室」からのお知らせ（不動産証券化協会のHPより）

リート(REIT)類似商品に関するご注意

投資信託法に定める「不動産投資信託」(略称:REIT、リート)ではないにもかかわらず、商品名に「REIT」や「リート」という言葉を付けた金融商品が販売されています。また、そのような商品のなかに、匿名組合出資として個人から資金を集め、配当ができず、かつ出資金についても約束期日に返却が困難になった商品があり、一部の個人投資家が被害を受けているとの相談情報がありましたので、お知らせします。

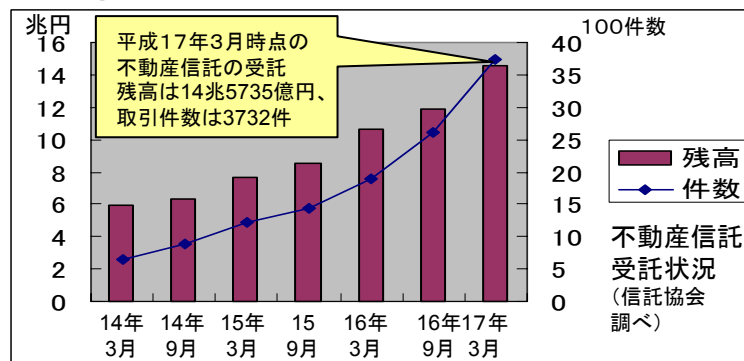
東京証券取引所に上場されている「不動産投資信託」(略称:REIT、リート)が、配当も値動きも安定している金融商品として、個人投資家から注目を集めています。また、新聞やマネー雑誌でも、人気のある金融商品として紹介される例が増えています。

このような中で、最近、REIT(リート)という不動産投資信託の略称を付し、投資家が誤認しかねないような金融商品が出てきました。

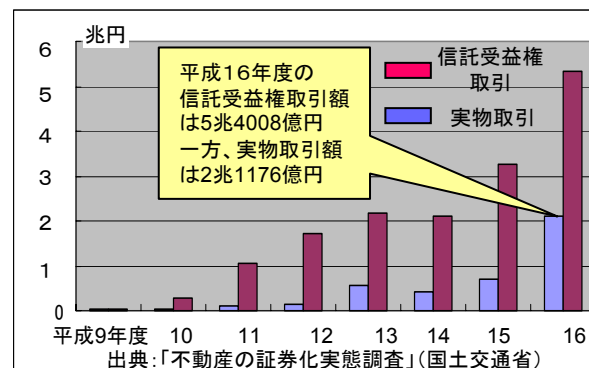
不動産投資信託に代表される不動産証券化商品は新しい金融商品でもあり、仕組みや法制度は未だ一般の投資家の皆様に十分理解を得られているとは言えません。当協会では「会員の自主行動基準」を定め、会員が組成・販売する商品については法令の遵守はもとより、一般投資家の方々が合理的な選択と判断ができるよう、常に正確で適切な情報提供に努めております。

また、当協会では「苦情相談室」(Tel.03-3505-8005)を設置し、不動産証券化商品に関して、さまざまなご相談を受け付けています。何かわからないことや、おやっと思いがございましたら、お気軽にご相談下さい。

### ② 信託受益権による取引の拡大



実物取引・信託受益権(目的財産が不動産取引である場合)取引の資産額推移



(不動産取引と信託受益権取引(目的財産が不動産である場合)のルール比較)

|              | 不動産取引 | 信託受益権取引 |
|--------------|-------|---------|
| 宅建主任者の設置     | 有     | 無       |
| 主任者による対面説明義務 | 有     | 無       |
| 媒介契約書の作成義務   | 有     | 無       |

## 1. 不動産市場を巡る状況

### (4) 市場の見通し

#### ① 不動産市場の二極化・個別化(新聞・雑誌等より抜粋)

「今年7月1日時点の都道府県地価調査によると、東京都区部は15年ぶりに上昇に転じ、周辺にも上昇地点が広がっている。 ……

ただ、バブル時と違って、地価が一斉に上昇する兆しはない。利便性に劣れば、東京都心部でも下落しているし、都心回帰のあおりで遠距離通勤圏ではなお大幅な下落が続く地点もある。大都市圏と地方圏に分ければ、地方圏は一部を除けば下げ止まりにはなお遠い。二極化・個別化と言われる現象に変わりはない。」

(2005年9月21日 日本経済新聞 朝刊 第1面より)

「個々の不動産価格がどれだけの収益を生み出すか、すなわち「収益価格」によって決まる傾向が強まっていることがあり、地価が不動産ごとに異なる「地価の個別化」が進んでいる。」

(2005年8月版みずほリサーチより)

# 1. 不動産市場を巡る状況

## (4) 市場の見通し

### ② 不動産市場の一部に過熱感の指摘

「都区部の不動産取引で、公示価格よりもはるかに高い値段で取引が成約した事例が増えてきており、「ミニバブル」になっているのではないかと警戒感も強まっている。」

(2005年8月版みずほリサーチより)

「銀座や青山など一等地に投資が集中し、局地的な「ミニバブル」を生みやすい状況だ。」

(2005年9月21日 朝日新聞 朝刊 第11面より)

「銀座など商業施設中心のエリアでは、取引価格が収益価格を上回っている例が多く見られる。最近では、不動産投資信託(REIT)などの採算性を重視する不動産ファンドも、銀座エリアについては将来の有望性を考慮して、取引価格を決める例が増えている。この点は、「ミニバブル」の状況が発生していると解釈することもできる。

(2005年7月19日版エコノミスト みずほ証券石澤卓志チーフ不動産アナリスト記事より)

「不動産投資信託(REIT)などのファンドは低金利を背景に、不動産を高値でも購入しやすい状況が続いている。数年前まではREITの配当利回りは5%台が普通だったが、現在は3%台まで低下してきている。ファンドが物件を購入するときの表面利回りも、4%台まで下がってきているようだ。」

(2005年7月19日版エコノミスト 丘 陽夫 住宅アドバイザー記事より)

「利回り低下で金融商品としての魅力が相対的に低くなれば、投資家が資金を引く可能性がある」

(2005年9月21日 朝日新聞 朝刊 第11面より)



## 1. 不動産市場を巡る状況

### (4) 市場の見通し

#### ③ 景気回復による金利上昇

「10月13日の東京市場で、長期金利の代表指標である新発10年物国債利回りが一時、前日比0.04%高い1.57%に上昇し、今年最高となった。

日銀が来春にも量的金融緩和策の解除に踏み切るとの観測から、5年物などの中短期を中心に進んできた金利上昇が長期金利にも波及したとみられる。」

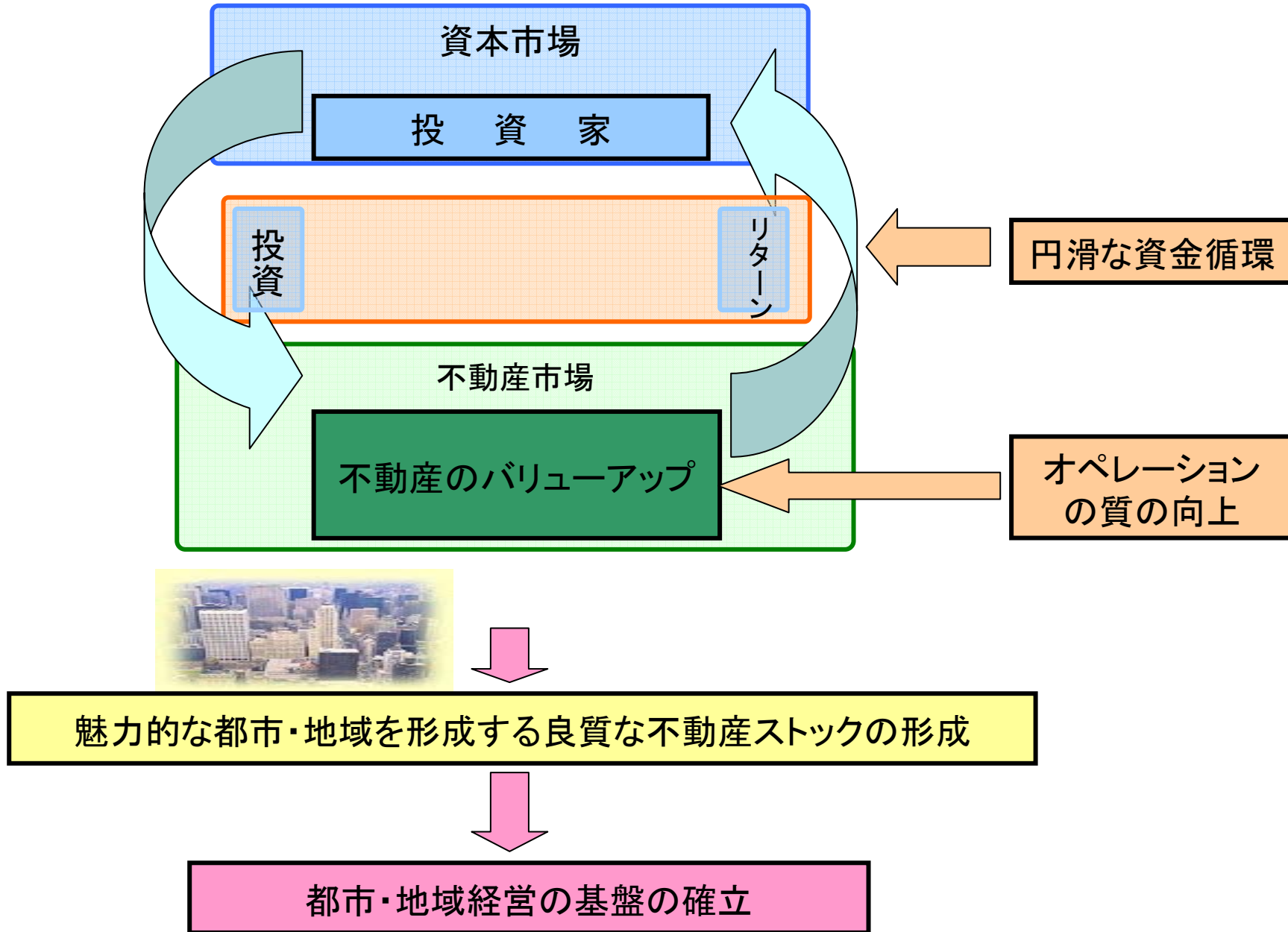
(2005年10月13日 日本経済新聞 より)

今後のJリート価格(投資口の価格)については、多様化する投資家の行動や金利動向によって左右される。金利上昇局面にあつては、賃貸収入の増加を受けて上昇する可能性がある一方、負債コストの上昇によって収益が圧迫されて下落する可能性がある。賃料収入増加が利払い増加よりも遅れるケースや、投資家が他の資産への選好を強めるケースがあり、金利上昇時には短期的にJリート価格は下落する可能性の方が高い。今後の投資家動向や金利動向を注視する必要がある。

(2005年6月 日銀レポート「J—REIT市場の拡大と価格形成」要約)



## 2. 不動産投資の政策的意義



# 3.リスクとリターンから見た不動産投資及び不動産市場の姿

## (1)不動産の特性

### <特性1>(物件の特性)

不動産には隠れたリスクが存在する可能性があり、投資対象としてふさわしいかどうか一見して分かりにくい。



(リスクの例)

- 権利関係要因  
(テナント等契約関係・所有権・抵当権等)
- 構造要因  
(耐震性等)
- 環境要因  
(アスベスト、土壌汚染、PCB等)
- 適法性要因  
(容積率・建蔽率・接道義務等) etc

### <特性2>(管理上の特性)

不動産の価値の源泉は、日々の管理(day-to-day operation)の質にあるため、継続的な管理が必要である。



- 適切な管理がなされなければ、資産価値は日々劣化(“生モノ”)

### 3.リスクとリターンから見た不動産投資及び不動産市場の姿

## (2)不動産市場のあり方

### <論点1>

不動産の特性を踏まえ、

- ・投資家が投資判断する際の情報開示や説明のあり方
- ・投資不動産の運営管理のあり方

の両面から不動産市場のあり方を検討すべきではないか。

### <論点2>

- ・投資家保護の観点からは、投資対象が実物不動産か信託受益権であるかによって、制度に差異を設けるべきではなく、統一的な市場ルールを議論すべきではないか。

※信託受益権の内容は、受益権化された信託財産(実物不動産)を管理・運営する結果として生じる運用収益にほかならない。

## 4. 投資家保護のあり方についての論点

### (1) 不動産投資固有のリスクの所在

<論点3>

不動産投資の固有リスクとしては以下のようなもの(不動産取引ルールとの多くの共通点あり)が考えられるがどうか。

(1) 投資判断時

① 不動産の物的性状・権利関係についてのリスク(主なもの)

| リスク項目   | リスク顕在化の場合の問題点  |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・隣地境界</li> <li>・埋蔵物</li> <li>・耐震性</li> <li>・アスベスト</li> <li>・土壌汚染</li> <li>・遵法性</li> <li>・権利関係</li> </ul> | 紛争による訴訟、土地形状の変更、資産の滅失・毀損<br>埋蔵物の除去<br>地盤強化対策等<br>テナントへの健康被害・テナント退去<br>〃<br>改築不可・是正措置<br>紛争による訴訟、資産の滅失・毀損 |
| <開発型><br>行政庁の許認可  | 都市計画上の開発許可、建築基準法上の建築確認等が取得できない場合の事業の中断・取り止め  |

② 期待収益の見込みについてのリスク(主なもの)

| リスク項目  | リスク顕在化の場合の問題点                       |
|--|-------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・テナントの信用力</li> <li>・レントロール(賃貸内容・条件)</li> <li>・稼働率</li> <li>・賃料支払状況及び収入見込み</li> <li>・修繕費用積立状況</li> </ul> | 賃料収入の減少<br>賃料収入の増加機会の喪失<br>修繕費支出の増大 |
| <開発型><br>テナントリーシングの見込み   | 期待利回りの未達成、投資損失の拡大                   |

(2) 管理運営時

| リスク項目  | リスク顕在化の場合の問題点   |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・建物管理状況</li> <li>・管理会社の活用・経営状況</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・建物の劣化・修繕費の増大</li> <li>・テナントの退出</li> <li>建物管理・テナントサービスの質の低下</li> </ul> |

## 4. 投資家保護のあり方についての論点

### (1) 不動産投資固有のリスクの所在

#### (参考) 宅地建物取引業法及び不動産特定共同事業法の重要事項説明項目のうち、不動産固有の性格に関連する項目一覧

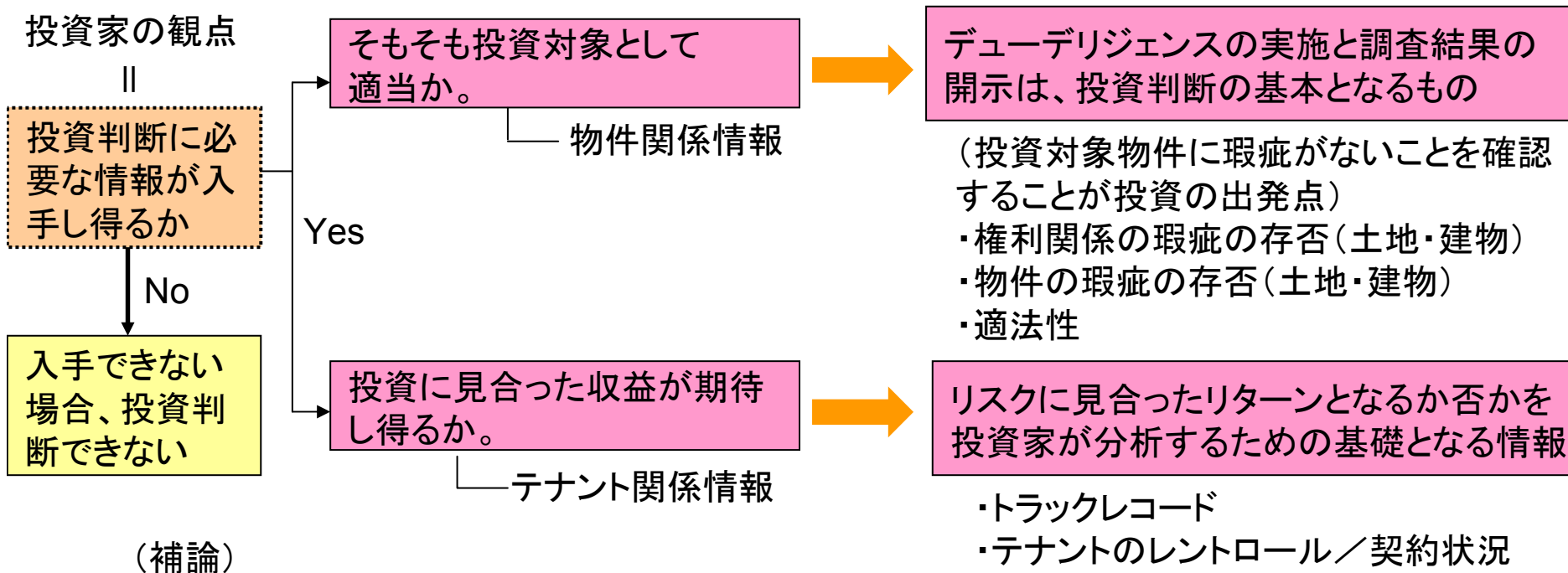
| 宅地建物取引業法   | 不動産特定共同事業法   |
|--|--|
| 私道に関する負担に関する事項   | 対象不動産に係る不動産取引の内容に関する事項(対象不動産の特定)   |
| 飲用水、電気及びガスの供給並びに排水のための施設の整備状況  |  |
| 工事の完了前である場合には、完了時における形状等   |  |
| 当該建物が建物の区分所有等に関する法律に規定する区分所有権の目的であるときは、敷地に関する権利の種類・内容、共用部分に関する規約の定め等 | 対象不動産に係る不動産取引の内容に関する事項(取引態様の別、取引開始・終了日)  |
| 当該宅地又は建物の上に存する登記された権利の種類・内容及び所有者の氏名                                  |  |
| 法令に基づく制限に関する事項   | 対象不動産に係る法令に基づく制限に関する事項   |
| /  | 対象不動産の価格及び当該価格の算定方法(不動産鑑定士による鑑定評価の有無)  |
|  | 対象不動産に関してテナントがいる場合に、テナントの総数、全賃料収入、主要な対象不動産の物件、主要なテナント対象不動産に係る賃料の支払状況、最近5年間の全賃料収入等(やむを得ない事情により開示できない場合にあつてはその旨) |

## 4. 投資家保護のあり方についての論点

### (2) リスクを踏まえた情報開示・説明責任のあり方

#### <論点4>

不動産投資リスクを踏まえ、投資判断時には具体的にいかなる情報の開示・説明が必要と考えられるか。



開発型案件の場合、さらにいかなる情報の開示・説明が必要と考えられるか。

- ・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

etc

## 4. 投資家保護のあり方についての論点

### (2) リスクを踏まえた情報開示・説明責任のあり方

#### (参考) 不動産投資におけるデューデリジェンスの項目例

| 調査種類                      | 調査項目   | 具体的内容   |
|---------------------------|--|---|
| I. 不動産状況調査<br>(1) 土地の状況調査 | ①所在地<br>②境界<br>③埋蔵物等<br>④地質地盤                                | 登記簿、公図等による調査<br>境界確定の状況、紛争の有無、越境物の有無とその状況、紛争・越境是正の方法・期間・費用等<br>埋蔵文化財等<br>地盤の高度や質、沿革等  |
| (2) 建物の状況調査               | ①建築・設備・仕様<br>②遵法性<br>③修繕・更新費用<br>④耐震性・PML<br>⑤管理状況<br>⑥再調達価格 | 築年数、構造、規模、貸付床の面積・形状・間取り、設備・仕様、意匠・設計・施工業者等<br>都市計画法、建築基準法、各種条例、消防法等の遵守状況<br>修繕状況調査、短期修繕費用(緊急、及び1年以内の修繕)、長期修繕費用(12年～15年程度の修繕)見積もり<br>新耐震基準への適合性チェック、地震リスク分析とPML値、営業中断期間算出<br>建物管理状況の良否、管理規約の有無・内容、管理会社の質・信用等<br>現在、建て直した場合の建設費用算出 |
| II. 環境調査                  | ①アスベスト等<br>②土壌、地下水汚染等<br>③周辺環境への影響                           | アスベスト・フロン・PCB等の有害物質の含有状況<br>重金属や有機塩素化合物による土壌汚染、地下水汚染の状況。化学工業、金属製品製造業、洗濯業等は注意<br>周辺への日照、電波障害等の影響   |
| III. 法的調査                 | ①権利関係<br>②賃貸借契約関係<br>③占有関係<br>④売買契約等                         | 登記簿等による所有権、抵当権等の調査。共有、区分所有、借地物件等権利関係が複雑な物件はより慎重に調査<br>契約形態、契約内容、賃料、期間等<br>占有状況<br>売買契約等各種契約書のチェック   |
| IV. 経済的調査<br>(1) テナント調査   | ①個別テナント<br>②土壌、地下水汚染等  | 業種、信用情報、賃料支払い状況、賃借目的、稼働率と賃料推移、契約形態、契約内容、承継の有無等<br>業種、テナント数、各テナントの占有割合、分布割合等   |
| (2) 市場調査                  | ①一般的要因<br>②地域要因<br>③市場動向<br>④個別要因(立地特性)                      | 不動産市況に影響を与える経済的状況<br>商圈分析、産業構造分析等<br>周辺の市場賃料、稼働率、競合物件、開発計画、テナントの受給動向<br>街路の状況、交通アクセス、利便施設等の配置、周辺の土地利用状況、日照・眺望・景観、地域の評判・知名度等   |
| (3) 収益調査                  | ①賃料収入<br>②運営支出<br>③その他                                       | 過去の稼働率、賃料推移及び将来の見通し、適正賃料、テナント誘致に関する競争力等<br>賃貸借契約水準、賃貸借契約体系及び更新の可能性<br>修繕計画との比較による修繕費用積み立て状況<br>過去の費用水準、費用関連の契約体系及び更新の可能性、適正費用水準、将来予想される費用負担の可能性<br>将来の物件売却の競争力等   |

(出典:「不動産証券化ハンドブック2005」132頁)



## 4. 投資家保護のあり方についての論点

### (2) リスクを踏まえた情報開示・説明責任のあり方

#### < 論点5 >

上記の情報についての説明責任を担うべき主体は誰がふさわしいと考えられるか。

・開示されるべき情報の内容に応じて、説明責任を担うべき主体を考えるべきではないか。

(参考)取引主任者の業務 — ・不動産についての重要事項説明  
・重要事項を記載した書面への記名押印  
・契約締結時に交付する書面への記名押印

・特に投資対象不動産の開発運営に直接携わっている者がいる場合、この者をどのように取り扱うべきか。投資対象不動産の開発と投資商品の販売を厳密に切り分ける必要があるか。

(参考)業務管理者の業務 — ・契約締結時の勧誘や契約内容の説明に関する必要な助言・指導  
・契約成立前に交付する書面への記名押印  
・契約締結時に交付する書面への記名押印  
・財産管理報告書への記名押印

## 4. 投資家保護のあり方についての論点

### (3) 投資不動産の適正管理の枠組みのあり方

#### <論点6>

投資家の利益の極大化を担う投資不動産の適正管理をどのような手法で担保すべきか。

○投資不動産の運用管理を統括するPM(プロパティマネジメント)会社は、施設管理、営業・仲介管理、工事・営繕管理を通じて不動産のバリューアップに関する責任を直接担う立場。

<留意点>

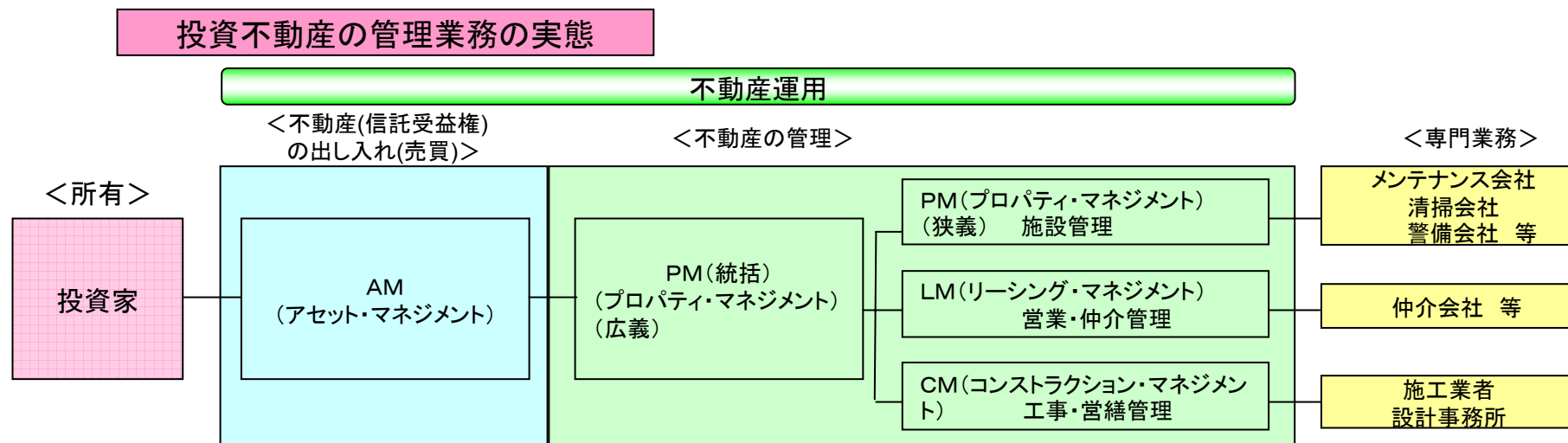
なお、金融商品における「運用」(いわゆるポートフォリオ管理)と不動産投資における「運用」(不動産の売買・賃貸及び適切な管理)とは概念が異なることに留意

○具体的な管理業務自体は、PM(統括)会社の指揮の下で、専門会社が担当する場合が多い。

(例)・エレベーターの補修  
・清掃業務  
・警備、防犯



・メンテナンス会社  
・清掃会社  
・警備会社



## 4. 投資家保護のあり方についての論点

### (3) 投資不動産の適正管理の枠組みのあり方

#### <論点6-1>

このため、PM(統括)会社には、不動産についての高い専門性、判断の適正性が必要とされるのではないか。

(例)管理状況についてのレポート、コンプライアンス体制など

#### <論点6-2>

専門会社が行う日常的な管理業務自体は、PM(統括)会社が担う管理統括業務との関係上、どのような性格の業務と考えるべきか。

また、当業務の実施自体に対する責任分担をどのように考えるべきか。

#### <論点6-3>

投資家(又はその利害を代表するAM会社)に対する不動産の運用管理責任を全うする上で、いかなる措置を講じることが効果的と考えられるか。

(参考) 不動産特定共同事業法上の不動産の運用管理責任の措置事項

- ・財産管理状況の報告書の交付
- ・運用状況の説明

## 4. 投資家保護のあり方についての論点

### (4) 投資家特性に応じた投資家保護の枠組みのあり方

#### <論点7>

不動産投資のプロに対する投資家保護ルールについてどのように考えるべきか。

#### ➡ <投資判断の段階>

このような自由な商品開発は良質な不動産ストックの形成にもつながりうるため、投資家保護ルールについて、プロとアマチュアの間で合理的な差異を設けることを考えるべきではないか。

#### ➡ <運用の段階>

資金提供後に運用状況のモニタリングをどのように担保すべきか。

(参考)

#### 不動産特定共同事業法における不動産投資のプロの定義

銀行、信託会社、保険会社等の金融機関、不動産特定共同事業者、  
資本金5億円以上の株式会社