

これまでの部会の議論を踏まえた今後の不動産投資市場について

1 投資市場としてのルールの共通化と不動産市場特有の条件整備

- (1) 投資市場としての投資家保護ルールの共通化
- (2) 不動産市場の条件整備

2 投資対象不動産についてのデューデリジェンスのあり方

- (1) エンジニアングレポートの信頼性の担保
 - ① レポート作成機関の質の確保
 - ② レポート作成手続の標準化
 - ③ レポート作成機関の責任
- (2) 信託設定のデューデリジェンスの役割

3 情報提供のあり方

- (1) 取引時の情報提供
 - ① 情報提供内容の共通化
 - ② 社会情勢に応じた情報提供内容の充実
 - ③ 信託受益権取引における情報提供
 - ④ YKTK商品の物件概要説明書の取扱い
- (2) 取引後の情報提供
 - ① 各不動産投資商品の情報提供の状況
 - ② 公募型YKTK商品における情報提供の担保
- (3) プロ・アマ区分など投資家属性に応じた情報提供の弾力化

4 アレンジメント・運用業務のあり方

- (1) 投資家に対する説明・運用責任
- (2) 適切な物件管理責任

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
- (2) 一般投資家への普及・啓発活動

6 新たな不動産投資形態への対応

- (1) 新たな制度を活用した不動産投資の展開
- (2) 長期安定的な不動産投資のための投資形態

1 投資市場としてのルールの共通化と不動産市場の条件整備

(1) 投資市場としての投資家保護ルールの共通化

現在、投資家にわかりやすい市場ルールの整備と金融イノベーションの一層の促進のために、投資市場の共通ルールとその弾力化のために、今国会に証券取引法を改組した金融商品取引法案と関連法律の改正案が審議されている。

本法案においては、集団投資スキームのうちこれまで証券取引法の対象とされていなかった、いわゆる事業型のファンドへの出資が投資家保護の対象となるとともに、これまで業としての枠組みが適用されていなかったファンド自らが投資家を募る自己募集行為についても、広く一般投資家を対象に当該行為が行われる場合には、金融商品取引業として業規制の枠組みが適用されることとなっている。

また、適合性の原則や損失補てんの禁止など投資家保護の充実を図るためのルールの共通化も行われ、不動産特定共同事業においても共通化の措置がなされたところである。

さらに、金融イノベーションの一層の促進のために、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・オプトアウト制度(特定投資家制度)により、一定の投資家についてはプロ投資家として取り扱われる措置が講じられている。

今後も、投資家の保護と金融イノベーションの促進のため、市場の実態を踏まえつつ、できるだけルールの共通化を図ることを基本的な方針とすべきである。

(2) 不動産市場の条件整備

不動産投資市場については、今般、金融商品取引法案の策定に併せて、宅地建物取引業法を改正し、不動産を裏付け資産とする金融商品(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)の販売に当たっては、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同法の重要事項説明制度を適用し、実物不動産を取引する場合と同様に不動産についての的確なリスク情報が提供されるよう措置された。

また、対象不動産の建築確認等の前に事業を行うことが禁止されているな

ど不動産関係諸法の規制と密接に関係した固有の投資家保護規定が置かれている不動産特定共同事業法については、存置されたところである。

不動産投資商品については、そのリスク・リターンが個々の不動産の属性や不動産の管理、不動産市況に大きく左右されることから、特に個々の不動産の属性についての情報提供や運用状況、収益予測等の正確性、妥当性が重要なものとなってくる。

特に、不動産については個別性が強く、また、瑕疵の隠れやすい財産であることから、投資商品として投資家の信頼を幅広く獲得するためには、不動産の物的性状や価格評価についての専門的な知識を有する者が、不動産投資市場において責任を持って商品組成に携わることが重要な市場の条件となるところである。

[参考資料]

- ・証券取引法等の一部を改正する法律案[P1]
- ・「証券取引法等の一部を改正する法律案」における不動産特定共同事業法の改正内容[P2]
- ・「証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律案」における宅地建物取引業法の改正内容[P3]

2 投資対象不動産についてのデューデリジェンスのあり方

(1) エンジニアングレポートの信頼性の担保

不動産については、同一物が他に存在しないという個別性(非代替性)に加え、投資リスクとリターンに影響を与える特性として、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。

このような観点から、現在、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が分化独立しつつあり(建物診断、土壌汚染調査等)、これらのサービスの質を確保することによって、不動産固有の瑕疵に対処し得るかどうかに関心が高まっている。

この点を踏まえれば、不動産固有の瑕疵を専門的に調査分析した成果であるエンジニアングレポートの信頼性を確保することが、投資家から信頼さ

れる不動産投資市場の育成のために重要である。

① レポート作成機関の質の確保

エンジニアングレポートは、投資判断の前提となる不動産の瑕疵の存否を確認する上で重要な基礎資料であることから、基本的には投資家のニーズに応じて作成される性格のものである。

したがって、当該レポートの中味の精度については、投資家が当該レポート作成のためにどの程度の時間と費用を費やすことができるか、また、レポート内容について自らチェックできる能力を有するかに依拠するところが大きい。

しかしながら、特に集団投資スキームにおいては、個々の投資家は不動産についての専門的な知識を有していない場合が多いことから、レポートの重要性は認識しつつも、中身の精度やコスト負担の妥当性について主体的に検証できないのが実情である。

加えて、エンジニアングレポートの実施機関や調査手続等については法的な位置付けはない。不動産投資においてエンジニアングレポートが果たしている役割に鑑みれば、その内容の信頼性について、公的な担保を措置する考えもあり得るところであるが、当該エンジニアングレポートの内容等を精査する役割は、不動産についての専門的な知識を有する資産運用会社(アレンジャー)が、投資家からの受託者責任を負う立場にある者として担うべきである。

したがって、エンジニアングレポート作成機関の質の確保は、個々の投資家の代わりに資産運用会社が各レポート作成機関を選別することによる市場評価を通じて行われるべきものであり、そのレポートの精度やコスト負担の妥当性については、第一義的には資産運用会社が投資家に対する説明責任、運用責任を果たす過程で、担保されるべきである。

なお、Jリートについては、目論見書等において実施機関名も含めて情報が提供されているところであり、今後もこのように市場評価を通じてエンジニアングレポート会社の信頼性の向上が図られることが期待される。

また、特に集団投資スキームにおいては、信託会社の受託審査、金融機関の融資審査、証券会社の引受審査、格付け会社の格付審査等スキ

ーム組成に際して行われる様々な審査過程において、資産運用会社が取得したエンジニアングレポートが活用され、その内容のチェックが行われるならば、不動産証券化市場の拡大・進展を通じて、質の高いエンジニアングレポート機関の育成が期待されるところである。

[参考資料]

- ・J リートの開示書類(有価証券届出書等)の具体的記載事例～耐震調査、PCB、アスベストの場合～[P4]

② レポート作成の標準化

エンジニアングレポートの質の担保等については、投資家への受託者責任を背景に不動産の専門的知識を有する資産運用会社が果たすべき役割は非常に大きい。

しかしながら、レポートの作成を委託する資産運用会社等の意向に応じて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に支障を来すばかりでなく、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の審査における活用に支障を来すことが想定される。

したがって、資産運用会社が不動産投資商品の組成に際して活用すべきエンジニアングレポートの作成に当たっては、その作成について業界における標準的なルールを作成することにより、投資家の判断の一助とすることが有効である。

[参考資料]

- ・エンジニアングレポート作成の一般的な作業フロー(イメージ)[P6]

③ レポート作成機関の責任

エンジニアングレポートは、調査を依頼した者の求めに応じて隠れた瑕疵の発見に努めるという調査の性格上、その内容の良否を調査依頼目的や調査範囲を捨象して、客観的に評価することは非常に困難であるが、基本的にその内容について誤りがあり、投資家が損害を被った場合の投

資家に対する責任については、一義的には、有価証券の発行者や資産運用会社が負うべきものである。

実際、このような投資家被害に対する民事救済については、有価証券届出書や目論見書の虚偽記載等に関する損害賠償責任が現行証券取引法上規定されており、発行者の無過失責任や損害額の推定により、民法上の一般不法行為規定の特例として、一定の民事的救済措置がなされているところである。(証取法 § 18、19)

しかしながら、民事的救済には時間と費用が伴うことから、悪意のある者に対する事前抑止効果に乏しい。また、虚偽記載等の損害賠償責任も発行者が負うのであって、エンジニアリングレポート作成機関が直接負うものではない。

これらのレポート作成機関に対しては、一般的には、運用会社等とのエンジニアリングレポート作成委託契約において損害賠償責任が規定されるものの、故意又は重過失の場合を除き免責される規定があり、また、損害賠償額も報酬額を上限とされているところである。

このため、レポート作成機関が受託した調査の内容に応じて責任をもって対応できるような環境づくりのために、例えば医師などの国家資格の職業に見受けられる職業賠償責任保険がレポート作成機関向けに用意されることも、レポート作成機関の市場評価を進める上で、有効である。

なお、不動産特定共同事業においては、事業者自らが保有(又は開発)する実物不動産を投資対象とすることから、エンジニアリングレポートの作成及び内容の情報提供を、制度上、事業者の行うべき事項として担保することも検討する必要がある。

[参考資料]

- ・ディスクロージャーに関する民事責任規定(証券取引法)[P7]
- ・建物診断調査業務委託契約書(例)[P8]
- ・職業賠償責任保険の具体例[P11]

(2) 信託設定の際のデューデリジェンスの役割

最近、信託銀行に対し、不動産管理処分信託業務に関する金融当局の行

政処分が下された事例が相次いだところである。基本的には、信託物件について適正な受託審査が行われておらず、信託銀行としてコンプライアンス体制等が整備されていないことが問題となった事案である。

信託銀行については、不動産投資スキームの中で果たしている役割に応じ適切な審査体制を行う必要があるが、特に、信託銀行は信託物件の所有者となることから、受託者としての所有者責任を全うし得るかどうかを確認するという観点から物件等の審査を行う必要があるところである。

しかし、一義的に投資家に対する説明責任、運用責任を負う立場として、物件についての適切なデューデリジェンスを行うのはアレンジャーや運用会社であり、信託兼営金融機関の行う受託審査、デューデリジェンスは、基本的に信託兼営金融機関自身が、委託者の所有物を預かることによって発生し得るリスクをコントロールするためのものであることに留意する必要がある。

[参考資料]

・JPモルガン信託、新生信託に対する処分の概要〔P12〕

3 情報提供のあり方

不動産投資商品についての投資家に対する情報提供方法としては、証券取引法に基づく市場（公衆）への情報提供とスキーム規制法や業規制法（投信法・資産流動化法・不動産特定共同事業法・証券取引法・信託業法）に基づく直接の情報提供がある。

[参考資料]

・不動産投資商品における情報提供についての各種法律の適用関係〔P14〕

(1) 取引時の情報提供

① 情報提供内容の共通化

不動産投資商品の取引段階において投資家に対して提供される情報提供は、投資対象である不動産の物的現況（物理的の性状や権利関係、瑕疵の存否など）と収益情報（トラックレコード、レントロールやこれらに基づく

収益予測)に大別される。

これらは、不動産投資に共通するリスク項目であり、そもそも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必要な情報提供内容に差異が生ずるものではない。

具体的な情報提供の方法として、証券取引法に基づき市場(公衆)に対して有価証券届出書によって情報提供を行うものには、不動産投資法人(Jリート)の投資証券、特定目的会社(TMK)の優先出資証券、YKTK スキームにおける匿名組合出資持分があり、また、これらの商品はその販売に証券取引法の業規制の適用を受ける証券会社により、直接投資家に対しても情報提供が行われる。一方、不動産の信託受益権と不動産特定共同事業商品については、それぞれ信託業法と不動産特定共同事業法の業規制の適用を受ける販売会社(信託受益権販売業者、不動産特定共同事業者)により、直接投資家に対し情報提供が行われる。

このうち、証券取引法対象の商品と不動産特定共同事業商品については、取引形態の違いに応じて、契約条件等の情報提供の内容の有無に相異が見受けられるものの、最も重要となる投資対象不動産の現況についての情報内容について大きな相異はないところである。

なお、今国会に提出された金融商品取引法案においては、信託受益権が同法の適用を受ける有価証券に加えられたことから、その情報提供内容についても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。同時に、今般の金融商品取引法案に併せて国会に提出された宅地建物取引業法の改正案では、金融商品取引業者業の登録を受けた宅地建物取引業者に対する業規制として、不動産投資商品(不動産信託受益権、不動産信託受益権に対する組合持分)に係る対象不動産のリスクを、取引の相手方である投資家に対して説明するよう措置したところである。

この点を踏まえ、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業規制のレベルで措置することを検討すべきであり、その共通化に当たっては、現行証券取引法における有価証券届出書の記載内容等を参考にするとともに、宅地建物取引業法においても新たに、不動産投資商品についての不動産の内容を説明事項として措置されたことを踏まえて

検討する必要がある。

なお、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）戦略が投資家ニーズに応じて求められることとなる。

〔参考資料〕

- ・不動産投資商品における取引時の情報提供の枠組み〔P15〕
- ・金融商品取引業者の取引時の情報提供内容について〔P16〕
- ・宅地建物取引業法における信託受益権等の取引時の情報提供内容について〔P17〕

② 社会情勢に応じた情報提供内容の充実

アスベスト調査や耐震診断のように、その時々の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て情報提供内容を見直すべきとの指摘がある。

不動産投資商品の原資産である不動産に内在するアスベスト、PCB、土壌汚染などの不動産固有の瑕疵情報は、現行法上、自主的な提供に委ねられているところである。

最も個人投資家に身近な不動産投資商品であるJリートにおいては、証券取引所の適時開示基準により、運用資産に関する重要な事実が発生した場合には、適時開示を行うこととされており、このような取引所による開示項目の上乗せが機能している。例えば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、その結果を情報提供しているところである。

このような不動産固有の瑕疵に関する自主的な情報提供については、証券取引法に基づく開示規制として法定化することにより非上場不動産投資商品についても開示を義務付けることが考えられるが、当該開示規制は、罰則によって担保されており（証取法 § 197）、開示対象の拡大については慎重な検討を要すべきものであり、Jリート間の開示競争が不動産市場全体の透明性や他の不動産投資商品の自主的な情報提供の底上げにもつながることから、敢えてこれに基準を設ける必要性はないとも考えられる。

一方で、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、1)で述べたとおり、不動産投資商品については、投資対象不動産そのものの情報については共通化を図る方向で検討を進めることを踏まえれば、現在は自主的な情報提供事項であっても、不動産のリスク情報のメルクマールとなる宅地建物取引業法の重要事項説明の対象事項については、業規制により担保することが必要となる場合もあると考えられる。

〔参考資料〕

- ・耐震偽装を受けた各リートのプレス発表の事例[p18]
- ・アスベスト調査、耐震診断に係る情報についての重要事項説明への追加[P22]
- ・瑕疵担保責任の履行に係る情報についての重要事項説明への追加[P23]

③ 信託受益権取引における情報提供

不動産の信託受益権については、現在は、その取引に際し、信託業法に基づく情報の提供があるものの、有価証券ではないため、証券取引法の適用対象外である。

具体的には、信託業法に基づき信託受益権販売業者は、契約前に信託受益権の内容について説明義務が課されており(信託業法 § 94)、特に不動産の信託受益権は、宅地建物取引業法第35条に準じて、信託財産である不動産についての説明が義務付けられているところである。(信託業法施行規則 § 94十)

なお、信託受益権については、今国会に提出された金融商品取引法案において、投資商品(有価証券又はみなし有価証券)と位置づけられたことから、今後は、業規制とともに従前の証券取引法上の開示規制に該当する金融商品取引法上の開示規制の適用を受けることとなるが、不動産投資商品としてのリスク説明の共通化の観点から、宅地建物取引業法の改正案においても不動産信託受益権についての重要事項説明を措置したところである。

④ YKTK 商品の物件概要説明書の取扱い

YKTK 商品であっても個人投資家を対象とした公募が行われるものについては、Jリートと同様に証券取引法に基づく情報提供が行われるが、流動性のある上場商品ではないために、適時情報開示などの取引所ルールの適用がなく、J リートに比較すると情報提供が不十分になることは否めないところである。

また、資金調達後に物件取得を行ういわゆる「ブラインドプール型」の商品や二層構造ファンドの場合には、有価証券届出書においては、個別物件の情報提供は義務付けられていない状況にある。

したがって、投資家保護の観点からは、「ブラインドプール型」のYKTK商品については、例えば、有価証券届出書の記載内容である投資方針において、投資物件の地域、規模、用途等のより具体的な条件を記載させるように検討する必要がある。

また、二層構造ファンドの場合には、投資家の資金を受け入れる親ファンドの情報のみならず、物件の保有主体となる子ファンドの情報についても投資家に提供されることが、一般投資家保護の観点からは望ましい。仮に、このような情報が提供されない場合には、少なくとも物件情報が提供されないことについて、投資家の十分な理解を得ることが必要である。

なお、実際にこれらの商品については、販売時においては、投資対象物件は予定されており、法定の情報提供書類とは別の書類である物件概要説明書などによって、投資家への物件情報が提供されているところである。投資家保護の観点からは、このような物件概要説明書によって確実に物件の情報が投資家に提供されるよう、法的な枠組みも含めて検討する必要がある。

〔参考資料〕

- ・JリーートのIPO時における取得予定物件の情報提供〔P24〕
- ・公募型 YKTK 商品における有価証券届出書の事例〔P25〕

(2) 取引後の情報提供

①各不動産投資商品の情報提供の状況

1) Jリートの情報提供の状況

Jリートの投資証券は、流通段階時においては、継続開示として、有価証券報告書の公衆縦覧があるほか（証取法 § 24、§ 25）、証券取引所の上場商品として、証券取引所の上場基準に基づく適時情報開示が行われる。

また、投資信託及び投資法人に関する法律に基づき、投資証券の保有者に対しては、取引後の情報提供として、資産運用報告書が直接投資家に対し交付される（投信法 § 131③、⑤）こととなっているところである。

なお、これらの提供情報のうち、法定の開示書類である「有価証券報告書」の具体的記載内容は、「特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令」において定められており、投資対象不動産の情報に関する内容は、証券取引法の対象となる不動産投資商品については同一である。

また、流通市場において証券取引所のルールとして定められているJリートの上場基準においては、適時開示の基準として、不動産に生じた偶発的事象に起因する損害の発生（損害見込額が純資産総額の3%以上と見込まれる場合）その他不動産に関する重要な事実であって投資者の判断に著しい影響を及ぼすものについては、直ちにその内容を開示しなければならないとされているところである。

現実には、損害が発生していなくとも、例えば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、その結果を積極的に情報提供しているところである。

さらに、投資信託及び投資法人に関する法律に基づき交付される資産運用報告書における不動産の記載事項としては、

- ①不動産の所在、地番その他不動産を特定するために必要な事項
- ②物件ごとの、期末現在における価格（鑑定評価額等）
- ③物件ごとの、期末現在における稼働率、テナント総数、全賃料収入
- ④営業期間中における売買総額

が法定され、その記載様式を、投資信託協会が自主ルールとして定めて

いるところである。(なお、Jリート証券取引所の上場基準において、投資信託協会の会員であることが求められているため、本自主ルールは上場基準によって担保されていることとなる。)

2) TMKの情報提供の状況

TMKの優先出資証券は、Jリートと同様、有価証券として証券取引法に基づく開示規制が適用され、流通段階時においては、継続開示として、有価証券報告書の公衆縦覧がある。(証取法 § 24、§ 25)

一方で、同証券は、証券取引所に上場されていないため、適時開示等の取引所のルールは適用されていないが、継続開示については、証券取引法上の有価証券報告書のほかに、資産流動化法に基づき、事業年度ごとに事業報告書を投資家に交付することとなっている。(資産流動化法 § 103)

3) YKTKスキームの情報提供の状況

YKTKスキームにおける匿名組合出資持分は、みなし有価証券として証券取引法に基づく開示規制が適用され、流通段階時においては、継続開示として、有価証券報告書の公衆縦覧がある。(証取法 § 24、§ 25)

一方で、同証券は、証券取引所に上場されていないため、適時開示等の取引所のルールは適用されず、JリートやTMKのようにスキーム規制がないために、取引後の情報提供については、証券取引法上の継続開示のほかは、個々の組合契約の定めに依っている。

4) 信託受益権の情報提供の状況

不動産の信託受益権については、現在は、その取引に際し、信託業法に基づく情報の提供があり、取引後の情報提供については、信託業法に基づき、信託財産の計算期間ごとに信託財産状況報告書を投資家(受益者)に交付することとなっている。(信託業法 § 27)

今般の金融商品取引法案により信託受益権が有価証券化されたことから、今後は同法の開示規制の適用も受けることとなり、流通段階時においては、継続開示として、有価証券報告書の公衆縦覧も想定されると

ころである。

5) 不動産特定共同事業の情報提供の状況

不動産特定共同事業における匿名組合出資持分権は、有価証券ではないため、取引後の情報提供については、不動産特定共同事業法に基づく業規制により担保されている。

具体的には、運用段階で財産管理報告書の交付が(不特法 § 28)、投資家に対する直接説明・直接交付の形態により行われる。

[参考資料]

- ・投資対象不動産の運用時の情報提供について[P27]
- ・Jリートにおける情報開示の枠組み[P28]

② 公募型 YKTK 商品の情報提供の担保

①③で述べたとおり、公募型の YKTK 商品については、取引後の情報提供については、スキーム規制(投信法、資産流動化法、信託法)や業規制(不動産特定共同事業法)による法的担保がないことから、個々の組合契約に依っており、個人投資家保護措置が十分とは言えないところである。

しかしながら、例えば、個々の物件取得時に、どのような物件を取得したかを投資家に通知するよう義務付けることは、契約条件や商品組成スキームに一律に法的規制を加える結果となるため、慎重な検討が必要である。むしろ業界の自主ルールとして適切な情報提供義務を含んだ標準約款を策定し、対応することを検討する必要がある。(契約書に業界の標準約款に準拠していること等を明記することにより、より商品の信頼性を高める方策なども考えられる。)

(3) プロ・アマ区分など投資家属性に応じた情報提供の弾力化

① 金融商品取引法における特定投資家制度

証取法による開示規制、業規制の対象外であるプロ投資家について

は、今般の金融商品取引法案において、プロの定義が投資商品のリスクに応じて異なりうる相対的なものであるとの考え方の下、その範囲が拡大され、オプトイン・オプトアウトによる特定投資家制度が導入されたところである。なお、特定投資家の具体的な範囲は、今後の政省令の策定過程の中で検討されることとなる。

② 不動産特定共同事業におけるプロ投資家の範囲の見直し

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ところであるが、金融商品取引法案に特定投資家制度が盛り込まれたことを踏まえ、不動産特定共同事業についても、プロ投資家の範囲の見直しを検討する必要がある。なお、プロ投資家相手の商品に対する約款規制のあり方についても必要な見直しを検討する必要がある。

〔参考資料〕

・一般投資家・プロ投資家に応じた柔軟な制度〔P29〕

4 アレンジメント・運用業務のあり方

(1) 投資家に対する説明責任・運用責任

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、正確な情報提供が求められるとともに、資産運用を行う者は投資家のために最善を尽くす責任が求められる。

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提供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、特定目的会社、YKTK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。

一方で、投資家に対する資産運用の責任についてはスキームごとに次の

ような相異がある。

J リートについては、投資信託及び投資法人法に基づき投資信託委託業者(今般の金融商品取引法案により金融商品取引業者(投資運用業)へ移行)への資産運用の委託が義務付けられており、投資信託委託業者に対しては、認可業者としての行為規制に加え、任務を怠ったことにより投資法人に損害を生じさせたときの損害賠償責任が法定されているところである。(投信法 § 34の8)

また、特定目的会社については、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が義務付けられており(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。

不動産特定共同事業については、資産運用者である不動産特定共同事業者自らが直接投資家との間で契約を結ぶ事業形態であり、許可業者としての行為規制とともに、投資家保護のために当事者間の契約条件を約款により規制しているところである。

一方、法律による仕組み規制を持たないYKTKスキームの場合、実態上有限会社が資産保有者又は運用者として運用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有限会社の資産運用を差配し、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ある。

しかしながら、これについては、YKTKの運用会社(AM会社)については、ファンド(有限会社)との間で助言契約を結ぶ形態をとっているため、運用判断の権限と責任はあくまで有限会社側にある建前となっており、投資家に対して誰が実質的に運用責任を担うか不明確な状況にある。

今般の金融商品取引法案により、信託受益権についても有価証券化(又はみなし有価証券化)されたことから、有限会社に対し不動産信託受益権の取得についての助言を業として行うことは、金融商品取引業に該当し、一定の行為規制に服することとなるが、運用判断の権限と責任が有限会社にあることは従前と同じである。

しかしながら、このスキームについては、不動産投資市場において相当な実績を積み上げてきており、また、このようなリスクを十分理解した上で投

資家が参加している以上は、一概に否定すべきものではなく、むしろ、このようなリスクを回避したい投資家(例えば年金基金等)のニーズに応えられるような安定したスキームを検討する必要がある。

[参考資料]

- ・特定有価証券の虚偽記載責任について[P30]
- ・リートにおける関係者の責任関係[P31]
- ・YKTKにおける関係者の責任関係[P32]
- ・米国の発行者概念について[P33]

(2) 適切な物件管理責任

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。

特に、不動産の投資スキームにおいては、投資対象不動産の管理の適正化・効率化による収益(キャッシュフロー)の極大化が求められるところであり、収益極大化のための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)を安定的に継続できるかどうか、アセットマネジメント会社の運用成績に大きく影響するところである。

このため、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り、また、アセットマネジメント会社が投資家に対し運用責任を果たすためにも、プロパティマネジメント会社との密接な情報交換・報告体制を構築し、適切に連携することが必要である。

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る必要がある。

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

不動産投資の裾野を広げるためには、投資家保護の観点から徹底した情報提供が求められるところであるが、詳細な情報提供内容を理解することは、不動産についての専門的な知識が必要不可欠である。今後とも、不動産投資が国民に身近な投資対象として発展するためには、詳細な情報提供とこれを投資家の側に立って加工・取捨選択するサービスが必要である。また、このようなサービスの提供は、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。

このため、一般投資家の立場に立って的確な情報提供を行う不動産投資助言サービスの振興を図る必要がある。

なお、投資家等が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を取得する場合、これらの権利は証券取引法上の有価証券であるために、その取得についての助言業務は証券投資顧問業と位置づけられている。また、投資家の立場に立つと、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も存在すると考えられる。一方で、不動産投資商品に関する助言については、その内容は、不動産そのものについての価値判断であることから、投資家保護の観点からは、当該業務を行う事業者には、不動産についての専門性が備わっていることが担保されるよう検討する必要がある。

[参考資料]

- ・不動産投資顧問業の登録状況について〔P34〕
- ・一般不動産投資顧問業登録業者の内訳〔P35〕

(2) 一般投資家への普及・啓発活動

(1)で述べたように、不動産投資市場が健全に発展し、投資家が安心して参加できるためには、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必要がある。

(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必要がある。

[参考資料]

・不動産証券化商品のチェックポイント(不動産証券化協会作成)[P36]

6 新たな不動産投資形態への対応

(1) 新たな制度を活用した不動産投資の展開

現在、YKTK 型投資商品の箱(ビークル)としては有限会社が用いられているが、本年5月の会社法の施行により有限会社制度が廃止されたことから、これに代わるものとして、今後は、合同会社制度の活用が進むものと予想される。

また、今通常国会に提出されている信託法・信託業法の改正案により、今後、信託制度を活用して民間の創意工夫により様々な投資スキームの開発が期待される場所である。改正法の施行が来年の夏以降(自己信託制度については再来年)であることから、現時点では、制度の詳細が必ずしも明らかでなく、政省令段階での制度設計に委ねられている部分も少なからずあると思われるが、既存制度との組み合わせ等も含め、不動産投資市場の拡大に大きく寄与するものと期待されている。なお、LLP制度(有限責任事業組合制度)は、組合員による共同事業の実施を要件としており、一般的には、運用者に投資運用を一任する集団投資スキームでの活用は想定されにくいものの、民法の任意組合の特例制度であることから、組合財産の各事業参加者から倒産隔離性は担保されていると言われており、今後の制度見直しによっては、集団投資スキームとして有力な手段になり得るものである。

今後、これらの各制度の税務上の取扱い等も含め、不動産投資においてこれらのスキームの活用可能性について検討を行い、スキームに潜在する課題に関する理解を深める必要がある。

[参考資料]

・合同会社の活用について[P52]

- ・自己信託について〔P53〕
- ・LLP 制度の概要〔P54〕

(2) 長期安定的な不動産投資のための枠組み

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で見ると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。

また、実際に我が国の年金基金が不動産証券化商品をコア投資に位置付けようとした場合には、企業年金の資金だけでも単純計算すれば4兆円規模の市場が必要であることから、我が国の不動産証券化市場の規模は未だ十分とは言えない状況にある。

しかしながら、年金サイドの現実のニーズとしては、不動産投資を長期安定的なコア投資として、ポートフォリオ上位置付けたいと考えており、また、不動産市場を長期安定的に発展させる上で、年金のような安定的な資金の流入は必要であり、年金基金による不動産投資の促進を図る必要があると考える。

年金基金による不動産投資が進まない最大の理由としては、不動産投資に関する一任投資の仕組みがないことが指摘されており、特に、機関投資家向けの私募商品であるYKTKについては、AM会社が有限会社と助言契約を締結しているために、AM 会社の運用責任の所在が不明確であること、また、運用委託先が事実上信託銀行に限られている等の課題が指摘されている。

また、企業年金の中でも、資産規模が大きな年金基金については、実物不動産への長期投資・保有ニーズがあるところであるが、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制度的に運用責任を果たせる仕組みがないことも指摘されているところである。

現在、投資法人等のスキーム規制のある特定の器(ビークル)との間で、宅地建物取引業者に対し、実物不動産取引の一任を認める特例制度(取引一任代理等制度)が宅地建物取引業法において措置されているところ

であり、また、一定の財産的及び人的要件を満たす宅地建物取引業者が、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制度として、不動産特定共同事業法があるところである。

しかしながら、年金基金等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、取引一任代理等制度の射程外であり、また、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ところである。

このため、例えば、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(不動産会社)が、倒産隔離性を確保しつつ、不動産の取引や管理に責任を負い、投資家は取引の結果と資産管理の現況について報告を受けることにより資産運用会社の業務をチェックするというような、年金基金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枠組みを検討する必要がある。

[参考資料]

- ・年金の不動産投資の状況について(国際比較)[P55]
- ・年金基金、一般機関投資家のニーズ動向[P56]
- ・厚生年金基金の資産運用状況推移[P59]
- ・厚生年金基金の運用方法に関する規定[P60]
- ・取引一任代理等制度の概要[P62]