

学位論文

不動産の金融商品化が建築物の
安全性に与える影響に関する研究

2016年9月

東京理科大学

国際火災科学研究科

竹之内 哲次

(学籍番号 K113703)

目次

第1章 序論	1
1.1 研究の背景と目的	2
1.2 既往の研究と本論の対象	4
1.3 研究の方法	5
1.3.1 安全性の代理指標	5
1.3.2 検証方法と調査資料	6
1.3.3 不動産金融商品化関連の用語の説明と本論での定義	6
1.3.4 不動産金融商品化の仕組みと所有者責任の所在の説明	12
1.3.5 不動産金融商品化の関係者と金融監督当局の被検査主体の説明	15
1.4 本論文の構成	16
参考文献	
第2章 分析を進める上での参考情報を得るための不動産金融商品化市場の調査考察	20
第2章の目的	21
2.1 不動産金融商品化市場のから得られる参考情報	21
2.1.1 不動産金融商品化市場の規模と特別目的事業体別の資産規模推計	21
2.1.2 Jリートの投資主の特徴	22
2.1.3 不動産向け貸出状況とJリートの債務の状況	24
2.2 不動産金融商品化の関係者の状況調査	25
2.2.1 信託の構造的特徴	25
2.2.2 不動産金融商品化の取引関係者	27
2.2.3 不動産信託受託者による信託受託の状況	27
2.2.4 Jリートの情報開示と東京証券取引所の自主規制ルール	28
2.2.5 特別目的事業体の識別方法と精度	30
2.2.6 不動産金融商品市場の鳥瞰	31
2.2.7 一般の法人所有不動産との資産規模対比	32
2.3 海外のリート市場からの日本への投資状況と開示資料活用の可能性の調査	33
2.3.1 調査対象とする海外リートの選択方法	33
2.3.2 海外リートの日本への投資状況調査結果	34
2.3.3 海外リートの情報開示状況の調査結果	34
2.4 機関投資家における社会的責任投資の動向	35
2.4.1 社会的責任投資とは	35
2.4.2 社会的責任投資の世界市場規模と日本	37
2.5 第2章のまとめ	38
参考文献	

第3章 金融監督当局の検査の効果の調査と考察	53
第3章の目的	54
3.1 金融規制の背景と調査資料の説明	54
3.2 金融監督当局の検査者用のマニュアルから得られる参考情報	55
3.2.1 検査マニュアル	55
3.2.2 信託検査マニュアルにおける検査着目点	56
3.2.3 金融商品取引業者等検査マニュアルにおける検査着目点	56
3.2.4 保険検査マニュアルにおける検査着目点	57
3.3 金融監督当局の検査の指摘・処分事例からの考察	57
3.3.1 検査指摘事例・処分事例について	57
3.3.2 金融検査の指摘事例の調査結果	58
3.3.3 金融モニタリングレポートの調査結果	61
3.3.4 証券検査の指摘事例の調査結果	61
3.3.5 行政処分事例の調査結果	61
3.4 第3章のまとめ	63

参考文献

第4章 Jリートの開示資料を活用した所有者属性別の比較検証	67
第4章の目的	68
4.1 調査資料と調査方法	68
4.1.1 調査した投資法人と資料について	68
4.1.2 投資物件における適法性の瑕疵の開示の例	70
4.1.3 建築物の適法性の瑕疵に関する指摘の抽出基準	72
4.1.4 エンジニアリング・レポートの指摘の特徴	73
4.2 調査結果と考察	73
4.2.1 特記事項欄の指摘の集計結果	73
4.2.2 指摘の原因による集計結果	77
4.2.3 指摘の根拠となる資料の集計結果	77
4.2.4 床面積、年代、用途別の集計結果	78
4.2.5 物件取得後の是正対応に関する調査結果	81
4.2.6 違反対象物の公表制度の情報との比較	82
4.3 物件取得先属性による特別目的事業体とその他一般の所有者の比較検証	83
4.4 第4章のまとめ	88

参考文献

第5章 建築設備定期検査報告資料を活用した所有者属性別の比較検証	92
第5章の目的	93
5.1 調査データと検証方法の概要	93
5.2 調査結果と考察	94
5.2.1 所有者属性別の対象件数集計	94
5.2.2 所有者属性別の建築物の特徴比較	95
5.2.3 所有者属性別の要是正指摘の比較検証	97
5.2.4 所有者属性別の確認年代の分布の差を補正した検証	98
5.2.5 所有者属性別の設備故障率の分布の比較検証	100
5.2.6 特別目的事業体別の要是正指摘の参考比較	106
5.3 第5章のまとめ	107
参考文献	
第6章 総括	110
6.1 各章から得られた知見	111
6.2 本研究の結論と今後の課題	112
謝辞	114

第 1 章

序論

1.1 研究の背景と目的

不動産という言葉から、日本語ではまず土地を連想しやすいが、人が利用・居住する不動産は建築物と土地が一体で構成されて、生活や経済活動の拠点となる。この不動産の投資には、通常、高額な資金の調達に伴うことから、不動産投資の成否とファイナンスは密接な関わりを持っている。この関わりに関し、平成10年9月の「資産の流動化に関する法律（SPC法）」の施行、平成12年11月「投資信託および投資法人に関する法律（投信法）」の改正による不動産投資信託市場（いわゆるJリート市場）¹の創設など、日本では、社会的需要に応える形で不動産の証券化・流動化事業を推進する制度的な整備が行われ、不動産の金融商品化市場が拡大を続けている。

不動産の金融商品化と従来の不動産投資との違いを端的に表現すると、不動産投資の代替として、不動産を所有しないで不動産投資の収益分配を得ることができる仕組みの金融商品に投資するという点にある。そのような仕組みを作るために、他人の不動産投資のために不動産の法的な所有者となる器（信託や投資法人のような特別な事業体）を利用する、つまり不動産の金融商品化は、他人（投資家）の資金を集めて他人（特別な事業体名義）の不動産を運用して収益を分配するという仕組みである。不動産に限らずもともと資産証券化は、バブル崩壊による不良債権問題で停滞した銀行の間接金融機能を補完するために、不動産や金融資産を裏付けに直接金融で市場から資金調達する手段として必要とされたファイナンス・スキームであったが、結果としての不動産ファイナンスの仕組みは、不動産会社が銀行などから自身で資金を調達し、開発から運用まで一貫して行う従来の構図から、不動産の所有・管理・運用、金融商品化用の融資、不動産金融商品の販売など、各取引関係者が分担して受託するという事業へと機能別分化が行われ、不動産業界・金融業界に構造変化をもたらした。

建築物は投資対象不動産の重要な構成要素であり、上述の建築物の所有者、運用者、利益享受者それぞれ別の者に分離する、このような構造変化が進んでいくと、建築物の安全性にどのように影響するのという関心が研究の背景である。

不動産の金融商品化がもたらした、もしくは、それと同時期に起きた主な変化を以下に列挙すると、

- ・不動産会社が開発し所有し、続けるスタイルが崩れ、金融商品化の対象となる不動産の供給者となったこと。
- ・不動産の所有者、運用者、利益享受者が別々になったこと。
- ・不動産投資信託を介して小口の不動産投資が個人まで広がったこと。
- ・国内不動産の投資主体が海外にも広がったこと。
- ・不動産事業にアセット・ファイナンス²の導入が進んだこと。
- ・不動産投資のプロセスで、建築士による建築物の調査（エンジニアリング・レポート（後述））が必要となったこと。

¹ 不動産投資信託は米国で普及している REIT（Real Estate Investment Trust、リート）を参考に国内に導入した制度で、米国のリートと区別してJリートと呼ばれる。

² アセット・ファイナンスとは、企業やSPCなどが、保有資産の価値や、そこから得られるキャッシュフローを裏付けに行う融資、資金調達のことで資産金融とも呼ばれる。企業体の信用力に関わらず、各個別資産の収益性、価値に基づいて行われるファイナンス。

- ・金融監督当局の検査において違法性のある建築物の取引に関与したことを原因として、態勢不備が指摘されるようになったこと。
- ・不動産投資信託において建築物に関わる情報開示が進んだこと。
- ・不動産投資信託の資産運用会社が機関投資家による社会的責任を意識した投資行動に対応した運用をはじめたこと。
などが上げられる。

このような変化に関連する着目点と、本研究の目的を以下に述べる。

不動産の金融商品化によって普及したアセット・ファイナンスにおいては、通常の企業向け融資のように債務者企業の信用力によらず、特定（単独もしくは複数）の不動産の資産価値、キャッシュフローを裏付けに資金調達が行われるため、裏付け不動産のデューディリジェンス³が取引の成否や経済条件を左右する重要な役割を果たす。エンジニアリング・レポートの調査が必要となったのは、バブル期に膨張した地価の上昇に依拠した金融とは異なり、投資対象不動産のキャッシュフローの評価が重視されるためであり、賃貸収入を得るための空間を提供する建築物の状況調査が不可欠となったことによる。したがって、不動産を構成する土地・建築物の内、建築物の法的・物理的・経済的な評価が重要度を増したことを意味する。エンジニアリング・レポートの調査で建築士が関与するようになったことで、従来の不動産取引よりも建築技術者の活動の場（技術的評価を提供できる機会）が増えた。一般的なエンジニアリング・レポートの調査メニューにおいては、建築物について、遵法性調査、劣化状況の調査、修繕更新費用の算定、地震リスク（PML）評価、環境リスク評価などが行われるが、調査結果がどのように建築物の維持管理に活用されるかは建築物の安全性に影響する。本論では、エンジニアリング・レポートの一部分であるが、遵法性調査指摘の部分を調査資料として活用する。なお、将来的にエンジニアリング・レポートの活用が進化し、建築技術者によるさまざまなリスク評価の結果が資金調達（資金提供者の広がりや調達の経済条件）に反映されるほど、市場での選別・競争原理が働き、建築物の安全性について法規制の求める最低水準以上の性能を求める可能性が高まると考える。

不動産の金融商品化は、不動産投資と同様の収益分配を金融資産に投資ことで得られるように商品組成が行われるもので、金融のルールに則って行う必要がある不動産投資であるという見方ができる。金融のルールが適用されたことが建築物の安全性に係る適法な維持管理にどのように影響するかが第一の着目点となる。不動産の金融商品化は、他人（投資家）の資金を集めて他人（特別な事業体名義）の不動産で運用するという仕組みであるため、投資家保護の観点から金融監督当局によるスキーム関係者の監督が行われるようになった。監督上の懸念の一つに金融商品への違法な建築物の混入が取り上げられていることに注目した。

建築基準法に基づく建築物の維持管理の規定は、所有者が誰であろうと一律に適用される。一方、金融行政側の監督は、不動産業向けのファイナンスカテゴリーの内、不動産金融商品化スキームについて

³ 投資用不動産の取引、企業買収などで行われる資産の適正評価。資産や買収対象企業の価値、収益力、リスクなどを詳細かつ多角的（法的・物理的・経済的）に調査し評価すること。エンジニアリング・レポートによる建築物の調査は、デューディリジェンスの一部として行われる。

は、建築物の適法性の瑕疵にも（間接的に）監督の関心が及ぶところとなった。結果的に金融行政側の監督が及ぶ建築物で適法な維持管理の確実性が増すことによって、建築基準法などが求める安全性の確保に寄与すると考える。なお、将来的に不動産の金融商品化取引に融資などで関与する金融機関の金融リスク管理⁴において、建築物の安全性を定量的に反映することができれば、金融機関の融資条件にも反映され、結果的に債務者において建築物の安全性を向上させる要因となる可能性がある。

また、J リートのような上場不動産投資法人は、証券取引所の開示ルールに則って情報開示が必要であり、かつ一般の企業の信用力に基づく資金調達では行われられないような、裏付け不動産についてのかなり詳細な情報開示が行われる。このため、J リートにおいては一般の不動産取引や金融取引では入手困難な取引情報が開示される。そこで、J リートにおける取引情報の開示が、建築物の適法な維持管理にどのように影響するかを第二の着目点とする。

一般的には、不動産投資における建築物の安全性の維持管理は、利益享受者である所有者の責任に依拠するところが少なくないと考えられる。金融商品化された不動産の利益享受者個人には、建物所有者としての責任を意識して行動することは期待できない。金融商品化された建築物の安全性の維持管理は、利益享受者のために所有・運用・管理などを引き受ける各受託者の信任義務（フィデューシャリー・デューティ：文末の補足説明 1 に用語解説）に依拠する構造となる。このような不動産金融商品化されたスキームで所有される場合とその他一般の所有者において、建築物の適法性の瑕疵の有無や建築設備の維持管理状態の確実性に差があるかどうかを第三の着目点とする。

以上前述列挙した、視点を介して、J リートなどの不動産金融商品化されたスキームでの所有者とその他一般の所有者の建築物の適法な維持管理の違いが、建築物の安全性にどのように影響しているかの一端を明らかにすることを本論の目的とする。

1.2 既往の研究と本論の対象

不動産の金融商品化に関連する既往の研究には、板谷ら¹⁾により、投資用不動産におけるプロパティマネジメント（PM）業務の研究として、J リートの開示情報に記載された PM 会社にアンケート調査を実施し、建物の資産価値向上に資する PM 業務の評価手法の検討が行われている他、山岸、星ら^{2),3)}により J リートの開示情報の調査によるアセットマネジメント（AM）会社の組織体制、リスク管理体制や AM 会社の選定要因についての考察例がある。その他、エンジニアリング・レポートの活用に関連して、西澤ら⁴⁾による、エンジニアリング・レポート（10 例）の記載内容より、劣化診断、修繕計画の情報を利用しストック活用コストに関する研究を行った例や、米澤⁵⁾による不動産の金融商品化によってもたらされた不動産評価システム（エンジニアリング・レポートを含む）を建築物の長寿命化につなげる手法についての考察例などがある。西澤らの研究においては、ストック活用の主要な 3 要因として、建物の物理的劣化は正に係る劣化対策、建物の遵法性に係る法対策、社会的要請に伴う改修対策をあげてい

⁴ 銀行はすべての取引の信用リスクを計量化して、リスク量に応じた自己資本を維持することが B I S 規制で求められている。たとえば、金融危機を契機に証券化商品の信用リスクの計量の基準が変更され、証券化商品の投資にはより多くの資本が求められるようになっている。

る。調査した 10 例の投資物件においても、エンジニアリング・レポートの遵法性調査指摘事項（一部の屋根のが非耐火構造で防火地区に不適合であるという指摘など）に対する具体的な是正工事の方法が、建物の遵法性に係る法対策要因として分析されている。また、前掲の板谷らの研究においては、PM 会社へのアンケート調査の結果、PM 業務を推進する際に克服すべき課題として、31%の会社が建築関連法規へのコンプライアンス対応をあげているという建築物の管理実態が示されている。これらの研究から、エンジニアリング・レポートの遵法性調査指摘事項の是正対応が業務上の重要度を増している様子が窺える。本論は、J リートの投資物件におけるエンジニアリング・レポートによる遵法性調査指摘事項を調査データ活用する点では共通するところがあるが、情報開示されたすべての物件のデータを活用している点や所有者属性別の比較に用いる点で、その利用の目的が異なる。不動産の金融商品化に何らかの形で関連する研究は広がりを見せているが、投資対象となる不動産の構成要素である建築物の安全性に対して、どの様に影響するのかに関して既往の研究で取り上げられた例は見当たらない。

また、住宅金融支援機構の証券化支援業務に代表されるように、証券化と関係の強い住宅金融分野に関しては、金融と住宅の技術基準の観点で旧・住宅金融公庫の時代から研究例がある。例えば、広岡⁶⁾による機構の技術基準や物件検査の活用例の紹介に、機構の技術基準が住宅の質・安全性の向上を牽引してきた様子が分かり易く紹介されている。住宅金融分野においても一時は民間銀行の住宅ローン証券化が活発化した。証券化のために付加的な技術基準が設定されるとか、海外のようなノンリコース型の住宅ローン、サブプライム・カテゴリーの住宅ローンが日本で普及したりすることがなかったため、投資用不動産に起こったような変化はないと考えられる。このため、本研究は不動産の金融商品化の対象となっている商業用（投資用）不動産のファイナンスを対象とし、住宅金融は対象としない。

また、不動産の金融商品化と同時に金融市場のグローバル化が進展した結果、機関投資家による社会的責任を意識した投資行動が広まってきた。J リートが LEED・CASBEE・BELS などの環境認証の取得に積極的なのは、海外の機関投資家が投資先の選定で考慮する要素の一つとして環境配慮（サステナビリティ）を掲げていることを意識する表れである。不動産投資におけるサステナビリティへの取り組みの研究で先行する海外には、建築物の環境認証と経済性に関する研究例が多い。例えば Piet Eichholtz ら⁷⁾は LEED 認証および Energy Star 認証が、不動産賃貸収入や資産評価額をどれほど向上させるかの調査をしている。日本では清水、吉田^{8,9)}らが環境配慮型建築物（マンション）による環境性能表示および環境評価の違いが売り出し価格および取引価格の高低と結びついているかを検証している。このような研究は不動産の金融商品化の影響と係りの多いテーマであるが、本研究では建築物の安全性に論点を絞ることにして、環境性能への影響は対象外とする。

1.3 研究の方法

1.3.1 安全性の代理指標

本研究で用いる建築物の安全性への影響についての計測の方法としては、一般には建築物の安全性を直接的測る指標・慣行がないことから、建築物の安全性を確保するために重要である法規制への適合性（適法な維持管理）を代理指標として用いる。例えば、建築基準法は、使用者の生命、健康等を守るため以下に列挙したように、主に三つの分野の安全性に関する基準を網羅している。

- ✓ 建築物の構造的安全性の基準（地震、風、積雪等の荷重に対して安全な構造の基準）
- ✓ 火災時の安全性の基準（火災時の延焼、倒壊の防止、避難施設等の基準）
- ✓ 環境衛生に関する基準（居室の採光、換気、給排水設備、衛生設備等の基準）

その他、消防法や自治体の安全条例などの建築基準関係規定に関しても建築物の安全性に係る規定は多いことから、関係規定なども含めて代理指標として取り扱う。法規制への適合性に瑕疵がないほど、建築物の安全性の維持が確実であるという前提で検証を進める。本論では、二つの建築物の集団において、建築物の法適合性に瑕疵が少ない集団の方が安全性の維持が確実である集団とする。

1.3.2 調査資料と検証方法

本論では、金融商品化されている建築物とその他一般に不動産投資の対象として法人・個人などが所有している建築物の適法性（瑕疵の有無）を比較することで、不動産金融商品化の影響を検証する。検証の骨格とそれに利用する主な資料は以下の通りである。

比較検証に先立って、まず不動産金融商品化の仕組み、関係者の役割、スキーム別の資産金額などを調査し、検証を進める上で必要となる金融商品化された建築物の識別法と、比較検証する使用するデータの特徴を整理する。合わせて、不動産金融商品市場の監督側である金融監督当局の立ち入り検査の結果の開示資料を調査し、被検査主体である不動産金融商品のスキーム関係者の審査・運用管理態勢において何が問題視されたのか、および指摘が減少してきた様子をまとめる。

金融商品化されている建築物とその他一般に不動産投資の建築物の比較検証は、主に 2 種類の資料を用いて行う。一つ目の検証は、J リート各社が投資不動産に関して開示している資料で、物件取得先の所有者属性別に、エンジニアリング・レポートの遵法性調査指摘（適法性の瑕疵）の割合の比較によって行う。ただし、J リートの同士の物件売買は少ないという取引実態を考慮すると、この取引資料での比較は、不動産金融商品化の内、J リート以外のスキームの建築物とその他一般の建築物を比較した検証ということになる。J リート自身の建築物の適法な維持管理については、自身の是正行動や消防庁の違反対象物との照合などにより調査するが、その他建築物との比較はできない。

二つ目の検証は、都内のある特定行政庁の協力の下で調査した建築設備定期検査報告のデータをもとに、不動産金融商品化で用いられる特別目的事業体が所有者の場合とその他一般の法人・個人が所有者の場合で、要是正指摘の割合などを比較することによって行う。所有者の法人形態により特別目的事業体を識別する方法において、一部の事業体を識別できない（その他一般に混入）という識別精度の制約がある前提での検証となる。ただし、不動産金融商品化市場のスキーム別の資産規模推計からすると、影響はかなり限定的と推察される。

1.3.3 不動産金融商品化関連の用語の説明と本論での定義

1) 不動産の金融商品化

一般に不動産の金融商品化とは、以下（表 1.3-1）に示す三つのスキームを総称する用語として用いられる。本論における不動産の金融商品化は、他人（投資家）の資金を集めて他人（特別な事業体名義）の不動産で運用するという仕組みを対象とし、以下の①～③のスキームより、それに当てはまらない③

広義の不動産証券化である不動産特定共同事業を除いた、①②の金融商品化のスキームを対象として、不動産の金融商品化が建築物の安全性に及ぼす影響の検証を行う（理由は5）で述べる）。表 1.3-1 では、それぞれのスキームの概要、違い、スキームで用いられる特別目的事業体の形態とその根拠法を示す。

以下では、比較検証を進める上で必要となる、一般の所有者の建築物と金融商品化された建築物の識別をするために、各種の特別目的事業体の法人形態や信託など、金融商品化に特有の特殊な仕組みを解説するが、本論の分析においては、特別目的事業体の種別の違いなどによる影響は考慮せず、金融商品化された建物全般とその他一般の建築物の集団としての差を比較検証する。

表 1.3-1 不動産の金融商品化の三つのスキームの説明

三つのスキーム		スキームの概要	違い	利用される特別目的事業体と〔根拠法〕
本論の検証の対象	①不動産の証券化	事業会社などの不動産の所有者が、キャッシュフローを生み出す特定の不動産を自身のバランスシートから切り離し、倒産隔離や信用補完の措置を施すことで、当該資産に係るリスクをファイナンス目的に応じて加工し、有価証券等の流動性の高い投資商品を発行することをいう。	有価証券を発行して資金調達する	投資法人 〔投信法〕 特定目的会社 〔資産流動化法〕
	②不動産の流動化	流動性の低い資産（不動産）を、より流動性の高い資産（金融資産）に転換する意味で用いられ、不動産を保有する事業会社などが、特定の資産保有を目的とする特別の事業体を設立して、そこに当該不動産を移転してその不動産が生み出す将来のキャッシュフローを原資に資金調達を行うことをいう。	有価証券を発行せず資金調達する	合同会社 〔会社法〕 特例有限会社 (株式会社) 〔会社法〕
本論の検証の対象外	③広義の不動産証券化	事業会社が、不動産特定共同事業法の許可を受けた事業主体となり、複数の投資家から出資金を調達し、実物不動産に投資を行う不動産小口化取引の一種をいう。	不動産の小口化商品による資金調達	匿名組合 〔不動産特定共同事業法〕

2) 特別目的事業体 (SPV : Special Purpose Vehicle)

一般に特別目的事業体とは、不動産の金融商品化や金融資産の証券化、プロジェクト・ファイナンスなどにおいて、信託や特定目的会社等のように、自らの資金の投資などの目的を有することなく、投資家からの資金調達や資産の小口化のためだけを目的として利用されるヴィークル（器）の総称として用いる。一般に特別目的事業体のうち、法人格を有するものが SPC (Special Purpose Company、特別目的会社) と呼ばれる。法人格を有しない特別目的事業体としては信託や組合が該当する。表 1.3-2 に法人格の有無に分けた特別目的事業体の例、本論で対象とする特別目的事業体を示す。

不動産の金融商品化における資金調達の器としては、法人格を持つ特別目的事業体は、特例有限会社（株式会社）、合同会社、特定目的会社、投資法人が、法人格を持たない特別目的事業体は匿名組合が利用されている。

本論の対象とする特別目的事業体は、不動産の金融商品化で利用される、投資法人、特定目的会社、合同会社、特例有限会社、信託とする。本論ではそれらの事業体の総称として特別目的事業体と記述する。

表 1.3-2 特別目的事業体の種別と本論の対象の説明

	特別目的事業体の例	本論で対象とする特別目的事業体
特別目的事業体 (法人格あり)	投資法人、特定目的会社などの法人	投資法人、特定目的会社、合同会社、特例有限会社（株式会社）
特別目的事業体 (法人格なし)	信託（種類として、資産流動化信託、特定信託、合同運用信託、証券投資信託など） 組合（種類として、任意組合、匿名組合、投資事業有限責任組合など）	資産流動化のための不動産信託（ただし、不動産信託を利用する場合は法人格を持つ特別目的事業体とセットでスキームが構築される） なお、匿名組合の内、不動産特定共同事業は対象外。

3) 不動産の金融商品化における、信託とその他の特別目的事業体の関係について

信託以外の法人格を持つ特別目的事業体は、投資家の資金を募り、借入れを行うなどの資金調達をして不動産事業に投資する。この不動産事業への投資は、実物不動産を直接所有する場合と、信託された不動産の信託受益権を所有する場合がある。信託は不動産を所有するために利用され、信託受託者は不動産の所有者であるが、不動産事業の収益は受益者に分配し、信託という器で投資家の資金を集めることはしない⁵。したがって、信託を利用するスキームにおいては、投資法人、特定目的会社、合同会社、特例有限会社（株式会社）のいずれかの特別目的事業体が、実物不動産を所有する代わりに不動産信託受益権を所有し、信託受益者として不動産事業の配当を収受する。取引実態としては実物不動産に直接投資するよりも、信託を用いるスキームが多い。どちらが実物不動産を所有するの影響は考慮しない。

4) 表 1.3-1 の①不動産の証券化と②不動産の流動化のスキームの違いについて

まず、監督上の管轄の違いとして、①不動産の証券化および②不動産の流動化においては、①で利用する特別目的事業体は財務省管轄の法律に基づく事業体であることから、金融・証券検査の被検査主体であるが、②で利用する特別目的事業体は総務省管轄の法律に基づく事業体であるため、金融・証券検査の直接の対象とはならない。しかし、それらの事業体を用いた場合であっても不動産の金融商品化の取引関係者である不動産信託受託者、資産運用会社、融資銀行、出資の募集業者などは、金融・証券検

⁵ 現在ではあまり利用されなくなったが、不動産の金融商品化が始まる前の旧来の土地信託業務においては、信託受託者が借入れも行い不動産開発を行った。信託協会の統計資料では、不動産の金融商品化で利用される信託を、土地信託と区別して資産流動化型信託として公表している。

査の対象であることから、特別目的事業体が直接の被検査主体であるかないかという違いによる影響は本論の分析においては考慮しない。

また、①不動産の証券化および②不動産の流動化においては、有価証券の発行の有無、つまり特定目的会社の特定目的社債や投資法人の投資口のような有価証券を発行して資金調達を行うか、有価証券の発行をせず融資や出資によって資金調達を行うかの違いがあるが、金融監督当局における、投資家保護や信用秩序の維持という監督の観点においては、どちらも同様に監督されるだろうと仮定し、有価証券の発行の有無の違いによる影響は本論の分析においては考慮しない。また、本論では信託の利用の有無、特別目的事業体の種別の違いなどによる影響は考慮せず、金融商品化された建物全般とその他一般の建築物の集団としての差を比較検証する。

5) 表 1.3-1③の不動産特定共同事業を除外する理由について

不動産特定共同事業については、以下 a~c の理由で、本論の検証において不動産金融商品化における特別目的事業体とは位置付けず、所有者属性の分類において一般の不動産所有者の集団として扱う。なお、第 2 章における不動産の金融証券化市場の規模その他の調査等においては、全体像を把握するための参考材料として③の市場規模なども調査する。

- a. 不動産特定共同事業では、不動産の所有企業が許可事業者になり、特別目的事業体に移転されないため、他人（投資家）の資金を集めて他人（特別な事業体名義）の不動産で運用するという仕組みに該当しない。本論で所有者名義を利用して、所有者属性を識別する際に、許可事業者の固有資産と識別ができない。なお、平成 25 年 12 月の法改正において、特別目的事業体を用いた不動産特定共同事業が可能となっているが、利用例は数例あるのみ。
- b. 不動産特定共同事業法は国土交通省の管轄であるため、同法の許可事業者は国土交通省の監督下にあり、金融監督当局の検査対象ではないこと。ただし、許可事業者から業務を受託するものは、金融監督当局の検査対象となる可能性がある。
- c. 不動産特定共同事業は、不動産の証券化が導入される以前から行われており、エンジニアリング・レポートによる調査の慣行が普及する前から存在したこと（現在の案件で、エンジニアリング・レポートによる調査を利用しているかどうかは不明である）。

6) 金融監督当局の検査の前提について

第 3 章の金融・証券検査の指摘事例・処分事例の調査・考察において、金融監督当局が検査対象としているのは、管轄法令に基づく特別目的事業体と、その他の取引関係者（各業務受託者や融資銀行など）である。特別目的事業体の内で、合同会社、特例有限会社の二つは根拠法が管轄外のため検査対象ではない。しかしながら、その場合であっても取引関係者は被検査主体であるため、本論の対象とする不動産金融商品化のスキームのすべてが検査対象となっているという前提で分析を行う。金融監督当局の検査実態としては、被検査主体の事業規模や業務内容によって、立ち入り検査の頻度には差があると考えられるが、本論の分析においてはそのような差は考慮しない。毎年検査が入らない被検査主体であっても、検査が入った際に行政処分を受けることがないように態勢整備は行うのが当然と考えられる。本

論においては金融商品化された全ての建築物について、取引関係者は、その適法性の瑕疵の審査・管理運用態勢が検査されていると仮定する。

7) 所有者属性別の比較検証に利用する調査データの特徴の違いによる、第4章の所有者属性の識別と第5章の所有者属性の識別への影響について

第4章と第5章においては所有者属性が特別目的事業体であるかその他一般の所有者であるかで集団を分けて比較検証している。第4章のJリーートの物件取得先については、Jリーート間で物件を売買する例がまれである⁶ことから、比較に用いる特定目的事業体の集団には実態としてJリーートがまれにしか含まれない集団と比較していることになる。その集団に属する特別目的事業体は、私募リーートの投資法人（Jリーートのように上場していない不動産投資信託）、特定目的会社、合同会社、特例有限会社で構成されている。第5章の建築設備定期検査報告の特別目的事業体は、報告対象区域内に所在するほぼすべてを含んだ集団である（識別の詳細は第2章で詳述）。

以上の特徴を表1.3-3にまとめる。

表 1.3-3 特別目的事業体別の本論の分析上での特徴の説明

特別目的事業体の別	金融監督当局の検査の直接対象か	情報開示	Jリーートの取得先に含まれるか	建築設備定期検査報告で識別可能か
信託	○	×	○	○
上場投資法人（Jリーート）	○	○	△（該当はかなり少ない）	○
非上場投資法人（私募リーート）	○	×	○	○
特定目的会社	○	×	○	○
合同会社	×	×	○	○
特例有限会社	×	×	○	△（通常は信託を利用するのでほぼ○に近い）

8) REIT（Real Estate Investment Trust、リーート）

REIT（Real Estate Investment Trust、リーート）とは、不動産投資信託の略称で、投資家から資金を集めて不動産を運用して得た賃料収入等を投資家に分配する金融商品のことをいう。

リーートは、米国で1960年代に誕生し、1990年代に急速に拡大した。日本においては、2000年11月「投資信託及び投資法人に関する法律」の改正により、2001年9月に市場が創設された。2016年4月末時点で東京証券取引所に54銘柄が上場。仕組みがアメリカのリーートと異なる点もあるため、Jリーート

⁶ 通常Jリーート間の売買は、他の投資法人が投資対象から外した投資物件を、他の投資法人があえて取得する理由がなければ行われぬ。実際の売買事例としては、オフィスビルの投資に特化する投資方針に変更したために売却された少数の商業施設物件を、商業施設への投資に特化した投資法人が購入した例などがある。

と呼ばれる。また、非上場のリートを私募リートと呼び、2016年3月末時点で16銘柄が運用を行っている。私募リートは上場リートと違って、一般には情報が非開示である。

なお、日米のリーートの主な違いとして、Jリートは、資産の運用・管理等は外部の専門機関に委託（外部運用型）し、投資法人自体に従業員はいない特別目的事業体で、不動産開発を行わないのに対して、米国のリートは、資産の運用・管理を自ら行い（内部運用型）、不動産開発も行うことがあげられる。

日本においては、90年代のバブル崩壊の後、金融機関の不良債権処理、市場金融機能の強化や外資の参入といった過程で、一般に証券化と呼ばれるファイナンス・スキームが導入され普及・拡大した。バブル崩壊で多額の不良債権を抱えた銀行の間接金融機能の停滞を補完するために、不動産や金融資産を裏付けに直接金融で市場から資金調達するルートを開いたのが証券化であった。銀行は住宅ローン、リース会社はリース債権を、不動産会社や事業会社は不動産をというように、優良資産をこぞって証券化し、一時は企業の普通社債の発行金額を証券化商品の金額が上回るに至った。こうした危機的状況乗り越えて、銀行と企業の経営状況が改善した今日においては、企業の資産の切り出しによる市場からの資金調達は銀行融資に回帰したことから、証券化による資金調達は急速に縮小した。

対照的に、不動産セクターでは、Jリートを筆頭に不動産証券化市場の拡大が目覚ましく、国内外の不動産ファンドによる活発な不動産投資など、不動産の金融商品化が拡大を続けている。不動産関連企業は、不動産投資（所有）と負債偏重でバランスシートが肥大したことによる経営リスクをバブル崩壊で痛感したために、Jリート市場や不動産流動化の手法がそれを補完する機能として必要とされたこと、金融のグローバル化で外資系ファンドの不動産投資で活用されたこと、貸出先獲得のために銀行がJリート向けの融資や不動産流動化のための融資に積極的であることなどの諸事情が不動産の金融商品化の拡大の背景にある。サブプライム問題に端を発した金融危機の際に、Jリート市場は設立からの日が浅く投資法人による融資の借り換えが困難になる状況が懸念されたが、官民連携による支援体制（いわゆる官民ファンド⁷）をすぐさま整えて投資法人の資金繰りの破たんを回避したのは、Jリート市場の維持が社会的に不可欠にまで重要度が高まっているからに他ならない。

Jリーートの今後の展開

最近ではインフラに投資するJリートが上場したほか、病院を投資対象とするJリートや証券化手法による公的不動産活用について国土交通省主導で議論が進められており、一層広範な資産へ証券化手法の活用が推進されている。これは、経済成長期に資本投資されたインフラ、公共施設、病院施設などの老朽化が進み、維持更新の負担が増している状況において、過去の積極的な財政出動や少子高齢化による社会保障の増加によって、国・自治体の財政状況は相当に悪化しているため、できるだけ財政負担をかけないように証券化手法を活用した民間資金の導入が求められていることが社会的な背景と考えられる。また、一般の不動産会社と比較して、Jリートは資本調達を頻繁に行っているため財務レバレッジが低い（資本が厚く借りに頼る割合が少ない）。この安定的な資金調達を裏付けに長期の不動産投資主としても期待される。このような社会背景を勘案すれば、不動産の金融商品化市場は投資対象の拡大と同時に市場規模を拡大していく可能性が高い。

⁷ 国と民間が特定の目的のために資金を出し合って融資を行い、その配当や収益を分配する機関のことで、設立事例として革新技术支援の産業革新機構、Jリート支援の不動産市場安定化ファンドなどがある。日本政府の緊急経済対策として、期間を限って創設されることが多い。

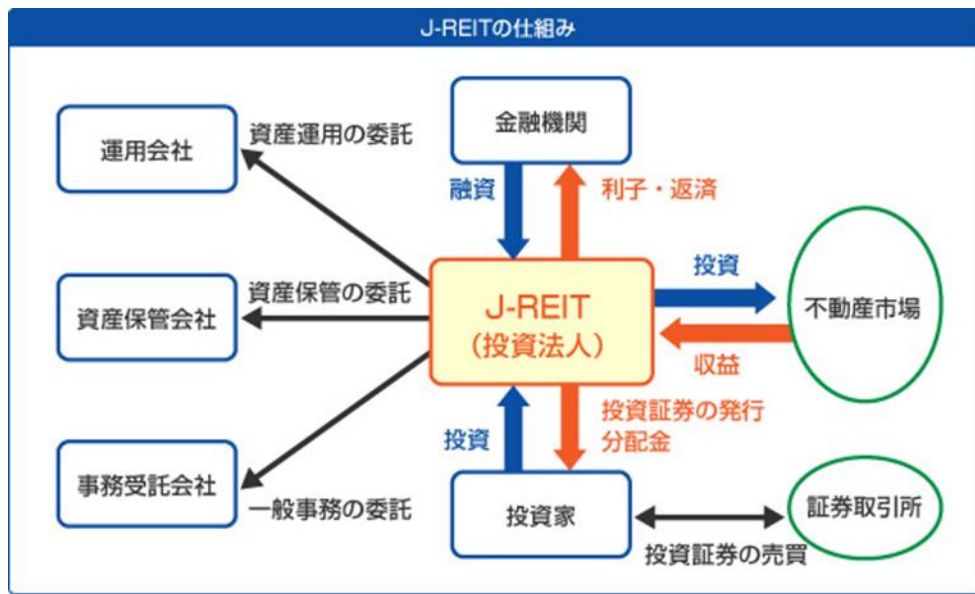


図 1.3-1 Jリークの仕組み（一般社団法人投資信託協会のHPより）

1.3.4 不動産金融商品化の関係者と所有者責任の所在の説明

不動産の金融商品化取引においては、企業や個人が所有する不動産が、自らの資金の投資などの目的を有することなく、投資家からの資金調達や資産の小口化のためだけを目的として利用される特別目的事業体に移転されると同時に、その特別目的事業体が不動産の取得に必要な資金を、投資家の出資や金融機関からの借り入れによって調達するという構成が、一般的・基本的スキームである。不動産の金融商品化においては、不動産の信託を用いることが多いが、図 1.3-1 では建築物の所有・管理・利用・資金調達の関係が理解し辛いと思われるため、関係当事者の少ない仕組みの順に以下に説明する。

不動産の金融商品化を用いない一般の不動産投資スキームは、図 1.3-2 に示すように不動産に投資する主体が実物不動産の所有者であり、かつ投資利益の享受者であり、かつ資金調達者である。図は建築物の所有者を中央に配置し、そのまわりに取引関係者を示す。

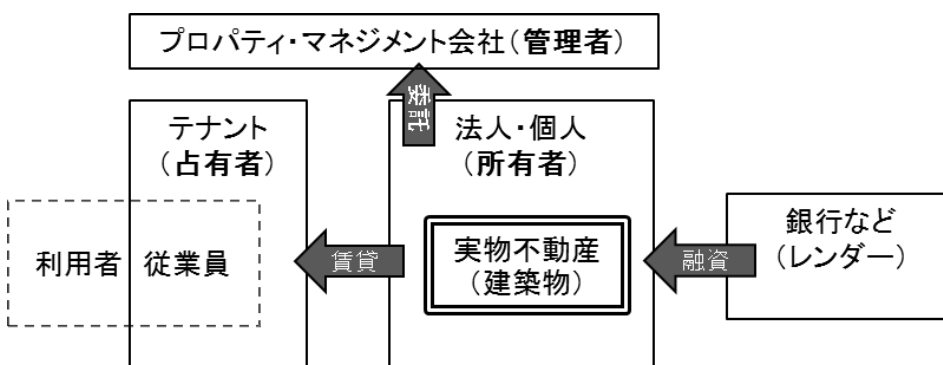


図 1.3-2 一般的な不動産投資

次に、不動産の金融商品化の典型的なスキームとして、①不動産信託を用いない金融商品化スキーム（図 1.3-3）、②不動産信託を用いた金融商品化スキーム（図 1.3-4）、③不動産信託と実物不動産投資を併用したスキーム（図 1.3-5）の3種類を示す。

なお、消防法上の防火対象物等の“管理について権原を有する者”について、総務省消防庁の通知『消防予第52号（平成24年2月14日）防火対象物等の「管理について権原を有する者」について』において、このような不動産金融商品化のスキームにおける管理権原者の考え方を含めた整理が示されている（表 1.3-4）。同通知によれば、建築物の共用部の管理権原者について、信託が所有者の場合は信託、それ以外の不動産証券化については、「信託銀行、特定目的会社(投資法人)、アセット・マネージャー(不動産経営)等 ※ 管理・運営状況等で判断」との実務運用が示されている。特別目的事業体には建築物の管理等に関わる運営実態がないことを考慮して実務運用の考え方を整理したものと考えられる⁸。図 1.3-3 から図 1.3-5 における、資産運用会社が同通知のアセット・マネージャーに該当することから、資産運用会社の部分に管理権原者と記入している。実態判断で資産管理会社が管理権原者でない場合もありうるが、管理・運営に関与しない特別目的事業体が管理権原者となることは実態にそぐわないので、信託を用いない場合は資産運用会社が管理権原者となると考えられる。

①不動産信託を用いない金融商品化スキームでは、実物不動産の所有者が資金調達を行う特別目的事業体となり、不動産収益を投資家に分配する。実際の不動産の運用管理は、資産運用会社が受託して行う。（図 1.3-3）

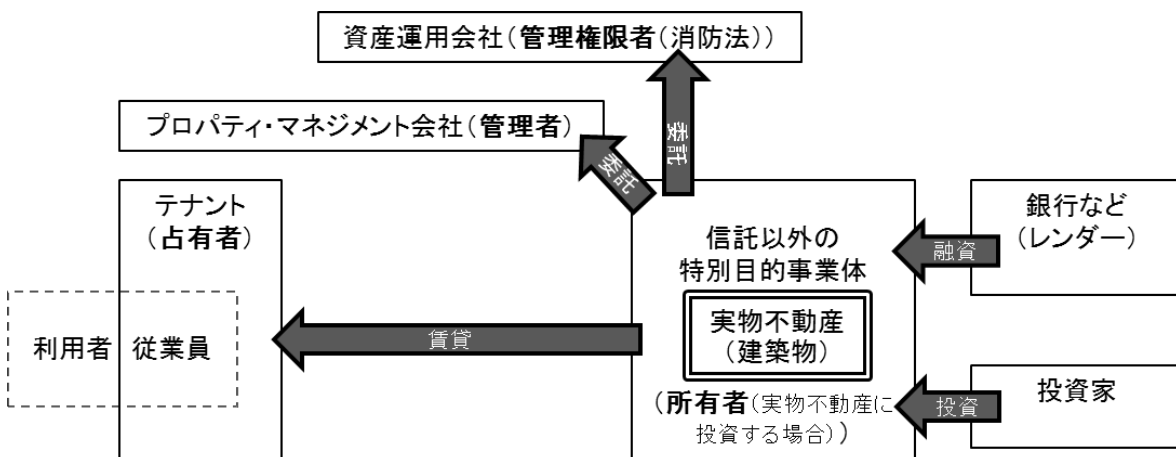


図 1.3-3 ①不動産信託を用いない金融商品化スキーム

②不動産信託を用いるスキームにおいては、信託受託者が実物不動産の所有者となり、資金調達を行う特別目的事業体は実物不動産の所有者とはならず信託契約に基づく受益者として、不動産収益を信託配当として受け取った後に投資家に分配する。実際の不動産の運用管理は、資産運用会社が受託して行う。

⁸ 同通知においては、PFI 事業についても同様に管理・運営状況等で判断する整理がなされており、「事案ごとに PFI 事業契約等の内容から判断」と例示されている。

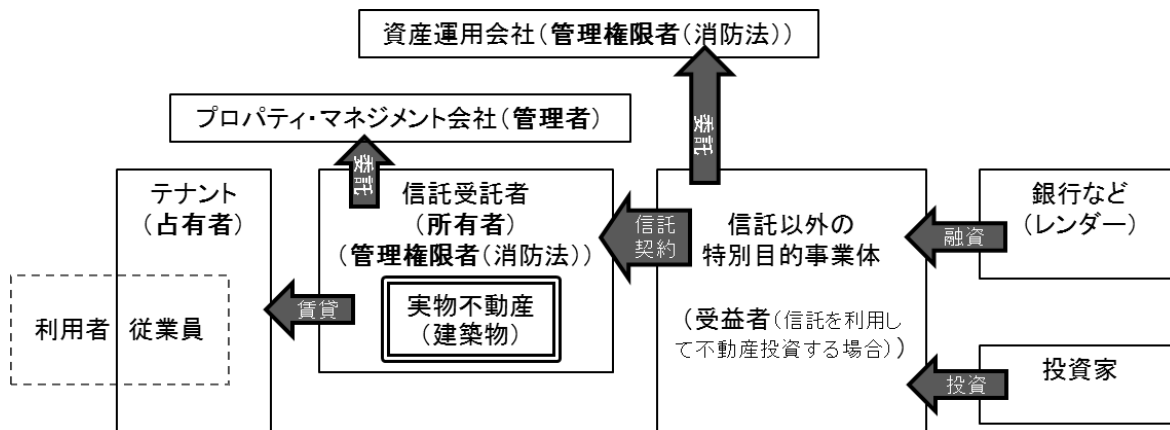


図 1.3-4 ②不動産信託を用いた金融商品化スキーム

③不動産信託と実物不動産投資を併用したスキームでは、特別目的事業体が①と②のスキームの両方の役割をし、所有する実物不動産の収益と信託配当として受け取った不動産収益を投資家に分配する。実際の不動産の運用管理は、資産運用会社が特別目的事業体から受託して行う。

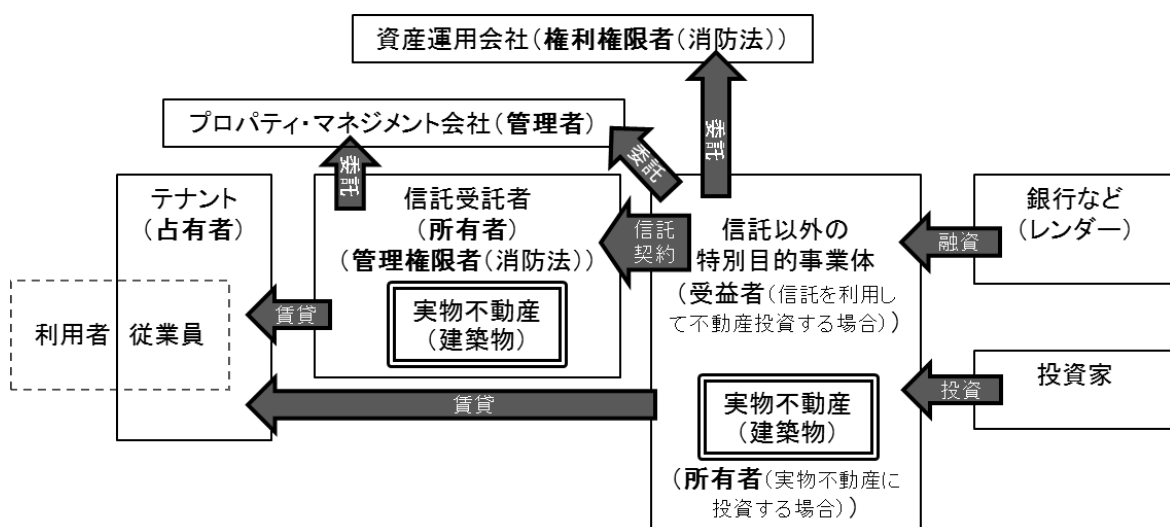


図 1.3-5 ③不動産信託と実物不動産投資を併用したスキーム

表 1.3-4 管理について権原を有する者（総務省消防庁の通知より抜粋）

形態	管理権原者	
	共有部分	専有部分
所有者自身が管理する場合 (総合ビル管理者に管理全般を委託する場合を含む)	・防火対象物の所有者	・防火対象物の所有者 ・所有者との賃貸借契約により入居している事業主
信託する場合（所有権が所有者から信託会社に移転の場合）	・信託会社	・信託会社との賃貸借契約により入居している事業主
不動産証券化の場合	・信託銀行、・特定目的会社(投資法人)、 ・アセットマネジャー(不動産経営)等※管理運営状況等で判断	・信託銀行等との賃貸借契約により入居している事業主

なお、不動産金融商品化の市場規模などに関しては第 2 章で詳述するが、不動産信託を用いて投資されている金額は約 30.8 兆円、特別目的事業体が実物不動産に投資している金額は約 6.4 兆円と推計され、信託を利用するケースが実物不動産を所有するケースの 4 倍以上あると推計される（図 1.3-6）。事業許可や税法上など実務上の使い勝手が優れる理由から、実物不動産を直接保有するのではなく、不動産信託を用いる事例が多いことが理由と考えられる。なお、図 1.3-6 の不動産特定共同事業法の場合には特別目的事業体として匿名組合を利用するが、不動産投資事業が許可事業者名義の資産として営業されるため、外見的には一般の不動産投資との見分けがつきにくい。

1.3.5 不動産金融商品化の関係者と金融監督当局の被検査主体の説明

本論では、不動産金融商品市場の監督側である金融監督当局がスキーム関係者に立ち入り検査を行う際に、不動産金融商品の投資家保護の観点や融資金融機関の信用秩序の観点などから、結果的に建築物の違法性の調査と違反があった場合の対処などが検査されるようになったことに着目している。このため、不動産金融商品化スキームと検査の関係の理解のために、どの取引関係者に検査が行われるかを、図 1.3-2 と図 1.3-5 を用いて説明する。

まず、一般的な不動産投資と金融検査の関係を図 1.3-6 に示す。不動産投資に必要な資金の一部を企業や個人に融資している銀行など金融機関が金融検査の被検査主体となる。このような従来型の融資においては、建築物の適法性に瑕疵があったとしても、不動産所有者に対する融資が金融検査で指摘はされない。

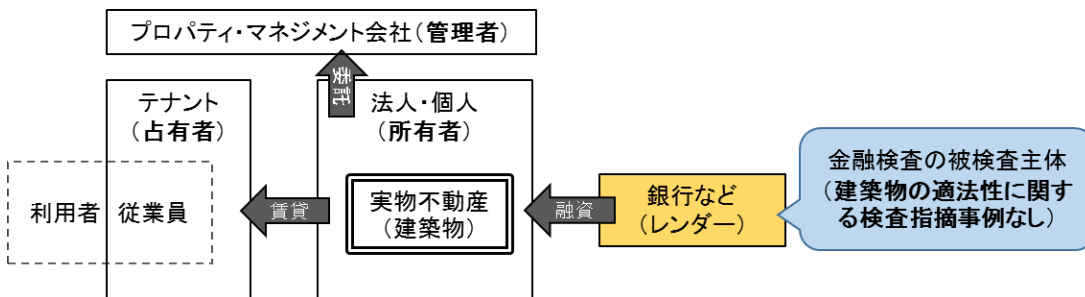


図 1.3-6 一般的な不動産投資における金融検査

次に、不動産の金融商品化スキームにおける金融・証券検査について概要を説明する（金融検査・証券検査については第 3 章で詳述）。一般的な不動産投資と比較すると、不動産の金融商品化は金融スキームであるため、金融監督当局の監督下にある多数の取引関係者がスキームに関与している。不動産信託と実物不動産投資を併用しているスキーム（前述③）を例に図 1.3-7 に示す。信託を利用してれば、不動産信託受託者となる信託銀行などが金融検査の被検査主体である。金融検査において、受託財産である建築物の適法な維持管理の態勢に不備が見つかれば指摘される。次に、資産運用会社が証券検査の被検査主体である。投資運用対象とする不動産審査で建築物の適法性に瑕疵がないか調査し、瑕疵が見つかれば対処しているかなどが検査され審査態勢や管理運用態勢に不備が見つかれば指摘される。通常の

不動産金融商品化においては、投資家の投資効率を高めるために金融機関から融資を受ける。この融資は特別目的事業体に対する融資であるため、一般の融資のように債務者の信用力に返済を依拠しない形態の融資である。このため、特別目的事業体の投資する建築物が適法なものであるか審査しているかが検査され、融資の審査態勢に不備があれば指摘される。特別目的事業体内、投資法人と特定目的会社は、投信法およびSPC法の定めに基づいて証券検査の被検査主体となる。特別目的事業体が合同会社や特例有限会社（株式会社）の場合には、金融監督当局の管轄する法律に基づいて設立された法人形態ではないため金融・証券検査の対象とはならない。しかし、その場合であっても、特別目的事業体から運用を受託する資産運用会社や融資金機関が被検査主体であることから、金融商品化された建築物においてはスキーム関係者の誰かが金融・証券検査の対象となっている。なお、不動産特定共同事業の場合には、国土交通省の管轄する法律に基づいて事業が行われるため、金融・証券検査の対象とはならない。

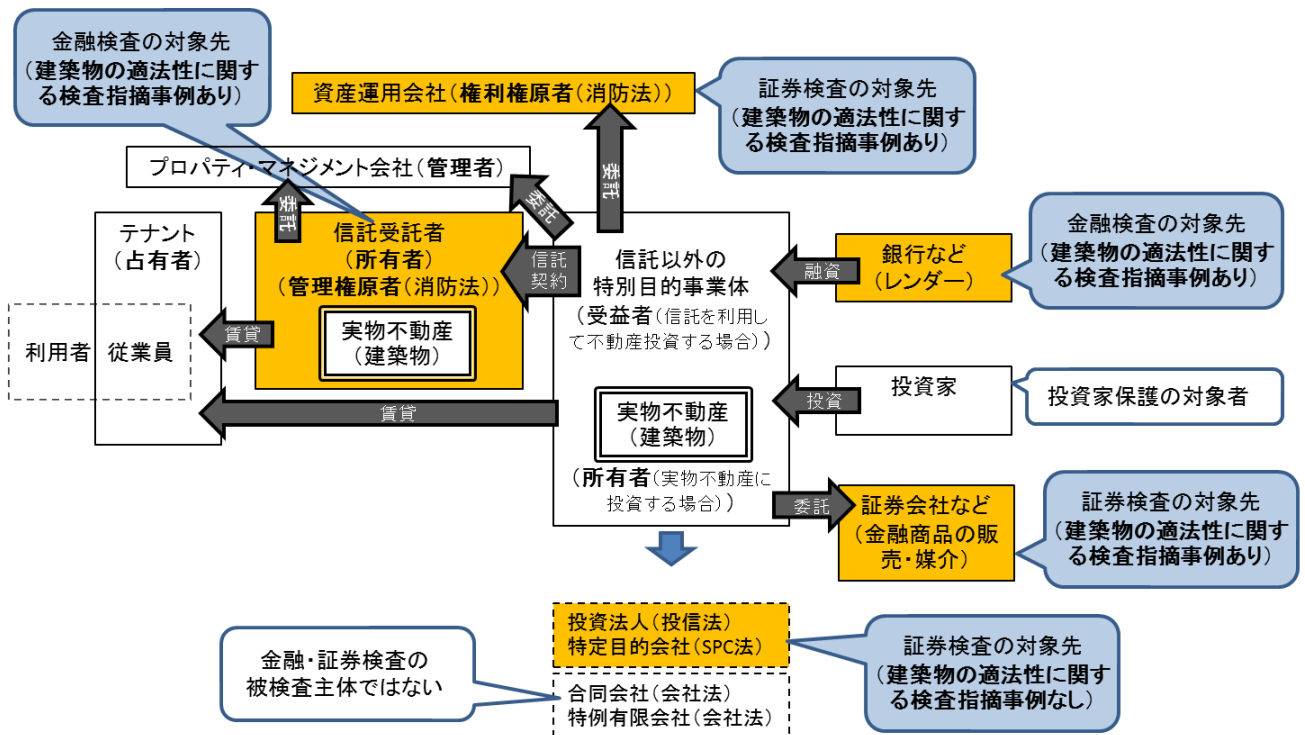


図 1.3-7 不動産金融商品化における金融・証券検査（不動産信託と実物不動産投資を併用の例）

1.4 本論文の構成

本論は、不動産金融商品化スキームでの所有者とその他一般の所有者の建築物の適法な維持管理の違いが、建築物の安全性にどのように影響するかの一端を明らかにすることを目的とする。本論は、図 1.4-1 に示すように全体を 6 章で構成する。各章の概要を以下に述べる。

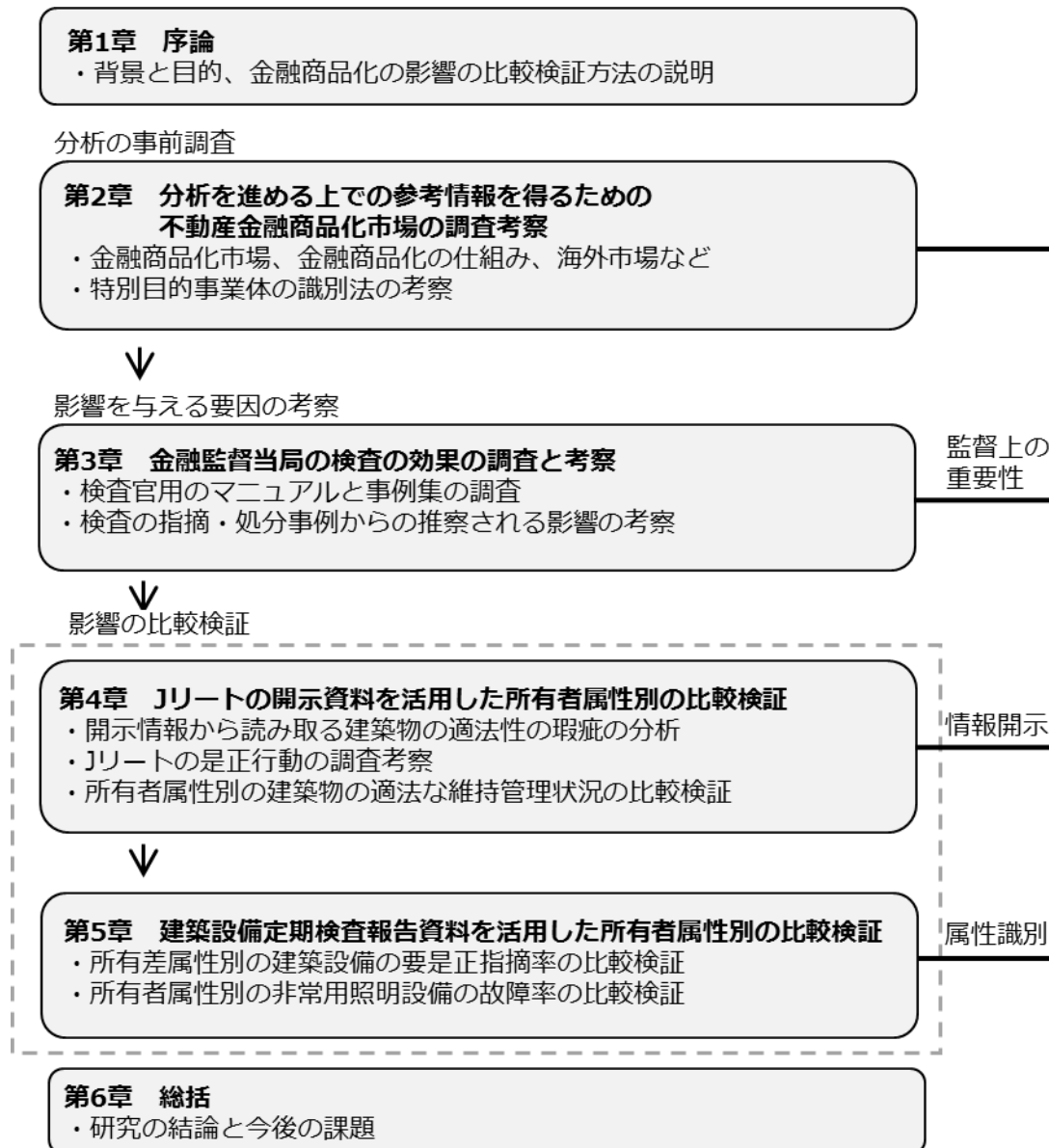


図 4.1-1 本論文の構成

第1章では、研究の背景と目的を説明、本論で研究対象とした建築物と不動産金融商品化にかかわりのある既往の研究について整理するとともに、不動産金融商品化に関わる用語や不動産金融商品化スキームの説明と本研究の対象範囲、本論の構成を記す。

第2章では、不動産の金融商品化の影響の検証を進めるに上での事前調査として、分析の参考となる情報を得ることを目的として、以下のような項目につき金融市場関連の調査考察を行う。

不動産金融商品化の市場規模、特別目的事業体別の資産規模を推計し特別目的事業体を識別する際の参考とする。資金の流れ、物件の流れを把握し特別目的事業体の集団の特徴の参考とする。不動産業向け融資における不動産金融商品化向け貸出の比重、不動産金融商品化における信託受託者の集中度など、金融監督当局が検査で不動産金融商品化に注目する背景を把握する。法人形態による特別目的事業体の

識別方法を説明し識別制度に関して考察する。海外のリート市場から日本への投資動向を把握し、Jリートと同様な開示情報が利用できるかを調べる。今後の参考として社会的責任投資の動向を調査する。

第3章では、不動産の金融商品化による変化の着目点の一つ、金融監督当局の検査の状況を把握し、影響の検証を進めるに上での分析の参考となる情報を得ることを目的として、以下のような項目につき金融監督当局の開示資料の調査考察を行う。

検査マニュアルから金融監督当局の注目点に建築物がどのように関係するかを把握する。検査指摘事例などから、建築物関連で金融機関に共通する問題を把握する。指摘事例の時系列での減少変化から、第4章、第5章の検証につなげる取引関係者の態勢整備を仮説立てる。

第4章では、不動産金融商品化の特別目的事業体とその他一般の所有者の集団において、建築物の適法性の瑕疵の状況の差を検証することを目的として、Jリーートの開示資料を利用して以下のような項目につき調査考察を行う。

Jリーートの開示情報から取得物件についてどのような適法性の瑕疵があったのかを調査分析する。Jリートによる是正行動を把握し、Jリートのように情報開示を行うことで建築物の遵法比率が上がる可能性について示唆する。また、適法性の瑕疵の内容要因別に比較し何らかの傾向が読み取れるかを調査し、第3章の検査指摘事例の変化に追随する形で、建築物の適法性に瑕疵のある物件の比率が低下していることを示す。この比較に用いるデータは特別目的事業体にJリート自身を含まない集団での比較である。

第5章では、不動産金融商品化の特別目的事業体とその他一般の所有者の集団における、建築物の適法性の瑕疵の状況の差を検証することを目的として、ある特定行政庁における建築設備定期検査報告制度に基づく報告書の調査データを用いて以下のような項目につき調査考察を行う。

この比較においては、特別目的事業体にJリートを含むほとんどすべての特別目的事業体を含むデータによる比較である。識別された特別目的事業体の集団とJリーートの開示情報から抽出した特別目的事業体の集団の違いを把握する。特別目的事業体の集団とその他一般の所有者の集団の建築年代の差に留意して比較検証を行う。非常用照明設備の故障率の分布の差によって両者の維持管理状態の差を示す。

第6章では、以上の結果をまとめ、本研究の成果を統括する。

参考文献

- 1) 板谷敏正、小松幸夫：投資用不動産におけるプロパティマネジメント業務体系に関する研究,日本建築学会計画系論文集 No.643, pp 2063-2069, 2009.9
- 2) 山岸勇太、小松幸夫、板谷敏正、星明宏：不動産を対象とするアセットマネジメントに関する研究 その1 J-REITにおける組織及びリスク管理体制の実態調査, 日本建築学会大会学術講演梗概集, F-1 pp 1151-1152, 2010.7
- 3) 星明宏、小松幸夫、板谷敏正、山岸勇太：不動産を対象とするアセットマネジメントに関する研究 その2 J-REITにおける不動産運用状況に関する実態調査, 日本建築学会大会学術講演梗概集, F-1 pp 1153-1154, 2010.7
- 4) 西澤鉄雄、柘植喜治、小林秀樹：ファンド物件の建築ストック活用事例における劣化・法・改修対策コストの実態に関する研究 -不動産流動化事業に際してのERと実施施工を通して-, 日本建築学会計画系論文集 No.698, pp 973-982, 2014.4
- 5) 米澤勉：建築物の長寿命化と不動産評価-不動産の金融商品化による長寿命化策に関する考察, 日本建築学会総合論文誌(9), pp 43-46, 2011.1
- 6) 広岡、機構の技術基準や物件検査がどのように活用されてきたのか?、季報「住宅金融」、2012年度秋号
- 7) Piet Eichholtz, Nils Kok and John M. Quigley : Doing Well by Doing Good? Green Office Buildings、the Center for the Study of Energy Markets (CSEM) Working Paper Series (University of California Energy Institute), No. 106、2009.8
- 8) 清水千弘、吉田二郎：環境配慮型建築物が不動産価格に与える影響 - 日本の新築マンションのケース、CSIS Discussion Paper (University of Tokyo), No. 106、2010.5
- 9) 吉田二郎、不動産取引価格情報を利用した日本の環境配慮型不動産の経済価値-東京のマンションによる実証一、社団法人東京都不動産鑑定士協会、共同研究シリーズⅢ-1 (2011)、2011.3

補足説明 1

「フィデューシャリー・デューティ」とは、英米法において信託を受けた者が履行すべき義務を指し、“信託義務”や“受託者責任”などと翻訳される。元々は信託受託者が信託委託者および受益者に対し負う義務を指す概念である。英米法においては、広範な裁量権を有し財産の処分・管理を行う信託受託者が受益者の利益を専一に考え、裁量権の濫用を防止する法理が判例の積み重ねにより形成された。またこの概念は英米法においては信託受託者以外にも弁護士・医師・会計士などその専門的能力と裁量権をもって他者のために働く者にまで拡張されている。日本においても金融業界で投資運用の受託者などにおいて、フィデューシャリー・デューティが意識されるようになったが、金融庁が監督の視点にフィデューシャリー・デューティを取り入れるようになったことも影響している。

第 2 章

分析を進める上での参考情報を得るための不動産金融商品化市場の 調査考察

第2章の目的

不動産の金融商品化の影響の検証を進めるに上での事前調査として、分析の参考となる情報を得ることを目的として、以下のような項目につき金融市場関連の調査考察を行う。

不動産金融商品化の市場規模、特別目的事業体別の資産規模を推計し特別目的事業体を識別する際の参考とする。資金の流れ、物件の流れを把握し特別目的事業体の集団の特徴の参考とする。不動産業向け融資における不動産金融商品化向け貸出の比重、不動産金融商品化における信託受託者の集中度など、金融監督当局が検査で不動産金融商品化に注目する背景を把握する。法人形態による特別目的事業体の識別方法を説明し識別精度に関して考察する。海外のリート市場から日本への投資動向を把握し、Jリートと同様な開示情報が利用できるかを調べる。今後の参考として社会的責任投資の動向を調査する。

2.1 不動産金融商品化市場のから得られる参考情報

2.1.1 不動産金融商品化市場の規模と特定目的事業体別の資産規模推計

まず初めに、不動産金融商品化市場の大まかな規模を概観するが、全体像を一元的に集計して公表した公表データはないので、以下ではさまざまな公表データから全体像を推計する。不動産証券化協会のデータより集計したJリート⁹の資産規模は13.8兆円、私募リート⁹の資産規模は1.4兆円である。信託協会発表の不動産の資産流動化型信託（資産の流動化を図り、原資産保有者が資金調達を行うための信託）の受託残高は30.8兆円に達している。金融庁の資料などを参考に、信託を利用せずに実物不動産に直接投資する特定目的会社の資産金額やケースを調べると金額が把握できるものが6.4兆円ある。合同会社や特例有限会社の資産規模を推計できる公表資料はないが、それらのほとんどが信託を利用していると仮定すると、少なくとも37.2兆円の市場規模があると推計される。不動産金融商品をけん引するJリート市場は、銘柄数、時価総額ともに、東証一部上場の不動産セクターに迫る規模にまで成長していることが分かる（表2.1-1、2.1-2）。これ以降の考察では37.2兆円と仮定して進める。

なお、国土交通省の設置した不動産投資市場政策懇談会⁹は、平成28年3月に公表した、「不動産投資市場の成長戦略 ～2020年に向けた成長目標と具体的取組～²⁾」において、2020年頃にリート等の資産規模を約30兆円に倍増させるという不動産投資市場の成長目標を掲げて、官民挙げて不動産金融商品化市場の拡大が推進されている。

表 2.1-1 不動産市場規模の比較

市場セクター	資産規模	時価総額	銘柄数
不動産金融商品化全体	37.2 兆円*1	n/a	n/a
内、Jリート	13.8 兆円*2	11.8 兆円*2	52
東証一部上場不動産会社	n/a	13.6 兆円*3	55

*1 不動産証券化協会、金融庁、信託協会の資料より推計、

*2 不動産証券化協会の公表資料より集計、*3 東京証券取引所の公表資料より集計。

⁹ 不動産投資市場の活性化を通じ、国民生活の向上と我が国経済の発展を図るため、不動産投資市場の持続的な成長について取り組むべき課題や施策等について検討を行うことを目的として、国土交通省により設置された。

表 2.1-2 特定目的事業体別の資産規模推計と信託・実物不動産の別

(兆円)

特別目的事業体の別	信託受益権の金額	実物不動産の金額	合計金額
上場投資法人(Jリート)	10.9	2.9	13.8
非上場投資法人 (私募リート)	不明	不明	1.4
特定目的会社	4.2	3.5	7.7
合同会社	不明	不明 (利用は例外的)	14.3~15.7
特例有限会社	不明	不明 (利用は例外的)	
合計	30.8	6.4~7.8	37.2~38.6
信託受託者はこの部分			

2.1.2 Jリーートの投資主の特徴

不動産の金融商品化によって、建築物の所有者、運用者、利益享受者が分離する様子の一旦を把握する目的で、東証1部上場の不動産会社の各投資部門の株式保有比率と、同じく東証に上場する不動産投資信託(Jリート)の投資法人の投資口保有比率を比較した。以下にJリーートの投資が投資信託を介して個人に普及している様子を示す。

国内株式市場ではバブル崩壊以後、株式の持ち合い構造が崩れ、地銀・都銀などや事業法人などの保有比率が減少する一方で、外国法人等の保有比率の上昇が顕著である。東京証券取引所ほか各取引所で構成された日本取引所グループの公表資料³⁾より投資主別の株式保有比率を表2.1-3に示す。1部上場の不動産会社の株式保有比率については、金融機関(投資信託・年金信託を含む)・証券会社・外国法人等の投資口保有比率合計で67.0%を占めている。外国法人等の保有比率が最も高く37.3%、次いで事業法人等が23.5%となっている。日本取引所グループの公表資料⁴⁾より投資主別の投資口(上場企業の株式に相当)の保有比率を表2.1-4に示す。Jリート投資口の保有比率においては、金融機関(投資信託・年金信託を含む)・証券会社・外国法人等の投資口保有比率合計で79.5%を占めている。投資信託の保有比率が最も高く36.2%、次いで外国法人等が22.5%となっている。個人による直接投資は、Jリートが9.4%、1部上場の不動産会社が9.5%でどちらも大差なかった。Jリーートの投資口は株式同様の金融商品として定着し、投資信託を筆頭に金融機関によって過半を保有されている様子がわかる。

表 2.1-3 投資部門別 J リート投資口保有金額 (単位：億円)

カテゴリー	保有金額	%
(1) 政府・地方公共団体	—	—
(2) 金融機関小計 a+b+c+d+e	53,513	55.8
a 都銀・地銀等	6,676	7.0
b 信託銀行	41,865	43.7
(a+bのうち投資信託分)	34,734	36.2
(a+bのうち年金信託分)	988	1.0
c 生命保険会社	2,396	2.5
d 損害保険会社	485	0.5
e その他の金融機関	2,089	2.2
(3) 証券会社	1,993	2.1
(4) 事業法人等	9,722	10.1
(5) 国内法人小計 (2)+(3)+(4)	65,230	68.1
(6) 外国法人等	21,608	22.5
(7) 個人・その他	8,998	9.4
合計 (1)+(5)+(6)+(7)	95,837	100.0

表 2.1-4 投資部門別東証 1 部上場不動産会社株式保有金額 (単位：億円)

カテゴリー	保有金額	%
(1) 政府・地方公共団体	1	0.0
(2) 金融機関小計 a+b+c+d+e	44,716	28.2
a 都銀・地銀等	5,700	3.6
b 信託銀行	31,015	19.5
(a+bのうち投資信託分)	7,485	4.7
(a+bのうち年金信託分)	2,747	1.7
c 生命保険会社	4,047	2.5
d 損害保険会社	3,131	2.0
e その他の金融機関	821	0.5
(3) 証券会社	2,357	1.5
(4) 事業法人等	37,333	23.5
(5) 国内法人小計 (2)+(3)+(4)	84,407	53.2
(6) 外国法人等	59,286	37.3
(7) 個人・その他	15,111	9.5
合計 (1)+(5)+(6)+(7)	158,806	100.0

2.1.3 不動産向け貸出状況とJリートの債務の状況

以下、不動産金融商品化関連に対する金融機関の貸出状況を調査することで、金額的に金融監督当局の検査において重要な分野であること、およびJリート以外の特別目的事業体からJリートに資産が移転している様子の一旦を示す目的で調査する。

日銀の公表資料⁹⁾より集計した不動産業向け貸出状況を表 2.1-4 に、Jリート投資法人各社のHPより集計した有利子負債残高を表 2.1-5 に示す。2015 年末の不動産業向け貸出金は 65.7 兆円であるが、この内、不動産の金融商品化関連の“不動産流動化等を目的とする SPC”向けは 5.7 兆円であった。Jリート向けの貸出金は“不動産流動化等を目的とする SPC”には含まれていないため、別途Jリート各社のHPから有利子負債の情報を集計してみると合計で 6.20 兆円あり、“不動産流動化等を目的とする SPC”向けの貸出金と合計で 11.9 兆円に達している。この他に私募リート向けの貸出金が数千億円あると推計されるが含まれていない。この不動産金融商品化関連の貸出金額は金融機関の不動産業向け貸出金 65.7 兆円の 18.1%の水準に達しており、金融監督当局の検査において重要な分野であることが分かる。

日銀の資料を過去 3 年分遡って集計すると、不動産流動化等を目的とする SPC”向け貸出金は 6.4 兆円から 7,300 億円減少していることがわかる。表 2.1-5 には、この 3 年間のJリートの不動産保有金額の推移を示しているが、Jリートの物件取得が活発であることが分かる。金融機関の“不動産流動化等を目的とする SPC”向けの貸出金が減少している理由は、Jリート以外の特別目的事業体からJリートに不動産が売却されることが多いこと、その金額が一般の不動産所有者からJリート以外の特別目的事業体に売却される不動産の金額を上回っていることが理由と考えられる。大きな不動産の動きとしては、一般の所有者→Jリート以外の特別目的事業体→Jリートという不動産譲渡の流れができていたことが背景にある。

なお、Jリートの債務 62,070 億円は金融機関からの借入と投資法人債の発行¹⁰⁾でまかなわれている(表 2.1-6)。2.1.1 の調査では、Jリート投資口の金額は 95,837 億円であった。時点の統一されていない金額での推計にはなるが、それらの合計 162,853 億円の調達資金の内、金融機関の投融資金額が 122,524 億円(75.2%)となる。したがって、Jリートの資金調達は金融機関に非常に大きく依存しているという構造が分かる。

¹⁰⁾ 一般企業という社債発行による調達のこと。長期資金を市場からの直接金融で調達する際に用いられ、投資法人債は金融機関などの機関投資家に販売される。

表 2.1-5 不動産業向け貸出状況

(単位：億円)

貸出残高 (四半期末)	2013年12月	2014年12月	2015年12月
不動産業	611,142	624,813	657,102
・不動産流動化等を目的とするSPC	64,104	57,152	56,807
・個人による貸家業	205,649	206,692	210,652
・不動産関連地方公社等	16,107	12,525	10,960
全業種合計	4,359,284	4,500,891	4,649,908
内、Jリート借入残高			62,070
Jリート 保有不動産額	112,148	126,612	139,755

新規貸出額 12ヵ月合計	2013年12月	2014年12月	2015年12月
不動産業	-	100,621	106,730
・不動産流動化等を目的とするSPC	-	11,860	11,634
・個人による貸家業	-	28,264	31,252
・不動産関連地方公社等	-	949	983
全業種合計	-	415,629	439,512

Jリート保有不動産額は一般社団法人不動産証券化協会の公表資料より集計

表 2.1-6 Jリート投資法人の債務の状況

(単位：百万円)

	短期借入金	長期借入金	投資法人債	合計
債務金額	164,632	6,041,924	495,000	6,701,556

Jリート投資法人各社のHPより有利子負債金額を集計

2.2 不動産金融商品化の関係者の状況調査

2.2.1 信託の構造的特徴

以下、実物不動産の投資に代えて利用される信託について説明をする。不動産の金融商品化取引においては、企業や個人が所有する不動産が、金融商品化のために設けられた特別の目的の器である、特別目的事業体に移転された後に、その出資持分などが売買されるのが一般的な基本スキームである。そのような、スキームを構築する理由は、特別目的事業体を倒産隔離¹¹する法的なニーズや、取引が多重に課税されるのを回避する税務上のニーズ、資産譲渡と認識させる財務会計上のニーズなどを満足させるための仕組みである。なかでも、不動産の所有者として信託が多用されるのは、不動産特定共同事業法の適用外で簡便に取引をする法的理由、不動産の売買にかかわる課税負担が軽減できる税務的理由などによる。不動産投資利益を享受する権利は、金融取引上のニーズによって、さらに分割されたり、優先・

¹¹ 倒産隔離 (bankruptcy remote) とは、資産 (不動産) の証券化に当たって特別目的事業体が満たすべき要件の一つで、その保有・運用する資産 (不動産) を関係者の倒産等のリスクから切り離すことをいう。

劣後構造¹²に権利変換されたり、別のヴィークルの受益権と統合されたりして、さまざまな金融商品となっている。その結果、不動産という、個別相対で取引され流動性が低いとされた資産が、金融市場で売買され流動性が高い資産に変換されることになる。

不動産の所有者として多用されているこの近代信託制度の起源は、中世イギリスにさかのぼり、十字軍出征中の兵士の土地等の管理のために利用されたユースの習慣であるといわれる。国王からの土地没収・負担回避のために協会に土地等を寄進する形で利用するなど、なんらかの規制や負担を回避するために利用が普及し判例が蓄積されトラスト（信託）制度が形作られたことが、信託の歴史として関係書籍^{6,7}に解説されている。

このような生い立ちで発展した信託の特徴は、委託者が受託者に一定の目的に従い受益者のために財産の管理・処分などを行わせるために、所有権その他財産（信託財産）の管理・処分権限と名義とを含む財産自体を形式的には受託者に帰属させる一方で、受託者の信託義務や信託財産の受託者の固有財産から区別して信託財産の独立性の手当てにより、信託財産が受益者の財産であるという実質を保護する法律関係と考えられている。詳解・新信託法⁸（p6）の表現を借りれば、“受託者は、実質的には受益者のための事務処理者にすぎないにもかかわらず、かかる実質を超える財産権利者という外観（対外的地位）が付与されていることになるが、受託者は、かかる外観を、受益者との間の対内的関係においては、信託を受けた受任者という実質に合わせて、自分のためにではなく、実質的利益享受主体である受益者のために行使する義務を負うことになる。このように、当事者間の信託関係（fiduciary relationship）とそれを制度的に担保する信託財産の独立性や受託者の受益者に対する監督関係などによって支えられた「形式と実質の分離」こそが、信託の最大の特徴である。”という状況が、不動産の金融商品化における建築物の所有構造となる。

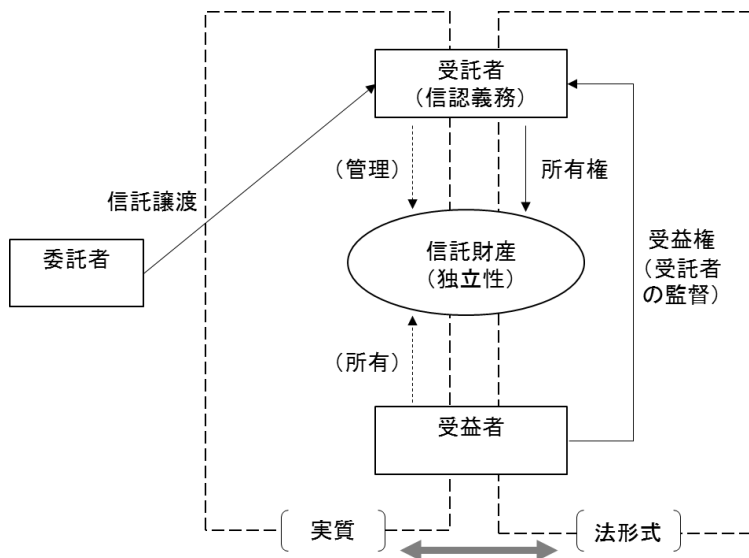


図 2.2-1 信託の構造的特徴（詳解・新信託法 p6 より）

¹² 優先劣後構造（Senior-Sub Structure）とは、証券化の最も基本的な信用補完措置の仕組みで、優先債（低リスクの債券）と劣後債（元利金の支払いが後順位の債券）の段階構造を指す。

2.2.2 不動産金融商品化の取引関係者

一つの不動産（建築物）が金融商品化される場合の典型的なスキームにおける、取引関係者の様子は図 2.2-2 に示すような構造¹³が一般的である。建築物を所有（形式）する信託受託者からの委託により、建築物の維持管理にかかわる実務全般はプロパティーマネージャーが執り行う。信託受託者を一般の不動産所有者に置き換えれば、この図 2.2-2 の左側半分の構造に金融商品化以外の場合と特に違いはない。図 2.2-2 の信託受託者から右側の点線で囲った範囲の関係者が、このような不動産の金融商品化スキームが構築される際に登場する関係者である。信託受益者である特別目的事業体には実務を行う従業員はいないため、特別目的事業体の運用・管理にかかわる実務は事務管理会社に委託される。投資案件全体はアセット・マネージャーが包括して管理しており、信託受託者、プロパティーマネジメント会社、事務管理会社を取り仕切る、ピラミッド型の多重構造が基本となる。通常の不動産の場合、このような所有に関する「形式と実質の分離」がないので、構図の中心かつピラミッドの頂点には所有者（不動産融資を受けていれば債務者でもある）が位置している。

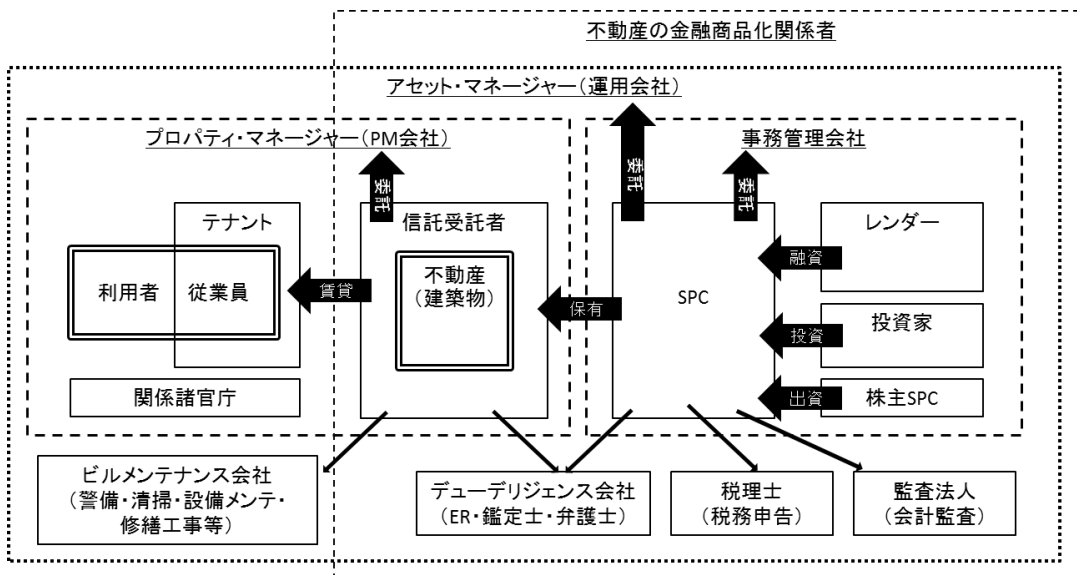


図 2.2-2 不動産金融商品化スキームの関係者の図

2.2.3 不動産信託受託者による信託受託の状況

次に、不動産金融商品化によって不動産の信託受託が大手信託銀行に集中している様子を示すために、大手信託銀行3行の開示資料を調査する。前述の市場推計では37.2兆円の内82.8%の30.8兆円がに信託を利用している様子を示した。表 2.2-1 は、大手信託銀行3行の所属する金融グループが発行するディスクロージャー誌^{10),11),12)}から、各行の信託財産の中で、不動産の残高を集計したもので、27.8兆円（平成27年3月）の受託残高である。時点はやや異なるが、信託協会発表の資産流動化型信託受託残高の30.8兆円と比べてみれば90.3%となり、大手信託銀行3行へ集中して信託されている状況がわかる。信託受託者は、他人の資産を管理するという性質上、信用力が高いことが要求されるのでこのような集中が起きる理由である。なお、Jリートの信託物件2,442件の信託受託者を調査すると、大手信託3行が

¹³ 図は、三菱UFJ信託銀行発行の資料、三菱UFJ信託銀行資産運用情報2015年10月号⁹⁾を参考に、著者が本研究の視点から不動産金融商品化の関係者をアレンジして作成したものである。

2,343 件、その他の信託銀行が 93 件、信託会社が 6 件という状況で大手 3 行が 95.9%を占める。信託受託資産である建築物の安全性（維持保全）に関しては、建築物の所有者（形式）としての信託受託者の受託者責任に依拠するところが少なくないと考えられるが、信託受託不動産の規模が相当に大きくなっており、社会的にも影響度が高くなっていることが分かる。逆に見れば、この 3 行の信託受託者を建築物の所有者として監督することで、非常に効率的に市場の監督ができるとも言える。

表 2.2-1 大手信託銀行の信託財産（不動産）の集計

銀行名	信託財産（不動産）の残高
三井住友信託銀行	11 兆 5754 億円
三菱 UFJ 信託銀行	10 兆 7611 億円
みずほ信託銀行	5 兆 4372 億円*1
合計	27 兆 7737 億円

*1 みずほ信託銀行の金額は不動産以外に有形固定資産の信託も含んだ受託残高

2.2.4 J リートの情報開示と東京証券取引所の自主規制ルール

1) 証券取引所の自主規制ルール

まず、J リートによって建築物の詳細な情報開示が行われている背景を理解するために、取引市場のルールについて概説する。J リートが上場している東京証券取引所は、金融監督当局の監督下であり、金融商品取引法第 84 条第 1 項で、取引所は市場の取引の公正を確保するため、並びに投資家の保護のために、自主規制業務（文末の補足説明 1 に解説）を適切に行わなければならないと定められている。東京証券取引所の定める自主規制業務の内容は、大別すると、取引所における取扱い「商品」の内容が上場適格性を有しているか、あるいは喪失していないかを調査・審査する業務（上場関係業務）と、市場での取引がルールにのっとって行われているかを管理する業務（コンプライアンス関係業務）の大きく 2 つに分類される。前者の上場関係業務では、上場を希望する会社に対して上場基準に適合しているかを審査する業務（新規上場審査業務）と、すでに上場している会社を対象に上場廃止基準に触れるような状況ではないか、上場廃止までには至らないものの何らかの問題が生じており、そのことを投資者に知らせる必要がある状態でないかを調査・審査する業務（上場管理業務）の 2 つの業務がある。J リートの上場に関する主な諸規定等は以下の 4 つがある。

- ・有価証券上場規程¹³⁾
- ・有価証券上場規程施行規則¹⁴⁾
- ・上場審査等に関するガイドライン¹⁵⁾
- ・REIT（投資証券）上場の手引き¹⁶⁾

2) 上場審査と J リートの情報開示の関係

「REIT（投資証券）上場の手引き」は、上場を準備している投資法人の関係者を対象に、上場制度および上場審査上の考え方をより分かりやすく解説する目的で作成されているため、制度の理解の参考になる。同手引きでは、上場審査について、上場審査基準（形式要件）と上場審査の内容（実質審査基準）に分けて解説している。

前者の上場審査基準については、財務数値に関する基準をはじめとする、形式用件の審査についての解説であって、研究との関わりがない部分であることから本章では解説を省略する。後者は、以下の4つの観点で審査が行われる。

- イ) 開示の適正性
- ロ) 資産運用等の健全性
- ハ) 収益分配の継続性
- ニ) その他公益又は投資者保護の観点

有価証券上場規程 第2章 不動産投資信託証券 第1206条(上場審査)に規定された実質審査基準4つの観点と、それにかかわる実務指針を上場審査等に関するガイドライン VIII不動産投資信託証券の新規上場審査(不動産投資信託証券の新規上場申請に係る上場審査)から抜粋してまとめた表を章末補足説明2に示す。

上場審査における実質審査のイ) からニ) の4つのポイントの内、イ) 開示の適正性とロ) 資産運用等の健全性について、「建築物のエンジニアリング・レポートによる適法性の瑕疵の審査を含む投資物件の取得プロセスが適切であるか」、および「投資者の投資判断に重要な影響を与える事実等を適時にそして適切に開示できる状況にあるかどうか」が上場時に審査されている。

上場審査上の考え方をより分かりやすく案内するために作成された「REIT(投資証券)上場の手引き」の中で、違法建築という言葉を使った最も具体的な記載が、以下である。

資産取得の際における物件の適法性(構造計算書偽装等の違法建築)、土壌汚染、係争中案件等の確認方針及び運用状況を確認するとともに、それらに懸念のある不動産を取得する(又は取得済みである)場合には、リスクに対する適切な対応が取られているかどうかを確認します。なお、報告書等にはその状況を適切に記載することが必要です。

Jリートは東京証券取引所の自主規制ルールのもとで、物件取得時にエンジニアリング・レポート調査で指摘された建築物の適法性の瑕疵の是正対応などが行われる(上場規程「資産運用等の健全性」)。このような情報が開示されるに至る物件取得の過程を考慮すると、物件の瑕疵については売り手の負担で是正を完了した後に引き渡しをすることが一般的であるため、Jリートが物件の取得予定を開示(プレスリリースなどで公表)する時点(役員会で物件取得が決議された日)で、是正対応が完了していない場合に、開示資料の中の建築物の情報に設けられた特記事項の欄に、指摘と是正対応について記載されることになる(上場規程「開示の適正性」)。Jリートが物件の取得予定を開示する時点で、既に是正が完了し建築物の適法性が回復された場合には、特記事項の欄にその経緯までは記載されない。第4章では、Jリートの開示情報の中のこの特記事項の記載情報を活用し、建築物にどのような適法性の瑕疵が見られたのかの状況把握、Jリートによる取得後の是正状況の把握、特別目的事業体と一般の所有者における指摘状況の比較検証を行う。

2.2.5 特別目的事業体の識別方法と精度

本論では第 5 章の検証において、建築設備定期検査報告書のデータを活用して、不動産金融商品化の特別目的事業体とその他一般の所有者について設備の要正状況を比較する。その比較検証のためには、建築設備定期検査報告書のデータより両社を識別できることが必要である。以下では、所有者欄の記載情報の法人形態による識別する方法の説明とその精度に関する考察を行う。

まず特別目的事業体の法人形態と一般的な利用の説明を、以下表 2.2-2 に整理して示す。この 5 つの形態の内、本論では特別目的事業体として用いられている 4 つの形態（表 2.2-2 イ）～ニ）の法人を識別し、ホ）特例有限会社は対象外。

まず信託については、不動産の資産流動化目的で利用されることが多く、前述の通り不動産金融商品化の資産推計金額 37.2 兆円のうち 30.8 兆円（82.8%）を占めるため、信託受託者を識別できればかなりの割合をカバーできる。なお、旧来の土地信託との区別ができないので、それらが混入する可能性があるが、現在は土地信託の利用例がきわめて少ない¹⁴こと、また、仮にごく一部が混入しても土地信託は本論で対象とする不動産金融商品化における産運用会社の役割を信託受託者が兼務する仕組みだと考えれば同質の仕組みと見なすことができるため影響はあまりないと考えられる。

次に、ロ）～ニ）3 種類の形態の法人は、資産証券化・流動化のために法整備された特別目的事業体のため、不動産の金融商品化の特別目的事業体として広く市場で利用されている。それらを利用するスキーム組成に必要な関係法令・ファイナンスなど専門的知識や、そのために要する時間やコストを鑑みれば、これらの特別目的事業体が不動産の金融商品化のために利用される以外に、一般の企業や個人がただ不動産保有のために用いられることはほとんどないと考えられる。

ホ）特例有限会社は、平成 18 年 5 月施行の会社法施行により合同会社が新設される以前に利用されていた有限会社を意味する特別目的事業会社である。会社法施行により根拠法の有限会社法が廃止となった後も、特例有限会社の形態（特別目的事業体として）で存続しているスキームもまだある可能性はあるが、有限会社の場合には一般の会社かどうかの見分けが困難であることから、今回の調査では識別できない。特例有限会社が現在市場にどれくらい残存しているかを把握する上で有用な情報は見当たらない。このため金額的に割合を推測することはできない。ただし、不動産ファンドなどは 3-5 年の運用期間で運用されることが多く 10 年超の長期保有は稀であり、かつ有限会社の廃止後既に 10 年近くが経過していることからすると、未だに運用が継続し残存している特別目的事業体は少ないだろうと想定される。また、合同会社と特例有限会社を用いて不動産の金融商品化を行う場合、信託を利用しないで実物不動産に投資すると、事業を営む上で制約が多い不動産特定共同事業法の許可が必要になる。このことは、不動産特定共同事業法の適用を回避することが信託を用いた不動産投資が多用される大きな理由の一つである。実物不動産に投資しても不動産特定共同事業が適用されない例外は二つで、外国人のみが直接出資している場合と出資者の 100%子会社である場合であり、同法を適用して投資保護を考慮する必要のない特殊なケースが該当する。また、100%子会社の場合には他人のお金を運用するという不動産

¹⁴ 信託協会の資料では、旧来の土地信託は年々減少しており、2015 年時点で全国に 307 件しか残存していない。

の金融商品化の定義に当てはまらない（一般の不動産投資と変わらない）ので、そもそもその他一般の所有者と同質であり識別できなくても影響はないと考えられる。したがって、実態的にはごく一部の例外を除き特例有限会社を利用したスキームの大部分は、不動産の所有者として信託を利用しているはずであり、残存する特例有限会社があった場合でも信託受託者名義であればイ）識別されている可能性が高く影響は少ないと考えられる。

これらのイ）～ホ）以外に、通常の株式会社が特別目的事業体として利用されることは、会社更生法の適用を排除するという特別目的事業体の基本条件を満たさないので、まず例がないはずである。

なお、第1章、1.3.2に理由を示した通り、不動産特定共同事業は、その他の不動産金融商品化のスキームと異なる点が多いことから本論の定義では不動産金融商品化に含めていない。平成25年12月の法改正において、合同会社など特別目的事業体を用いた不動産特定共同事業が可能となっている点に注意が必要である。ただし、金融庁の資料によればその利用例はわずか7例しかないため混入の可能性は低い。仮に混入したとしても、それらは従来の不動産特定事業法の枠組みとスキームが異なり、本論で対象とする不動産の金融商品化の定義と同質の仕組みと見なすことができるため影響はあまりないと考えられる。

以上のような考察から、今回用いる所有名義人の法人形態による特別目的事業体の識別は、比較検証を行う上で十分な精度があると考えられる。

表 2.2-2 特別目的事業体として識別するための法人形態一覧

識別	法人形態	説明
対象	イ) 信託銀行・信託会社	不動産の信託受託者（ただし、不動産の信託において信託会社の利用例は少ない）
対象	ロ) 投資法人	Jリート（上場）・私募リート（非上場）の2種類
対象	ハ) 特定目的会社	信託を利用せず実物不動産を証券化するスキームにおいて一般的に利用される
対象	ニ) 合同会社	日本版 LLC として資産の流動化において一般的に利用される
対象外	ホ) 特例有限会社	会社法施行で合同会社が制定される前に不動産の流動化で一般的に利用されていた

2.2.6 不動産金融商品市場の鳥瞰

一つの不動産（建築物）が金融商品化される場合の典型的なスキームから、J リートのように金融市場から広く資金調達を行うスキームへと、前掲取引関係者の図 2.2-2 の右側の資金調達の部分の視野を広げて示したのが図 2.2-3 である。図 2.2-3 では、J リートを含む特別目的事業体を中心に、金融市場を通じて金融機関などの機関投資家、個人、外国人など国内外から広く資金が調達されている様子を示している。図には、J リート金額の投資主体と投資金額（証券取引所資料より）、“不動産流動化等を目的とするSPC向けの貸出金額”（日銀資料より）など、公表資料から投融資金額が把握できるものを記載し

ている。推計 37.2 兆円の不動産金融商品化市場では、銀行の投融资約 14 兆円を筆頭に、市場から広範に資金調達を行っているが、金融機関などを通じて投入されている資金の源泉は家計が担っている。この資金調達の構図と、前掲図 2.2-2 の不動産金融商品化の関係者の構図を合わせると、不動産金融商品化が将来拡大を続ければ続けるほど、建築物の利用者などの個人と、調達資金の源泉（間接的に投融资されるものも含めれば）である家計（個人）の重なりが濃くなっていく可能性がある。

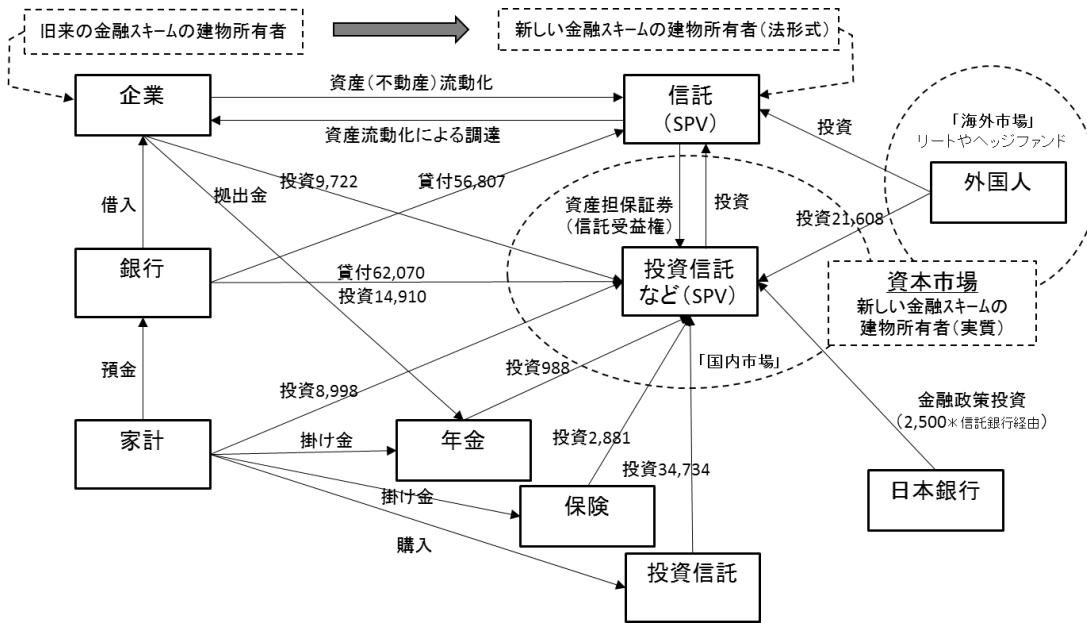


図 2.2-3 不動産の金融商品化による資金調達の鳥瞰図

2.2.7 一般の法人所有不動産との資産規模対比

国土交通省が 5 年おきに実施している法人土地建物基本調査の資料より、一般の法人所有不動産と金融商品化された不動産の市場規模を比較してみる。平成 25 年法人土地建物基本調査¹⁷⁾によれば、法人所有不動産の資産額は 425.6 兆円と平成 20 年調査の 470.9 兆円に比べ 9.6%減少した。前回平成 20 年の調査¹⁸⁾の結果では、法人所有不動産 96 兆円が収益不動産（貸付不動産）として運用されているという結果が公表されていた。25 年調査の資料では前回調査のような収益不動産の金額の公表がないが、全体と同率で減少したと仮定して推計すると 87 兆円となる。このうちの 37.2 兆円（表 2.1-2）が金融商品化された不動産だとすると、法人が所有する収益不動産の 42.8%が金融商品化されていることになる。不動産の精緻な統計がないことから、これらは少々乱暴な推計ではあるが、金融商品化の普及率の高さが窺える。デベロッパーが開発した不動産を所有し続けることなく、一定程度売却するもしくは、開発自体を SPC で行う流れにも後押しされ、不動産が金融商品化される金額は、その逆の流出金額よりも大きく、法人が所有する収益不動産の金融商品化率は今後さらに高まっていく可能性が高い。

こうした市場の潮流より、開発後数十年の長期間にわたって運用される不動産（建築物）が不動産金融商品化市場で高い評価を受けるように、不動産業関係者は行動するはずだと考えられる。中でも J リートは建築物の情報開示が進んでいることから、建築物の性能が金融市場で評価される土台ができたとも言える。逆に、この長期間にわたって運用される市場で、建築物の安全性が評価されなければ、デベロッパーが開発段階からそのような性能を求めて開発を行い、その後維持されていくという循環が出来

上がらないとも考えられる。この金融商品化市場でモニタリングされ評価されることが、建築物の安全性の維持・向上に寄与すると考える背景である。

2.3 海外のリート市場からの日本への投資状況と開示資料活用の可能性の調査

2.3.1 調査対象とする海外リートの選択方法

不動産の投資主体が国内外に拡散したという事象に関して、図 2.2-3 においては J リートに外国人がおよそ 2.2 兆円の投資を行っている例を示したが、海外市場で上場する海外のリートや非上場の海外の投資ファンドが日本の不動産に活発に投資するようになった。不動産業界誌に取り上げられるような海外からの投資は非上場のファンドによって行われることも多く、その全貌は把握が難しい。一方、J リートと同様に各市場に上場しているリートについては、投資物件の情報などが開示されているため、海外リート各社の HP に公開されている情報などを調査し、海外リート市場で資金調達を行い日本の不動産（建築物）に投資される状況を調査する。

「ARES 不動産証券化ハンドブック 2014¹⁹⁾」(以下、ARES ハンドブック)によれば、リート市場は上場リート社数・時価総額ともに最大の米国市場を筆頭に世界 27 か国 783 社に広がっている。この内、上位 8 カ国の市場で全体市場の時価総額の 91.7%をカバー(2014 年 3 月末時点の時価総額:日本円ベース)するため、調査範囲としては十分判断し、日本を除いた 7 カ国のリート 414 社について調査を行った。

表 2.3-1 世界のリート市場の集計

国名	社数	時価総額(億円)	時価総額比率
米国	205	779,334	59.18%
オーストラリア	50	90,798	6.89%
フランス	34	76,063	5.78%
日本	44	75,854	5.76%
英国	30	64,137	4.87%
カナダ	45	51,768	3.93%
シンガポール	36	47,576	3.61%
香港	10	21,794	1.65%
南アフリカ	28	21,306	1.62%
ブラジル	125	13,686	1.04%
メキシコ	7	12,416	0.94%
マレーシア	16	10,468	0.79%
オランダ	5	10,354	0.79%
ベルギー	16	10,231	0.78%
トルコ	30	9,106	0.69%
タイ	47	6,215	0.47%

ニュージーランド	9	4,633	0.35%
台湾	6	2,586	0.20%
イタリア	2	2,351	0.18%
ドイツ	4	1,675	0.13%
ギリシャ	3	1,443	0.11%
アイルランド	2	1,114	0.08%
スペイン	3	819	0.06%
ブルガリア	15	505	0.04%
イスラエル	2	490	0.04%
韓国	8	186	0.01%
フィンランド	1	81	0.01%
合計	783	1,316,989	100%

ARES Handbook 2014(p.87) 2014年3月末の集計値

2.3.2 海外リートの日本への投資状況調査結果

調査結果を表 2.3-1 にまとめる。調査の結果、日本の不動産に投資していたのは、投資物件の多い順で、シンガポール（290 物件）、オーストラリア（71 物件）、米国（67 物件）の 3 カ国のリートで、合計 20 社、全 428 物件に投資していた。英国、スランス、カナダ、香港の 4 か国のリートについては、日本の不動産に投資していなかった。なお、調査した会社の中には、投資物件非の情報が公表されていないファンド（公募でない私募のファンドなど）を合わせて運営している会社もあったが、それら公募でないファンドの投資物件情報は開示されないため調査はできない。なお、実際の海外から日本の不動産への投資は、海外市場に上場しているリートよりも、非上場のファンドの方が活発である。

2.3.3 海外リートの情報開示状況の調査結果

海外のリートにおいても、J リートと同様に建築物の適法性の瑕疵に関する開示情報が利用できるかを確かめる目的で、日本の不動産に投資していた海外 3 カ国の金融市場について、リートに関する情報開示ルールに関する資料などを調査した。調査した資料のリストは表 2.3-2 に示す。調査した資料の範囲では、いずれの市場の上場マニュアルや上場ルールの記載にも、そのような建築物の違法性の確認やその対応に関する指示は記載されていなかった。また、日本の不動産に投資している 3 カ国（米国、オーストラリア、シンガポール）のリートから、表 2.3-3 に示す 6 社のディスクロージャー（目論見書やアニュアルレポート）をピックアップして不動産（建築物）に関する開示情報を調査した。調査した資料のリストは表 2.3-3。に示す。調査したディスクロージャーにおいて、J リートのように、エンジニアリング・レポートの調査会社の社名、違反や是正の対応に関する記載は見られなかった。

本論で海外のリートの開示資料を用いた調査は行わない。海外のリートが日本の不動産に投資する場合、特別目的事業体として特定目的会社、合同会社、特例有限会社のいずれかを用いる（信託を利用している場合と実物不動産の場合がある）。したがって、本論の第 4 章における J リートの物件取得先の特

別目的事業体の集団、第5章で識別した特別目的事業体の集団の中に、海外のリートが所有の物件が含まれている可能性はある（海外のリートが含まれているがどうかは識別できない）。

なお、シンガポール証券取引所（SGX）に上場しているリートの運用会社の担当者数人にヒアリングした範囲では、SGX 上場に関する規則で、日本のように建築物の違法性に言及はないが、引き受け証券会社にはエンジニアリング・レポートも提出する必要があるとの回答を得た。ただし、そのエンジニアリング・レポートの内容について、例えば遵法性に関する指摘などに関して、引き受け証券会社から細かく言われたことはない。むしろ、その物件の日本国内の投資ヴィークルに関与する信託受託者や融資銀行から、それら指摘への対応が求められるということであった。著者の実務経験的にも、海外の不動産ファンドなど外資系投資家から、エンジニアリング・レポート調査を頻繁に依頼されている。

表 2.3-2 海外証券取引所関係の調査資料の一覧

海外証券取引所	
ニューヨーク証券取引所 (NYSE)	Listed Company Manual (Chapter_2)
オーストラリア証券取引所 (ASX)	ASX Listing Rules, Guidance Note 8 (Chapter 3 Continuous Disclosure, Chapter 4 Periodic Disclosure)
シンガポール証券取引所 (SGX)	Code on Collective Investment Schemes (Monetary Authority of Singapore) Listing Manual (Mainboard Rules)

表 4.3-3 ディスクロージャー資料を調査した海外リートと資料の一覧

海外証券取引所	リート名称 (資料)
ニューヨーク証券取引所 (NYSE)	Simon Property Group, Inc. (2014 ANNUAL REPORT) (2014 ANNUAL REPORT)
オーストラリア証券取引所 (ASX)	Galileo Japan Trust (2014 ANNUAL REPORT) Astro Japan Property Group (2013 PROPERTY PORTFOLIO)
シンガポール証券取引所 (SGX)	Saizen REIT (PROSPECTUS OCTOBER 2007) Croesus Retail Trust (PROSPECTUS MAY 2013) Ascott Residence Trust (PROSPECTUS MARCH 2006)

2.4 機関投資家における社会的責任投資の動向

2.4.1 社会的責任投資とは

以下は、本論の分析に用いるわけではないが、不動産金融商品化の今後に関連する動向の参考に記述する。社会的責任投資とは、年金基金などの機関投資家が投資対象選定の過程で、投資対象企業における、環境 (Environment)、社会 (Social)、ガバナンス (Governance) への取り組みを企業評価に加える手

法（頭文字を並べて ESG 投資と呼ばれる）をいう。社会的責任投資のルーツは、宗教上の倫理的動機から始まったといわれ、キリスト教会の資金を運用する際に、たばこ、アルコール、ギャンブルなどの業種を投資対象から除外したのが発端であると解説²⁰⁾されているが、ESG の要素を評価することが、資金調達側である企業における CSR (Corporate Social Responsibility: 企業の社会的責任) 活動¹⁵⁾を促進し、社会の持続性の増進につながるとの考えが社会的責任投資の思想背景にある。

不動産投資に関連しては、責任不動産投資原則¹⁶⁾ (Responsible Property Investment) が、2006 年に国連環境計画・金融イニシアティブ (UNEP FI) において投資家主導で策定され、機関投資家が、投資プロセスにおける環境・社会・企業統治の問題の分析強化、および責任ある所有者の実践実行を通して、長期的リターンの向上を実現するのを支援するフレームワークとして用いられ始めた。

図 2.4-1 は、責任不動産投資原則に関する資料²¹⁾に例示されている図で、ESG 問題に立ち向かう際に、不動産産業の構造を特徴付ける「責任の堂々巡り (The Circle of Blame)」を表す図である。資料には、責任ある投資家は、ファンド・マネージャー、プロパティ・マネージャー、サービスプロバイダーやテナントなどの関係者に対し潜在的影響力のある立場に置かれていて、「責任の堂々巡り」を打ち砕く重要な役割を演ずることができることを、機関投資家の機会 (Opportunities for institutional investors) と説明している。



図 2.4-1 責任の堂々巡り (The Circle of Blame)

国連環境計画・金融イニシアティブ発行の「Building responsible property portfolios¹⁸⁾」より

¹⁵⁾ 企業の CSR 活動の対象は、環境、労働安全衛生、人権、雇用創出、品質、取引先への配慮など、幅広い分野に及ぶ。

¹⁶⁾ 国連環境計画・金融イニシアティブの HP (<http://www.unepfi.org/work-streams/property/rpi/>) 参照。

2.4.2 社会的責任投資の世界市場規模と日本

社会的責任投資の浸透度合いは海外と日本でかなりの差があるのが実情である。GSIA(The Global Sustainable Investment Alliance)が、世界の責任投資市場の状況をまとめたレポートの2014年版「2014 Global Sustainable Investment Review²²⁾」をもとに、社会的責任投資金額を表2.4-1にまとめた。世界規模では21.4兆ドルの巨額な運用が、社会的責任投資の手法を用いているが、日本を含むアジアは全体の0.2%のシェアに過ぎず、いかにこのような投資思想の導入が後進的な地域であるかが分かる。

NPO 法人社会的責任投資フォーラムの資料²³⁾によれば、日本における2015.9末の社会的責任投資金額は0.8兆円であったが、2016.1の調査結果では26.7兆円に急増している。これは、調査方法の変更で、公表数値の集計からアンケート集計に調査方法が切り替わったことがテクニカルな要因ではあるが、その背景には、日本版スチュワードシップ・コード¹⁷⁾への署名機関数が平成28年5月現在207の機関投資家に増加するなど、責任投資の概念が国内にも浸透し始め、年金基金・機関投資家などのスタンスが変化し始めたとの判断があると報告されている。

海外の機関投資家で先行して実践されている社会的責任投資¹⁸⁾ (SRI) は、政府の後押し¹⁹⁾を受けて日本の機関投資家においても導入への機運が高まった。特に、不動産投資においては環境配慮の観点が重視される。昨今、建築物の環境配慮の指標としてLEEDを取得する例が増加している背景には、海外企業、海外機関投資家による日本への投資がある。Jリート各社がこぞって「グローバル不動産サステナビリティ・ベンチマーク (GRESB)²⁰⁾」を取得するようになったのもそのような背景によるものである。このような建築物の環境性能に配慮する行動は、建築物の安全性に直結するものではないが、法規制によらない性能向上の動機付けとして注目したい。

前述「責任の堂々巡り」のような構造は、建築物の安全性に関しても当てはまる性質のものであり、将来的に社会的責任投資と建築物の安全性との関連が強まれば、よい結果が生まれると考える。責任投資の概念が国内にも急速に浸透し始めたことは将来の可能性に期待が高まる。

表 2.4-1 世界の社会的責任投資の運用資産額

地域	社会的責任投資運用資産額 (10億ドル)	地域別のシェア (%)	増加率 (2012比、%)	各地域の運用資産に占める社会的責任投資の比率 (%)
欧州	13,608	63.7	22.4	58.8
米国	6,572	30.8	75.7	17.9
カナダ	945	4.4	60.4	31.3

¹⁷⁾ 英国で、企業の株式を保有する機関投資家向けに定められた行動規範。資産運用の委託者の利益を実現すると同時に、投資先企業の長期的な成長を経済全体の発展へとつなげるために、機関投資家は積極的に役割を果たすべきだとする概念に基づいている。日本では、金融庁主導で平成26年2月に「責任ある機関投資家」の諸原則<日本版スチュワードシップ・コード>が公表され運用が始まっている。

¹⁸⁾ 一般に社会的責任投資 (SRI : Socially responsible investment) とは、企業の社会的責任 (CSR : Corporate Social Responsibility) の状況を考慮して行う投資のことである。環境 (Environment)、社会 (Social)、ガバナンス (Governance) の3つの観点を考慮して投資先を選定する手法が典型的であり、この3つの言葉の頭文字を取って「ESG投資」とも呼ばれる。

¹⁹⁾ 2014年の6月に政府の経済財政諮問会議が発表した「骨太方針2014」において、日本の歴史上初めて「社会的責任投資」の促進が社会的課題解決の具体的な方策として明記された。

²⁰⁾ GRESBは、不動産会社・運用機関のサステナビリティ配慮を測るベンチマークで、欧州の年金基金グループが創設し、欧米・アジアの主要機関投資家が投資先を選定する際などに活用される。

豪州・NZ	180	0.8	34.2	16.6
アジア	53	0.2	31.7	0.8
合計	21,358	100.0	61.1	30.2

2.5 第2章のまとめ

約 37.2 兆円にまで拡大した不動産金融商品化市場の資金調達構造を鳥瞰すると、とくに J リートの拡大によって投資運用会社や多くの金融機関を通じて、家計を源泉とする資金が幅広く流入している様子が分かる。不動産金融商品化においては、信託受託者が建築物の所有者（形式）であることが多く、信託受託者は自らの利益のためではなく受益者との信頼関係の上で所有権の管理者として行動する。不動産投資運用の受託者である運用会社も、自らの利益のためではなく受益者との信頼関係の上で資金運用を行っている。金融商品化された建築物の安全性の維持管理は、不動産金融商品化スキームで重要な役割を果たすこれら受託者の信頼義務の中でどのように取り扱われるかに影響される。中でも信託受託者は大手信託銀行 3 行に収集しており、建築物の所有者となる 3 行の審査・運用管理体制の整備は建築物の適法な維持管理に重要だと考えられる。不動産金融商品化関連の貸出額は不動産業向け貸出の 2 割近い金額に達しており、金融監督当局の検査上でも重要な分野であることが分かる。また、所有者の法人形態名称を利用して一般の不動産所有者と特別目的事業体別を識別できことを示し、この識別方法を用いて第 5 章における比較検証を行う。

海外市場で上場するリートの日本の不動産投資の調査によって、部分的にはあるが海外からの投資の様子を把握することができた。海外で普及している社会的責任投資の思想は、日本において導入が始まったばかりであるが、不動産投資不動産の金融商品化と金融市場のグローバル化によって、不動産投資においても投資家の責任ある投資行動の意識の浸透と実践が徐々に進む兆しが出ている。それらが将来「責任の堂々巡り」の構造を打ち砕くことにつながれば、法規制の求める最低基準を超えて、安全性を高めていくきっかけになると期待する。

参考文献

- 1) 国土交通省：平成 26 年度 不動産証券化の実態調査, 2015.5,
www.mlit.go.jp/common/001090774.pdf
- 2) 国土交通省：不動産投資市場の成長戦略 ～2020 年に向けた成長目標と具体的取組～, 2016.3,
www.mlit.go.jp/common/001124258.pdf
- 3) 日本取引所グループ：2014 年度株式分布状況調査の調査結果について, 2015.6,
<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu0000010nfj-att/bunpu2014.pdf>
- 4) 日本取引所グループ：上場不動産投資信託証券(REIT)投資主情報調査結果(2015 年 8 月), 2015.12,
<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/tvdivq000000ypua-att/REIT201508-j.pdf>
- 5) 日本銀行：貸出先別貸出金（業種別、設備資金新規貸出）一覧, 2016.5,
<https://www.boj.or.jp/statistics/dl/loan/lido/sector/index.htm/>
- 6) 信託実務コース：テキスト 1・信託の基礎、経済法令研究会
- 7) 谷口正憲ほか著、信託の基礎、pp 2-3、経済法令研究会、2010.4.5
- 8) 福田正之ほか著、：詳解・新信託法、pp4-6、清文社、2007.4.5
- 9) 中川治也、加賀谷忠史、運用資産としての不動産の特徴と不動産アセットマネジメントの実務、三菱 UFJ 信託銀行、pp4、2015.10
- 10) 三井住友トラスト・ホールディングス：2015 ディスクローチャー誌, 2015.7
- 11) 三菱 UFJ フィナンシャル・グループ：ディスクローチャー誌 2015, 2015.7
- 12) みずほフィナンシャルグループ：統合報告書（2015 年）, 2015.7
- 13) 日本取引所グループ：有価証券上場規程（東京証券取引所）,
http://jpx-gr.info/rule/tosho_regu_201305070007001.html（参照 2015.6.7）
- 14) 日本取引所グループ：有価証券上場規程施行規則（東京証券取引所）,
http://jpx-gr.info/rule/tosho_regu_201305070041001.html（参照 2015.6.7）
- 15) 日本取引所グループ：上場審査等に関するガイドライン（東京証券取引所）,
http://jpx-gr.info/rule/tosho_regu_201305070042001.html（参照 2015.6.7）
- 16) 日本取引所グループ：REIT（投資証券）上場の手引きのご利用にあたって（東京証券取引所）,
<http://www.jpx.co.jp/equities/products/reits/listing/tvdivq0000006kds-att/tebiki.pdf>（参照 2015.1.10）
- 17) 国土交通省：平成 25 年法人土地・建物基本調査 確報集計 結果の概要, 2015.12,
<http://tochi.mlit.go.jp/wp-content/uploads/2015/12/1530d9b09e84518cdf76b137cf370baf.pdf>
- 18) 国土交通省：平成 20 年調査の結果, 2010.12, <http://tochikihon25.jp/result/index.html>
- 19) 一般社団法人不動産証券化協会：不動産証券化ハンドブック 2014, 2014.7
- 20) エイミー・ドミニ著（山本利明訳）：社会的責任投資, 木鐸社, 2002.9
- 21) 国連環境計画・金融イニシアティブ：Building responsible property portfolios, 2008.6
- 22) Global Sustainable Investment Alliance：2014 Global Sustainable Investment Review, 2015.2

23) NPO 法人 社会的責任投資フォーラム：日本サステナブル投資白書 2015, 2016.1,
<http://japansif.com/160115.pdf>

補足説明 1

自主規制業務の概要について

以下、日本取引所グループHPより (<http://www.jpx.co.jp/regulation/outline/index.html>)。

1. 法律上の位置づけ

金商法第 84 条第 1 項では、取引所は「有価証券の売買及び市場デリバティブ取引を公正にし、並びに投資者を保護するため、自主規制業務を適切に行わなければならない」と定められており、同条第 2 項及び内閣府令で自主規制業務を大要次のように定義しています。

- 1) 金融商品等の上場及び上場廃止に関する業務
- 2) 会員等の法令等の遵守の状況の調査
- 3) その他、金融商品市場における取引の公正を確保するために必要な業務として内閣府令で定める次の事項
 - ・ 会員等が行う金融商品市場における有価証券の売買又は市場デリバティブ取引の内容の審査
 - ・ 会員等の資格の審査、処分等に関する業務
 - ・ 上場する有価証券の発行者が行う当該発行者に係る情報の開示に関する審査及び発行者に対する処分等に関する業務
 - ・ 特定自主規制業務に関する業務規定等の規則の作成、変更及び廃止並びに定款の変更に係る総会又は株主総会の議案の概要の作成

2. 具体的な自主規制業務の内容

市場の信頼性確保に不可欠な自主規制業務は、市場での取扱い「商品」の内容が上場適格性を有しているか、あるいは喪失していないかを調査・審査する業務（上場関係）と、市場での取引がルールにのっとって行われているかを管理する業務（コンプライアンス関係）の、大きく 2 つに分類することができます。

管理、調査・審査の対象別で分類すると、上場関係では、上場を希望する会社に対して上場基準に適合しているかを審査する業務（新規上場審査）と、すでに上場している会社を対象に上場廃止基準に触れるような状況ではないか、上場廃止までには至らないものの何らかの問題が生じており、そのことを投資者に知らせる必要がある状態でないかを調査・審査する業務（上場管理）の 2 つがあります。

また、コンプライアンス関係では、取引参加者を対象に取引参加者資格があるか、資格に適った業務運営を行っているかを調査する業務（取引参加者の健全性維持）と、投資者が不正を行っていないかを調査する業務（不公正取引防止）の 2 つがあります。

補足説明 2

実質審査基準の 4 つの観点（上場規定および審査ガイドラインより）

<p>有価証券上場規程 第2章 不動産投資信託証券 第1206条（上場審査）</p>	<p>上場審査等に関するガイドライン Ⅷ 不動産投資信託証券の新規上場審査 （不動産投資信託証券の新規上場申請に係る上場審査）</p>
<p>イ) 不動産投資信託証券に関する情報の開示を適正に行うことができる状況にあること。</p>	<p>(1) 新規上場申請書類のうち不動産信託証券に関する情報の開示に係るものに、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項が適切に記載されていること。</p> <p>(2) 不動産投資信託証券の新規上場を申請した者が、資産の運用等に重大な影響を与える事実等の情報を適時、適切に開示することができる体制にあること。また、内部者取引等の未然防止に向けた体制が、適切に整備、運用されている状況にあると認められること。</p>
<p>ロ) 資産の運用等を健全に行うことができる状況にあること。</p>	<p>(1) 不動産投資信託証券の新規上場を申請した者が、資産の運用等にあって、新規上場申請銘柄の投資主又は受益者の利益を害することがないように、適切な体制を整備していること。</p> <p>(2) 不動産投資信託証券の新規上場を申請した者が、次の a 及び b に掲げる事項その他の事項から、スポンサーの企業グループとの間で、取引行為その他の資産の運用等を通じて不当に利益を供与又は享受していないと認められること。</p> <p>a 不動産投資信託証券の新規上場を申請した者とスポンサーの企業グループとの間に取引が発生している場合において、当該取引が取引を継続する合理性及び取引価格を含めた取引条件の妥当性を有すること。</p> <p>b スポンサーの企業グループが自己の利益を優先することにより、新規上場申請銘柄の投資主又は受益者の利益が不当に損なわれる状況にないこと。</p> <p>(3) 不動産投資信託証券の新規上場を申請した者が資産の運用等を有効に行うため、そ</p>

	<p>の内部管理体制が、次の a 及び b に掲げる事項その他の事項から、相応に整備され、適切に運用されている状況にあると認められること。</p> <p>a 新規上場申請者の企業グループの経営活動の効率性及び内部牽制機能を確保するに当たって必要な経営管理組織が、相応に整備され、適切に運用されている状況にあること。</p> <p>b 新規上場申請者の企業グループの内部監査体制が、適切に整備、運用されている状況にあること。</p>
	(4) 不動産投資信託証券の新規上場を申請した者が資産の運用等にあって、法令等を遵守するための有効な体制が、適切に整備、運用されている状況にあると認められること。
ハ) 新規上場申請銘柄に係る金銭の分配又は収益の分配が上場後継続して行われる見込みのあること。	運用資産等のうち賃貸事業収入が生じている又は生じる見込みがある不動産等を継続して所有することにより、当該銘柄に係るファンドの金銭の分配が継続して行われる見込みのあることその他の観点から検討する。
ニ) その他公益又は投資者保護の観点から、その上場が適当でないと認められるものでないこと。	<p>(1) 反社会的勢力による経営活動への関与を防止するための社内体制を整備し、当該関与の防止に努めていること。</p> <p>(2) 公益又は投資者保護の観点から必要と認める事項について上場審査を行う。</p>

表は、REIT（投資証券）上場の手引きのご利用にあたって P13 より作表。

補足説明資料 2

海外主要 7 市場のリートの日本の不動産への投資状況調査の集計

国名	株式市場	リート(社名)	合計件数	物件タイプ別の日本の物件数						
				商業施設	事務所	ホテル	賃貸住宅	物流施設	データセンター	ヘルスケア
米国	NYSE	Acadia Realty Trust	0							
米国	NYSE	Agree Realty Corporation	0							
米国	NYSE	Aimco	0							
米国	NYSE	Alexander's, Inc.	0							
米国	NYSE	Alexandria Real Estate Equities, Inc.	0							

美国	NYSE	One Liberty Properties, Inc.	0						
美国	NYSE	OUTFRONT Media Inc.	0						
美国	NYSE	Paramount Group, Inc.	0						
美国	NYSE	Parkway Properties, Inc.	0						
美国	NYSE	Pebblebrook Hotel Trust	0						
美国	NYSE	Pennsylvania Real Estate Investment Trust	0						
美国	NYSE	Physicians Realty Trust	0						
美国	NYSE	Piedmont Office Realty Trust, Inc.	0						
美国	NYSE	Plum Creek Timber Company, Inc.	0						
美国	NYSE	Post Properties, Inc.	0						
美国	NYSE	Preferred Apartment Communities, Inc.	0						
美国	NYSE	Prologis, Inc.	53				53		
美国	NYSE	PS Business Parks, Inc.	0						
美国	NYSE	Public Storage	0						
美国	NYSE	QTS Realty Trust, Inc.	0						
美国	NYSE	Ramco-Gershenson Properties Trust	0						
美国	NYSE	Rayonier Inc.	0						
美国	NYSE	Realty Income Corporation	0						
美国	NYSE	Regency Centers Corporation	0						
美国	NYSE	Rexford Industrial Realty, Inc.	0						
美国	NYSE	RLJ Lodging Trust	0						
美国	NYSE	Rouse Properties, Inc.	0						
美国	NYSE	RPAI	0						
美国	NYSE	Ryman Hospitality Properties, Inc.	0						
美国	NYSE	Saul Centers, Inc.	0						
美国	NYSE	Select Income REIT	0						
美国	NYSE	Senior Housing Properties Trust	0						
美国	NYSE	Simon Property Group, Inc.	9	9					
美国	NYSE	SL Green Realty Corp.	0						
美国	NYSE	Sovran Self Storage, Inc.	0						
美国	NYSE	Spirit Realty Capital	0						
美国	NYSE	Stag Industrial, Inc.	0						
美国	NYSE	Starwood Waypoint Residential Trust	0						
美国	NYSE	STORE Capital Corporation	0						
美国	NYSE	Strategic Hotels & Resorts, Inc.	0						
美国	NYSE	Summit Hotel Properties Inc.	0						
美国	NYSE	Sun Communities, Inc.	0						
美国	NYSE	Sunstone Hotel Investors, Inc.	0						
美国	NYSE	Tanger Factory Outlet Centers, Inc.	0						
美国	NYSE	Taubman Centers, Inc.	0						
美国	NYSE	Terreno Realty Corporation	0						
美国	NYSE	The GEO Group	0						
美国	NYSE	The Howard Hughes Corporation	0						
美国	NYSE	UDR, Inc.	0						
美国	NYSE	UMH Properties, Inc.	0						
美国	NYSE	Urban Edge Properties	0						
美国	NYSE	Urstadt Biddle Properties, Inc.	0						

美国	NYSE	Ventas, Inc.	0							
美国	NYSE	Vornado Realty Trust	0							
美国	NYSE	W. P. Carey Inc.	0							
美国	NYSE	Washington REIT	0							
美国	NYSE	Weingarten Realty Investors	0							
美国	NYSE	Weyerhaeuser	0							
美国	NYSE	WP Glimcher	0							
美国	NYSE	Xenia Hotels & Resorts, Inc.	0							
美国	NASDAQ	American Realty Capital Properties, Inc.	0							
美国	NASDAQ	CareTrust REIT, Inc.	0							
美国	NASDAQ	CIM Commercial Trust Corp	0							
美国	NASDAQ	Communications Sales & Leasing Inc.	0							
美国	NASDAQ	CyrusOne Inc.	0							
美国	NASDAQ	Equinix, Inc.	5						5	
美国	NASDAQ	Gaming and Leisure Properties, Inc.	0							
美国	NASDAQ	Gladstone Commercial Corporation	0							
美国	NASDAQ	Gladstone Land Corporation	0							
美国	NASDAQ	InfraREIT, LLC	0							
美国	NASDAQ	Lamar Advertising Company	0							
美国	NASDAQ	Landmark Infrastructure Partners LP	0							
美国	NASDAQ	Potlatch Corporation	0							
美国	NASDAQ	Retail Opportunity Investments Corp	0							
美国	NASDAQ	Sabra Health Care REIT, Inc.	0							
美国	NASDAQ	SoTHERLY Hotels Inc.	0							
美国	NASDAQ	Trade Street Residential, Inc.	0							
美国	NASDAQ	Wheeler Real Estate Investment Trust, Inc.	0							
		美国合计	67	9	0	0	0	53	5	0
豪州	ASX	Ingenia Communities Group	0							
豪州	ASX	Charter Hall Group	0							
豪州	ASX	Cromwell Property Group	0							
豪州	ASX	Goodman Group	12					12		
豪州	ASX	Mirvac Industrial Trust	0							
豪州	ASX	Generation Healthcare REIT	0							
豪州	ASX	Folkestone Education Trust	0							
豪州	ASX	Growthpoint Properties Australia	0							
豪州	ASX	360 Capital Industrial Fund	0							
豪州	ASX	GPT Group	0							
豪州	ASX	Multiplex European Property Fund	0							
豪州	ASX	Charter Hall Retail REIT	0							
豪州	ASX	ALE Property Group	0							
豪州	ASX	RNY Property Trust	0							
豪州	ASX	Dexus Property Group	0							
豪州	ASX	ARENA REIT	0							
豪州	ASX	Frasers Centrepoint Limited (Australand Property Group)	1			1				
豪州	ASX	BWP Trust	0							

豪州	ASX	Shopping Centres Australasia Property Group	0						
豪州	ASX	Westfield Group	0						
豪州	ASX	Carindale Property Trust	0						
豪州	ASX	Brookfield Prime Property Fund	0						
豪州	ASX	Federation Centres	0						
豪州	ASX	Abacus Property Group	0						
豪州	ASX	Challenger Diversified Property Group	0						
豪州	ASX	Novion Property Group (CFS Retail Property Trust Group)	0						
豪州	ASX	Trafalgar Corporate	0						
豪州	ASX	DEXUS Property Group (Commonwealth Property Office Fund)	0						
豪州	ASX	Mirvac Group	0						
豪州	ASX	Westfield Retail Trust	0						
豪州	ASX	Stockland	0						
豪州	ASX	Investa Office Fund	0						
豪州	ASX	BlackWall Property Trust (P-REIT)	0						
豪州	ASX	Lantern Hotel Group	0						
豪州	ASX	Astro Japan Property Group	37	17	15		5		
豪州	ASX	Unity Pacific (Trinity Group)	0						
豪州	ASX	Aspen Group	0						
豪州	ASX	Galileo Japan Trust	21	6	8		5	2	
豪州	ASX	Real Estate Capital Partners USA Property Trust	0						
		オーストラリア合計	71	23	23	1	10	14	0
英国	LSE	AEW UK REIT PLC	0						
英国	LSE	ASSURA PLC	0						
英国	LSE	BIG YELLOW GROUP	0						
英国	LSE	BRITISH LAND CO PLC	0						
英国	LSE	DERWENT LONDON PLC	0						
英国	LSE	EMPIRIC STUDENT PROP PLC	0						
英国	LSE	GREAT PORTLAND ESTATES PLC	0						
英国	LSE	GREEN REIT PLC	0						
英国	LSE	HAMMERSON PLC	0						
英国	LSE	HANSTEEN HLDGS	0						
英国	LSE	HIBERNIA REIT PLC	0						
英国	LSE	HIGHCROFT INVESTMENTS	0						
英国	LSE	INTU PROPERTIES PLC	0						
英国	LSE	LAND SECURITIES GROUP PLC	0						
英国	LSE	LOCAL SHOPPING REIT PLC(THE)	0						
英国	LSE	LONDONMETRIC PROPERTY PLC	0						
英国	LSE	MCKAY SECURITIES	0						
英国	LSE	MILL RESIDENTIAL REIT PLC	0						
英国	LSE	MUCKLOW(A. & J.)GROUP	0						
英国	LSE	NEWRIVER RETAIL LTD	0						
英国	LSE	PRIMARY HEALTH PROPERTIES	0						
英国	LSE	SECURE INCOME REIT PLC	0						

英国	LSE	SEGRO PLC	0							
英国	LSE	SHAFTESBURY PLC	0							
英国	LSE	TOWN CENTRE SECURITIES	0							
英国	LSE	TRITAX BIG BOX REIT PLC	0							
英国	LSE	WORKSPACE GROUP PLC	0							
		英国合計	0	0	0	0	0	0	0	0
フランス	Euronext	ACANTHE DEV.	0							
フランス	Euronext	ADC SIIC	0							
フランス	Euronext	AFFINE R.E.	0							
フランス	Euronext	ALTAREA	0							
フランス	Euronext	ANF IMMOBILIER	0							
フランス	Euronext	ARGAN	0							
フランス	Euronext	BLEECKER	0							
フランス	Euronext	CARREFOUR PRO DEV	0							
フランス	Euronext	CEGEREAL	0							
フランス	Euronext	EURASIA FONC INV	0							
フランス	Euronext	EUROSIC	0							
フランス	Euronext	FDL	0							
フランス	Euronext	FONC. PARIS NORD	0							
フランス	Euronext	FONC.DES REGIONS	0							
フランス	Euronext	FONCIERE ATLAND	0							
フランス	Euronext	FONCIERE DES MURS	0							
フランス	Euronext	FONCIERE DE PARIS	0							
フランス	Euronext	FONCIERE INEA	0							
フランス	Euronext	FONCIERE LYONNAISE	0							
フランス	Euronext	FONCIERE SEPRIC	0							
フランス	Euronext	FREY	0							
フランス	Euronext	GECINA NOM.	0							
フランス	Euronext	ICADE	0							
フランス	Euronext	IMMOB.DASSAULT	0							
フランス	Euronext	KLEPIERRE	0							
フランス	Euronext	M.R.M	0							
フランス	Euronext	MERCIALYS	0							
フランス	Euronext	MONTEA C.V.A.	0							
フランス	Euronext	PAREF	0							
フランス	Euronext	PATRIMOINE ET COMM	0							
フランス	Euronext	SCBSM	0							
フランス	Euronext	SELECTIRENTE	0							
フランス	Euronext	TAYNINH	0							
フランス	Euronext	TERREIS	0							
フランス	Euronext	TOUR EIFFEL	0							
フランス	Euronext	UNIBAIL-RODAMCO	0							
フランス	Euronext	ZUBLIN IMMOBILIERE	0							
		フランス合計	0	0	0	0	0	0	0	0
シンガポール	SGX	HongkongLand USD	0							
シンガポール	SGX	Accordia Golf Tr	0							
シンガポール	SGX	AIMSAMP Cap Reit	0							
シンガポール	SGX	Ascendas Reit	0							
シンガポール	SGX	Ascendas-hTrust	2			2				
シンガポール	SGX	Ascendas-iTrust	0							
シンガポール	SGX	Ascott Residence Trust	6				6			

シンガポール	SGX	AVJennings A\$	0						
シンガポール	SGX	Bonvests	0						
シンガポール	SGX	Bukit Sembawang	0						
シンガポール	SGX	Bund Center	0						
シンガポール	SGX	Cache Log Trust	0						
シンガポール	SGX	Cambridge Ind Tr	0						
シンガポール	SGX	CapitaCom Trust	0						
シンガポール	SGX	CapitaLand	0						
シンガポール	SGX	CapitaMall Trust	6	6					
シンガポール	SGX	CapitaR China Tr	0						
シンガポール	SGX	CDL HTrust	2		2				
シンガポール	SGX	China Mining	0						
シンガポール	SGX	China New Town	0						
シンガポール	SGX	China Yuanbang	0						
シンガポール	SGX	CityDev	0						
シンガポール	SGX	CITYDEV NCCPS	0						
シンガポール	SGX	Croesus RTrust	7	7					
シンガポール	SGX	Debao Property	0						
シンガポール	SGX	Far East HTrust	0						
シンガポール	SGX	Far East Orchard	0						
シンガポール	SGX	First Reit	0						
シンガポール	SGX	First Sponsor	0						
シンガポール	SGX	Fortune Reit HKD	0						
シンガポール	SGX	Fragrance	0						
シンガポール	SGX	Frasers Com Tr	0						
シンガポール	SGX	Frasers Cpt	0						
シンガポール	SGX	Frasers Cpt Tr	0						
シンガポール	SGX	Frasers HTrust	1		1				
シンガポール	SGX	Global Logistic	44				44		
シンガポール	SGX	Goodland	0						
シンガポール	SGX	GuocoLand	0						
シンガポール	SGX	Heeton	0						
シンガポール	SGX	Hiap Hoe	0						
シンガポール	SGX	Ho Bee Land	0						
シンガポール	SGX	Hong Fok	0						
シンガポール	SGX	AIMS Property	0						
シンガポール	SGX	Indiabulls Trust	0						
シンガポール	SGX	IPC Corp	15		9	6			
シンガポール	SGX	IREIT Global	0						
シンガポール	SGX	Keppel DC Reit	0						
シンガポール	SGX	Keppel Land	0						
シンガポール	SGX	Keppel Reit	0						
シンガポール	SGX	Lippo Malls Tr	0						
シンガポール	SGX	Mapletree Com Tr	0						
シンガポール	SGX	Mapletree GCC Tr	0						
シンガポール	SGX	Mapletree Ind Tr	0						
シンガポール	SGX	Mapletree Log Tr	22				22		
シンガポール	SGX	OUE Com Reit	0						
シンガポール	SGX	OUE HTrust	0						
シンガポール	SGX	Oxley	0						
シンガポール	SGX	Pan Hong Prop	0						

シンガポール	SGX	ParkwayLife Reit	43					1		42
シンガポール	SGX	Perennial Hldgs	0							
シンガポール	SGX	Pollux Prop	0							
シンガポール	SGX	Roxy-Pacific	1			1				
シンガポール	SGX	Sabana Reit	0							
シンガポール	SGX	Saizen Reit	136				136			
シンガポール	SGX	Sim Lian	0							
シンガポール	SGX	Sinarmas Land	0							
シンガポール	SGX	SingHoldings	0							
シンガポール	SGX	SoilbuildBizReit	0							
シンガポール	SGX	SPHREIT	0							
シンガポール	SGX	StarhillGbl Reit	5	5						
シンガポール	SGX	Starland	0							
シンガポール	SGX	Suntec Reit	0							
シンガポール	SGX	TEE Land	0							
シンガポール	SGX	Tosei	0							
シンガポール	SGX	Tuan Sing	0							
シンガポール	SGX	UOA	0							
シンガポール	SGX	UOL	0							
シンガポール	SGX	Viva Ind Tr	0							
シンガポール	SGX	Weiyee	0							
シンガポール	SGX	Wheelock Prop	0							
シンガポール	SGX	Wing Tai	0							
シンガポール	SGX	Yanlord Land	0							
シンガポール	SGX	Ying Li Intl	0							
シンガポール	SGX	Yoma Strategic	0							
		シンガポール合計	290	18	0	15	148	67	0	42
カナダ	TSX	Artis Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	Canadian Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	Cominar Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	Crombie Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	Dream Global Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	H&R Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	Agellan Commercial Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	Allied Properties Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	American Hotel Income Properties REIT LP	0							
カナダ	TSX	Boardwalk Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	Brookfield Canada Office Properties	0							
カナダ	TSX	BTB Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	Calloway Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	Canadian Apartment Properties Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	Choice Properties Real Estate Investment Trust	0							

カナダ	TSX	CT Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	Dream Industrial Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	Dream Office Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	Inovalis Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	InterRent Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	Lanesborough Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	Melcor Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	Milestone Apartments Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	Morguard North American Residential Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	Morguard Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	Northern Property Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	Partners Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	Plaza Retail REIT	0							
カナダ	TSX	Pure Industrial Real Estate Trust	0							
カナダ	TSX	Retrocom Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	Riocan Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	Slate Office REIT	0							
カナダ	TSX	Slate Retail REIT	0							
カナダ	TSX	Summit Industrial Income REIT	0							
カナダ	TSX	TransGlobe Apartment Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	True North Apartment Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	True North Commercial Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	WPT Industrial Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	Granite Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	Chartwell Retirement Residences Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	InnVest Real Estate Investment Trust	0							
カナダ	TSX	Northwest Healthcare Properties Real Estate Investment Trust	0							
		カナダ合計	0	0	0	0	0	0	0	0
香港	HKEEx	YUEXIU REIT	0							
香港	HKEEx	SUNLIGHT REIT	0							
香港	HKEEx	RREEF CCT REIT	0							
香港	HKEEx	FORTUNE REIT	0							
香港	HKEEx	PROSPERITY REIT	0							
香港	HKEEx	LINK REIT	0							
香港	HKEEx	NEW CENT REIT	0							
香港	HKEEx	SPRING REIT	0							

香港	HKEx	REGAL REIT	0							
香港	HKEx	CHAMPION REIT	0							
香港	HKEx	HUI XIAN REIT	0							
		香港合計	0	0	0	0	0	0	0	0
		全 414 社	428	50	23	16	158	134	5	42

各社の HP 情報から集計した (2015/5/30 現在)

第 3 章

金融監督当局の検査の効果の調査と考察

第3章の目的

不動産の金融商品化による変化の着目点の一つ、金融監督当局の検査の状況を把握し、影響の検証を進める上で分析の参考となる情報を得ることを目的として、以下のような項目につき金融監督当局の開示資料の調査考察を行う。

検査マニュアルから金融監督当局の注目点に建築物がどのように関係するかを把握する。検査指摘事例などから、建築物関連で金融機関に共通する問題を把握する。指摘事例の時系列での減少変化を示し、取引関係者の態勢整備について、第4章、第5章の比較検証結果とタイミングの一致などを示す。

3.1 金融規制の背景と調査資料の説明

まず金融規制の目的、時代背景を概観した後に、調査した資料について説明する。金融規制の目的とするところは、「金融システムの安定」、「利用者の保護」、「公正・透明な市場の確立と維持」の3本の柱である¹⁾。金融監督当局により実施される検査（検査官による金融機関への立ち入り検査）は、銀行法・保険業法、金融商品取引法等に基づき実施され、金融機関の業務の健全性及び適切性の確保のため、立入検査の手法を中心に活用しつつ、各金融機関の法令等遵守態勢、各種リスク管理態勢等を検証し、その問題点を指摘するとともに、金融機関の実態を確認することがその目的とされる。

日本においては、90年代のバブル崩壊の後、金融機関の不良債権処理、市場金融機能の強化や外資の参入といった過程で、証券化と呼ばれるファイナンス・スキームが導入され、不動産の金融商品化が普及・拡大していった。この不動産の金融商品化の普及拡大期において、金融監督当局の政策は、不良債権問題解決を主眼とする経済再生を掲げたH14金融再生プログラム²⁾の実践から、不良債権問題から脱却し金融サービス立国を掲げたH16金融改革プログラム³⁾の実践に軸足を移行した。金融改革プログラムでは、間接金融偏重を脱却し「貯蓄から投資へ」の構造変化を重視している。金融機関などに対する検査における指摘事例集がH16検査事務年度より公表されることになったが、この事例集は金融行政の透明性・予測可能性を更に向上させ、金融機関の自己責任原則に基づく内部管理態勢の強化等を促す観点から、検査において多くの金融機関に共通してみられる指摘事例について情報提供し、その共有を図る目的で作成・公表されたものである。

金融庁はH19に金融規制の質の向上を推し進めるために、ベターレギュレーション¹⁾を掲げたが、その施策の一つに「行政対応の透明性・予測可能性の向上」を取り上げて、検査監督上の着眼点などを定めた検査マニュアルや監督指針、各事務年度の検査方針、監督方針、指摘事例集を公表するほか、行政処分の基準の公表、ノーアクションレター制度の改善、ルールの解釈等についてのQ&Aの掲載などを拡充してきた。

このような金融市場、金融規制の推移の時代背景のもと、不動産の金融商品化取引においては、エンジニアリング・レポートの調査（建築技術者による建築物の調査）が必須となり、建築物の劣化状況、法適合性、地震リスク、環境リスクなどが一式の調査報告書として準備されるようになった。特に、不動産金融商品化における、違法な建築物への対処に関する審査・管理運用態勢に対する検査指摘や行政処分が、不動産金融商品化に取り組む金融機関関係者の関心事となった。前掲の板谷らによるプロパティマネジメント業務体系に関する研究⁴⁾でも、JリートのPM業務を受託している企業に対するアンケート調査で、回答者の31%の企業において建築関連法規等のコンプライアンス対応を新たな課題として

認識している結果となっており、コンプライアンス対応の重要性が高まっていることが報告されていることもこのような金融監督当局の検査が影響しているものと考えられる。

本論の調査においては金融監督当局より公表されている検査マニュアルや事例集を調査資料（資料の一覧は表 3.1-1 と表 3.3-1）とした。個別の金融機関に対する検査における指摘の詳細などはもちろん非開示だが、検査指摘事例集で公表された事例を調査することで、金融当局がどのような行為を多くの金融機関に共通する問題として注目したのかを知ることができる。以下では、金融監督上の注目点として公表した違反建築物に関わる指摘を調査する。以下に詳述するが、建築物の維持管理状況のかなり細部にまで踏み込んだ指摘内容を記述しているものがある、さらにそのような指摘が平成 24 事務年度以降は示されなくなっていることから、被検査主体の審査・運用管理態勢の整備結果として第 4 章以降で検証する建築物の適法な維持管理の瑕疵の指摘の差として現れる可能性がある。

3.2 金融監督当局の検査者用のマニュアルから得られる参考情報

3.2.1 検査マニュアル

金融監督当局の検査マニュアルについて述べる。金融検査マニュアルとは、1999 年に金融庁が策定した、金融機関を検査する際の手引書の通称で、正式名称は「預金等受入金融機関に係わる検査マニュアル」という。当初は銀行のみを対象としていたが、その後、業態別にマニュアルの細分化が進み、信用金庫など他の預金取り扱い金融機関や信託銀行、保険会社、証券会社向けのマニュアルなど整備された。マニュアルでは金融機関に対して厳格な資産査定を促すとともに、金融機関ごとにまちまちであった自己査定の基準を一本化するなどした。検査項目には、リスク管理に対する意識の向上、企業倫理に対する自覚の促進などが盛り込まれている。

市場業務に関係する、証券会社や投資信託の運用会社などの金融商品取引業者に対する検査は、証券検査と呼ばれ、金融商品取引業者等検査マニュアルが対応する検査マニュアルである。

まず、不動産金融商品化の取引関係者をカバーする検査マニュアルについて、建築物の適法性に係る記述を検索した。表 3.1-1 に調査した検査マニュアルの一覧と金融商品化に係る被検査主体（スキーム上の主な役割）、違法な建築物に係る記述の有無をまとめた。調査した結果、信託検査マニュアルと金融商品取引業者等検査マニュアルには建築物の適法性に関する記載があり、金融検査マニュアルと保険検査マニュアルにはその種の記載は見られなかった。不動産の金融商品化取引において建築物の所有者となる信託受託者、運用を任された資産運用会社に対する検査マニュアルには該当記載があり、融資を行っている銀行や保険会社には該当する記載がなかった。ただし、以降の検査指摘事例には融資金融機関に対する指摘事例がいくつかあるので、検査マニュアルに該当する記載はなくとも検査では指摘されている。このため、多くの金融機関に共通する問題として認識されているという実態がわかる。ほとんどの不動産の金融商品化取引は金融機関から融資を受けているので、融資の条件として建築物の適法性が要件となることは資金調達をする者の行動に対する影響が非常に大きい。不動産金融商品化に関連して融資を受けるためには、もしも建築物の適法性に瑕疵が見つければ是正が必要となるからである。

以下、建築物適法性に関する記載のあった信託検査マニュアル、金融商品取引業者等検査マニュアルおよび、不動産投資リスク管理の記述があった保険検査マニュアルの該当部分をそれぞれ説明する。

表 3.1-1 調査した検査マニュアルの一覧

検査マニュアル種別	金融商品化に関する被検査主体（スキーム上の主な役割）	違法な建築物に係る記述の有無
金融検査マニュアル ⁵⁾ （預金等受入金融機関に係る検査マニュアル H11、H19、H26、H27 各改訂版）	銀行（融資）	なし
信託検査マニュアル ⁶⁾ （金融検査マニュアル別編〔信託業務編〕H18、H20 各改訂版）	信託受託者（不動産の信託受託）	あり
金融商品取引業者等検査マニュアル ⁷⁾ （H26 改訂版）	資産運用会社（運用） 投資法人（特別目的事業体） 特定目的会社（特別目的事業体） 証券会社（引受・媒介）	あり （資産運用業務に関連して）
保険検査マニュアル ⁸⁾ （H12、H22、H24、H25 各改訂版）	保険会社（融資）	なし

3.2.2 信託検査マニュアルにおける検査着目点

信託検査マニュアル（H18 初版 P.34、H20 改訂版 P.32）には、建築物に関する法令等違反の有無の確認として、次のような記述により検査官に立ち入り検査のポイントを示している。

建築物を受託した場合、信託兼営金融機関は、受託者として信託契約を履行する義務を負うとともに、当該物件の法的所有者としての責任も負うこととなる。こうした点を踏まえ、建築物の受託に関しては、建物診断報告書等により、法令等違反の有無を確認し、違反がある場合には、その実態（違反内容・軽重、対応方法）、委託者等の方針を詳細に把握した上で、合理的にみて是正可能な期間内に適法状態へ是正するなどにより、受託者としての所有者責任を履行することが可能か否かを検証する態勢となっているか。

また、委託者等が、当該違法物件から生じた損害について、表明保証に基づく責任ないし瑕疵担保責任を負う可能性があることを踏まえ、委託者等がこれらの責任を履行する能力があるのかとの観点から、委託者等の信用力を把握した上で、受託者としての所有者責任を適切に履行することが可能か否かを検証する態勢となっているか。

信託検査マニュアルは、不動産の金融商品化において、建築物の所有者（形式の所有者）として重要な役割を担う信託銀行の監督に用いられるものであり、建築物の法適合性の確保に影響が大きいと考えられる。

3.2.3 金融商品取引業者等検査マニュアルにおける検査着目点

金融商品取引業者等検査マニュアル（P.109）には、投資運用業者（J-REIT の運用会社を指す）の不動産運用管理態勢に関して、次ような記述により検査官に立ち入り検査のポイントを示している。

資運用部門は、不動産等を取得する場合において、不動産等の投資の採算性（投資利回り等）、投資の適格性（ポートフォリオ、デューディリジェンス、コンプライアンス等）について適切に調査しているか。また、取得後においても、それらについて定期的かつ必要に応じて調査しているか。

信託検査マニュアルの表現のように、建物診断報告書等により、法令等違反の有無を確認するという直接的な記載はされていないが、ここでいう不動産投資のデューディリジェンスには、当然エンジニアリング・レポート（建物診断報告書を含む）の取得による建築物の調査も含んでいると解釈できる。金融商品取引業者等検査マニュアルは、不動産の金融商品化において、資金調達と投資運用の全体を統括する重要な役割を担う運用会社の監督に用いられるものであり、建築物の法適合性の確保に影響が大きいと考えられる。

3.2.4 保険検査マニュアルにおける検査着目点

保険会社は短期運用が主となる銀行などとは異なり、年金運用機関などと同様に長期の運用を行うことから、資産運用において実物不動産投資が行われる。保険検査マニュアル（P.178～p.181）には、不動産投資リスク管理態勢に関して、検査官に立ち入り検査のポイントとして、不動産投資リスク管理にかかわる留意点が8項目にわたって記述されている。

しかしながら、信託検査マニュアルや金融商品取引業者等検査マニュアルに記述されているように、建築物に関して建物診断報告書やデューディリジェンスといった手段で法令等違反の有無を確認するというような記述が一切見られないことが対照的であった。

3.3 金融監督当局の検査の指摘・処分事例からの考察

3.3.1 検査指摘事例・処分事例について

金融機関などに対する立ち入り検査においては、金融機関に対して数多くの検査指摘があると思われるが、個別検査結果の詳細な内容は非公表である。ただし、H16 検査事務年度より検査指摘事例集が公表されることになった。事例集は金融行政の透明性・予測可能性を更に向上させ、金融機関の自己責任原則に基づく内部管理態勢の強化等を促す観点から、検査において多くの金融機関に共通してみられる指摘事例について情報提供し、その共有を図る目的で作成・公表されたものである。したがって、違法性のある建築物に係る取引に関する検査指摘事例が掲載されていれば、その様な金融行為が「金融システムの安定」、「利用者の保護」、「公正・透明な市場の確立と維持」を目的とする金融規制上見過ごせない問題であると金融当局に認識されていたと解釈できる。また、その問題が金融機関に共通する問題であったと推察される。さらに、それが原因で行政処分に至った事例があるとなれば、金融当局が極めて重大な問題行為と判断して処分に至った解釈できる。このように規制側における金融市場への問題意識やその対応を調査することは、その監督下で取引を行う金融機関などが不動産の金融証券化取引に係る際にどのような行動（建築物の適法性の管理に対して）を行うかを検証する上で意味がある。表 3.1-2 に、調査した検査指摘事例集や行政処分事例集の一覧を示す。

表 3.3-1 調査した検査指摘事例集などの一覧

資料の種類	資料の基となる検査（被検査主体）
金融検査指摘（結果）事例集 ^{9）,10）} （H16.7 - H27.6の各検査事務年度版）	金融検査 （銀行、信託銀行、保険会社など）
金融モニタリングレポート ^{11）} （H26.7 - H27.7の各検査事務年度版）	金融検査・証券検査 （全ての金融機関、金融商品取引業者など）
金融商品取引業者等に対する検査における主な指摘事項 ^{12）} （掲載期間 H19.7 - H27.12）	証券検査 （証券会社、資産運用会社など）
行政処分事例集 ^{13）} （掲載期間 H14.6 - H28.3）	金融検査・証券検査 （全ての金融機関、金融商品取引業者など）

3.3.2 金融検査の指摘事例の調査結果

金融検査指摘（結果）事例集が公表されて以降 11 年間（H16.7-H27.6）のすべての事例を調査した結果、金融検査で全 3,483 件の検査指摘事例が掲載されていた。その内、投融資や信託受託などの取引で建築物の適法性の瑕疵などに関係する事例を選別したところ、21 件の事例があった。それらの指摘を検査年度（7 月～翌年 6 月）時系列で指摘の属する検査項目に分類して表 3.3-2 に集計した。なお、金融検査指摘（結果）事例集には、銀行業務のほか、信託業務、保険業務など金融検査の指摘事例が公表され、証券検査の指摘事例は別途金融商品取引業者等に対する検査における主な指摘事項で公表される。ただし、投融資で建築物の適法性の瑕疵などに関係する指摘事例は、銀行もしくは信託に係るもので、保険会社に関してはそのような指摘事例は見られなかった。

それらの指摘は投融資と信託の 2 つの分野に分類できる。一つは融資や投資を行う立場の金融機関に対して、投融資のリスク管理態勢の不備として、投融資案件の対象となっている建築物の違法性の確認・対処の不備を指摘したものである。もう一つは所有者となる立場の信託銀行に対して、不動産の信託受託における引受審査・財産管理態勢の不備として、建築物の違法性の確認・是正の取り組み・維持管理の不備を指摘する事例であった（表 3.3-3）。信託検査マニュアルが別途整備される前の金融検査マニュアルに建築物に関する記載はないが、検査では指摘がなされ、監督上の問題意識から指摘事例に取り上げられたのだろうということがわかる。

全 11 の事務年度の内、7 つの事務年度においてそのような事例が掲載されているが、それはすべて不動産証券化関係の信託・投融資にかかわる事例で、その他の金融取引には違法建築物を取引の対象としたことに関係する指摘事例は見られなかった。不動産の金融商品化引におけるエンジニアリング・レポート利用の普及が、金融監督当局の検査において違法性のある建築物の取引に係る指摘を可能にしたと考えられる。

ほぼ同じ期間において、投融資のリスク管理態勢の不備事例 5 件に対し、信託受託関係では 16 件の事例がある。表 3.2-4 の信託検査マニュアルに基づく指摘は 13 件であるが、信託検査マニュアルが整備される以前の H17 における法令等遵守態勢に係わる指摘 3 件はいずれも信託受託に係わる指摘であったため、信託受託関係の事例は合わせて 16 件となる。特に H22 事務年度には分野ごとの別冊事例集に信託業務編が作成され、その中に違法建築物に関する事例が多く紹介されていることから、監督上の関心

の高さが窺える。H22 事務年度までの事例は、投融資・信託案件の審査態勢と金融リスク管理態勢で違法建築物の識別や対処が適切かどうかの事例であった。H23 検査事務年度の記載には、受託後の建物管理に関して、エレベーターの法定点検漏れ、スプリンクラーの故障放置といった、ずさんな建物管理に対する指摘が初めて見られた。直近 3 年間は該当する事例がない。

以下に指摘事例の内容の例を示す。

- ・銀行などによる不動産流動化関連融資に対する検査指摘事例（資産査定管理態勢）

【検査結果】

顧客不動産の流動化について、所管部署及び審査部門において、建築関係法規に関する知識・認識が不十分であったことからスキームの適正性・妥当性の検証やチェック機能が不十分となり、当該物件が建築基準法等に違反する可能性を認識していたにもかかわらず、十分に確認を行わないまま融資を実行した事例。

- ・信託銀行による不動産を信託財産とする信託引受審査に対する検査指摘事例（信託引受審査態勢）

【検査結果】

営業推進部門は、「不動産信託管理規程」を策定し、防火管理等の運営・手続を定めている。また、当社は、不動産受託後において、当該規程に基づき、受託不動産の防火管理等を建物管理会社に任せられた上で、不動産の状態に関する報告を受けている。

こうした中、以下のような問題点が認められる。

- ・営業推進部門は、エレベーターが簡易リフトからそのサイズを大幅に超える大きさのものに変更されているにもかかわらず、建築当初から法定点検が全く実施されていない不動産を受託している。

こうした中、同部門は、このような実態を把握しているにもかかわらず、受託後においても法定点検を実施していない。

- ・営業推進部門は、建物管理会社から、受託不動産について、スプリンクラーへの注水管が破損しているため給水バルブを閉じている旨の報告を受けているにもかかわらず、リスクが低いと独自に判断し、特段の対応を行っていない。

このような検査指摘事例の公表は、多くの金融機関に共通し、監督上重要と判断された指摘を公表することが金融監督当局の趣旨なので、事例の掲載が多いということは、監督上の関心が強いことを意味するため、同様の業務を行っている関係者への牽制を強める効果があると考えられる。

表 3.3-2 建築物の適法性の瑕疵に係る金融検査指摘事例の集計

検査事務年度	建築物の適法性の瑕疵に係る金融検査指摘事例						左記以外年度指摘事例を含む各調査の事例数を合計	
	金融検査マニュアルの検査項目 (リスク管理編)			信託検査マニュアルの 検査項目 (信託業務管理態勢)		建築物に係る適法事例の 数合計		
	信用リスク 管理態勢	資産査定 管理態勢	市場管理 リスク	法令等 守態勢	信託管理 態勢			信託財産 に係る
H16		1					1	174
H17	1			3			4	214
H18					1		1	280
H19			2				2	341
H20							0	364
H21					1		1	322
H22	1				8		9	607
H23					1	2	3	408
H24							0	307
H25							0	92
H26							0	374
合計	2	1	2	3	11	2	21	3,483
	投融資に関する検査指摘			信託に関する検査指摘				

平成 24 検査事務年度（赤色の破線）以降は該当指摘事例が見られなくなっている。

表 3.3-3 信託と投融資に関する金融検査指摘の内訳

分類		該当件数	小計
信託に関する指摘	違法建築物の有無を確認していない。	6	16
	違法建築物の存在は確認しているが、是正に向けた取り組みがなされていない。	9	
	要是正（不具合）状態であることを確認しているが、是正に向けた取り組みがなされていない。	1	
投融資に関する指摘	違法建築物の有無を確認していない。	3	5
	違法建築物の存在は確認しているが、投融資の回収リスクの検討が不十分。	1	
	違法建築物の存在は確認しているが、その取扱い基準が定められていない。	1	
合計		21	

3.3.3 金融モニタリングレポートの調査結果

金融モニタリングレポートは、金融業界全体を取り巻く国際的な情勢も含めて、業態全体を鳥瞰して、各業態・業務分野における金融当局の課題認識も含めて整理されている。金融監督当局の検査の結果を受けて、各金融・証券業務や各業態としての課題を整理しているが、金融機関への立ち入り検査での個別指摘の例示までは含まれていない。金融モニタリングレポートには、不動産の金融商品化の関連業務についてや関連業態に対して、建築物の適法性の瑕疵に関するような記述は見られなかった。ただし、金融モニタリングレポートの公表自体が新しく、H26 検査事務年度から始まったものであり、H24 検査事務年度以降には建築物の適法性の瑕疵に関連する検査指摘事例の掲載が見られなくなっていることが影響している可能性がある。

3.3.4 証券検査の指摘事例の調査結果

J リートの資産運用会社をはじめ不動産証券化商品の販売などに係る会社は、金融商品取引業者として金融監督当局の監督下にあり、金融庁内に設置された証券取引等監視委員会が金融商品取引業者に対して検査を実施している。検査における指摘事項（法令違反行為等）のうち、主なものを要約し一覧表にまとめ、各業界等においてコンプライアンスの改善、向上等に向け参考になるよう、「金融商品取引業者等に対する証券検査における主な指摘事項」が公表されている。

金融商品取引業者等に対する証券検査の約 7 年間（H19.7-H26.12）における主な指摘事項として全 505 件の指摘事例が掲載されている。掲載された事例の中には違法性のある建築物を取引の対象としたことなどに起因する指摘事例はなかった。ただし、証券検査における主な指摘事項の公表が始まる前の H18 年には、検査の結果、行政処分に至る重大な事例があったことが、次の行政処分事例集の調査から分かる。

3.3.5 行政処分事例の調査結果

金融監督当局の検査の結果、金融機関等の運営上重大な問題が発覚した場合には、金融当局より行政処分が下され、その内容が公表される。検査指摘事例集とは異なり、行政処分はすべての処分が公表される。本論で調査した行政処分事例集（H14.6-H28.3）には全 1,218 件の処分事例が掲載されている。3 つの金融機関と運用会社 1 社に対する処分が、不動産証券化取引において違法建築物を取引の対象としたことに起因する不動産審査体制の不備などによる処分であった（表 3.3-4）。

表 3.3-4 処分に至った事例の集計

	公表日	業種	処分の別	処分理由
(1)	H18.4.5	外国銀行	業務改善命令	与信審査体制の不備
(2)	H18.4.5	外国信託銀行	業務停止/改善命令	不動産受託審査体制の不備
(3)	H18.4.26	国内信託銀行	業務停止/改善命令	不動産受託審査体制の不備
(4)	H18.7.21	国内運用会社	業務停止/改善命令	組入れ不動産の取得時審査業務が不適切

以下に、処分事例（1）～（4）の処分理由より、関連する部分を抜粋する。

(1) 外国銀行の処分理由抜粋

証券会社（不動産ファイナンス部）による不動産の流動化及び証券化の組成に連携する当支店の特定目的会社等向けノンリコース・ローン業務では、審査部門の事前調査や与信判定が適正に機能せず、流動化対象資産（不動産）の瑕疵・違法性、評価の嵩上げ及び会計処理等の問題、組成目的・内容の適切性・妥当性などの重要事項を看過して貸出を実行し、当支店の経営陣による監督や注意義務が適切に履行できない問題が認められていること。

(2) 外国信託銀行

不動産を原資産（信託財産）とする流動化・証券化案件の不動産管理処分信託業務において、当行は引受けを行おうとする不動産の受託審査・査定等を行わずして（人的構成や体制を整備せずして）、その結果生じる対象物件の瑕疵やリスクを信託受益者等に転嫁して、受託による収益を収受する営業を推進している。

当行の今般の立入検査等により、当行が受託した信託財産（不動産）の状況や組成内容を検証した結果、適法状態への是正が困難な違法建築、収益還元法等を利用した物件評価の嵩上げ、流動化や開発等に不適の不動産や種地を使った金融取引、信託を導管体に物件を短期売買する租税回避などが多数確認され、現物不動産の実際の価値とは乖離した信託元本又は信託受益権価額、当該受益権の他者への譲渡の承諾、並びに、利益相反の営業が認められている。

当行は、信託業務を兼営する銀行として、信用を失墜させることのないリスク管理及び内部管理態勢を整備しなければならないにもかかわらず、これを行わずに基本的な注意義務が履行できない態勢及び業務運営上の重大な問題が認められるとともに、不動産管理処分信託契約の受託者責任は免れず、信託法第20条及び信託業法第28条第2項（いわゆる善管注意義務）に違反していること。

(3) 国内信託銀行

当行では、不動産を原資産（信託財産）とする流動化・証券化案件の不動産管理信託業務において、引受けを行おうとする不動産の受託審査・査定等を行わず（人的構成や体制を整備せず）、対象物件の瑕疵やリスクを信託受益者等に転嫁して、受託による収益を収受する営業を推進している。

当行の今般の立入検査により、上記のような業務運営の実態が明らかとなったことを踏まえ、当行が受託した信託財産（不動産）について、当行の指示により当行が改めて実施した調査・査定の結果、適法状態への是正が困難な違法建築、並びに、収益が過大に設定され、必要経費や減価要因が適切に織り込まれずに、信託委託者等が提示した信託元本及び信託受益権価額と当行が改めて実施した物件評価額とが乖離する事例などが検出され、当該信託受益権の他者への譲渡の承諾、並びに、利益相反の営業が認められている。

加えて、当行による当該受益権の他者への譲渡の承諾が行われたものの中には、一般投資家にリスクを負わせる可能性を認識しながら、不動産投資信託（REIT）への譲渡の承諾を与えている事例も、複数確認されている。

当行は、信託業務を兼営する銀行として、信用を失墜させることのないリスク管理及び内部管理態勢を

整備しなければならないが、これを行わずに基本的な注意義務が履行できない態勢、及び、業務運営上の重大かつ根本的な問題が認められるとともに、不動産管理信託契約上の受託者責任は免れず、信託法第20条及び信託業法第28条第2項（いわゆる善管注意義務）に違反していること

(4) 国内運用会社

投資法人資産運用業に係る善管注意義務違反

[XX 資産運用会社] は、[XX 投資法人] との間で締結した資産の運用に係る委託契約に基づき行っている資産の運用において、平成13年12月から同18年3月までの間において、当該投資法人の運用資産に組み入れる不動産の取得時等に本来行うべき審査等の業務を適切に行っていなかった。

当社が投資法人に対して行った上記行為は、『投資法人に対し、善良な管理者の注意をもって当該投資法人の運用に係る業務を遂行しなければならない』ことを定めた投資信託及び投資法人に関する法律第34条の2第2項に違反するものと認められる。

不動産の取得時等の審査業務等を適切に行っていなかった事例

○ 違法建築物の取得

倉庫として建築確認を受けた部分を事務所に改造し、未使用部分を含め増床の上、用途外で使用していたため容積率を超過している物件について、十分な審査を行わないまま投資法人の資産として取得していた。

これらの処分の内、信託銀行2行とJリートの資産運用会社1社に対する処分は、不動産金融商品化スキームを支えている、不動産信託受託者、不動産投資運用受託者の行為が、受託者としての善管注意義務に違反するというのが処分の理由である。そもそも不動産金融商品化のスキームは不動産信託受託者や運用受託者の信任義務の履行態勢に依拠するところが大きいスキームであり、これらのような受託者の善管注意義務違反がきわめて重大な問題と判断されたと解釈できる。業務停止を含むこれらの処分は非常に重い処置であり、同業の金融機関・運用会社などへの牽制効果は極めて高かっただろうと考えられる。なお、これら4件の処分以後は違法建築物を金融商品化取引の対象としたことなどに起因して行政処分が下った例はない。

一方で、これら処分の後においても金融検査の指摘事例には、違法建築に関係する事例の掲載が継続しており、信託受託者全般の態勢整備には時間を要していると考えられる。同時に、市場には何かしらの法的問題を抱えた建築物が少なくないことや、社会一般の建築物の所有者、管理者などのコンプライアンス意識とのギャップが埋まらないことなどが、そのような建築物の違法性の対応に関する検査指摘が絶えない一因ではないかと考えられる。

3.4 第3章のまとめ

不動産の金融商品化が普及する過程で、金融当局は、その種の取引に対しては、建築物の適法な維持管理に関して、審査・管理体制が整っているかに強く関心を持ち立ち入り検査に臨んできた様子が、検査指摘事例・処分事例の調査から確認できた。H18年の行政処分は、不動産金融商品化においては一般の不動産投資・融資のレベルとは異なり、建築物の適法性に瑕疵がないかを厳格に審査し、それに対処

する態勢整備が要求されることを知らしめることとなり、金融機関のみならず、不動産の金融商品化に傾斜していった不動産業界にも大きな波紋を投げかけたと推察される。

H18年に信託マニュアルが別冊整備された後は、信託受託者（銀行）の審査・管理態勢の指摘事例が増加している。建築物の適法な維持管理という視点では、信託を利用した金融商品化が非常に多い実態を勘案すれば、大手信託銀行3行の検査で多数の建築物の維持管理体制勢を確認できる。一方で、不動産の金融商品化やアセット・ファイナンスなど以外の一般の投融資に関しては、担保不動産（建築物）の違法性に関する検査指摘事例が一切みられなかったことから、金融当局の監督の効果があるとしても限定的な市場にのみ働く構造となる。

多くの年度で指摘事例が掲載されている信託受託者とは対照的に、投融資のリスク管理体制勢の観点での検査指摘事例は事例集公表が始まった比較的初期にしか見られなかった。信託受託に問題が指摘されている以上、該当取引の投融資などで関与する金融機関・資産運用会社の審査・管理体制勢にもかかわる問題のはずであるが、信託受託者に指摘事例が掲載されている年度に、不動産金融商品化スキームで同じ建築物を対象として関与している融資銀行や資産運用会社が指摘事例として掲載されている様子は事例集からは読み取れなかった。また、将来に向けての課題として、建築物の安全性が投融資のリスク管理にできるだけ反映されることで、経済効果が働きやすくなると考えられるが、事例調査の範囲においては情報の制約から把握はできなかった。金融・証券検査は被検査主体の審査態勢・管理運用態勢などについて立ち入り検査するものであり、個別の建築物の適法性の瑕疵を指摘することが目的ではないため、そのような事例が見られなかったと推察される。

ただし、事例集はあくまで一部の重要な検査指摘を抜粋して公表したものであるから、同一の建築物の適法性の瑕疵を原因に、複数のスキーム関係者が検査指摘を受けている可能性もある。処分事例から考察してみると、H18.4.5の外国銀行・外国信託銀行への行政処分は、同一の取引を原因として、つまり同一の建築物の適法性の瑕疵を原因に行政処分が下った事例である。ただし、この事例は、同一金融グループに属する銀行と信託が一体として不適切なスキーム組成を行っていたガバナンスの態勢不備が同時に処分された一因となっていると考えられる。一方、H18.7.21の国内運用会社の処分は、Jリートの資産運用会社に対する処分である。スキーム関係者として、運用を委託している投資法人、個人を含む投資家に投資口を販売した証券会社、投資法人への融資銀行などに対して処分は行われていない（関連して検査指摘を受けている可能性はある）。前述の処分例のように、一体性がないことが理由と推察される。H18.4.26の国内信託銀行の処分は、同一金融グループの銀行があるため、問題となった建築物に関係する取引のいくつかにおいては同行が融資銀行として関与している可能性が高いと考えられるが、前述の処分の例のように一体としてのガバナンスの態勢不備は見られなかったことが理由と推察される。加えて、処分理由には“加えて、当行による当該受益権の他者への譲渡の承諾が行われたものの一部には、一般投資家にリスクを負わせる可能性を認識しながら、不動産投資信託（REIT）への譲渡の承諾を与えている事例も複数確認されている”という指摘も記載されているが、当該譲渡を受けた投資法人やその資産運用会社など処分された例は見当たらない。投資口を販売した証券会社、投資法人への融資銀行についても同様である。もちろん、それらの被検査主体は取引に関連して検査指摘を受けている可能性はあるが、検査指摘事例集は、金融監督上で重要度の高い事例のみが公表されるものであり、一連の金融当局の開示資料からこれ以上の詳細な実態を読み取ることができなかった。

なお、不動産金融商品化のスキームに関わる多くの被検査主体に対する、金融・証券検査の立ち入りの頻度についても考慮する必要がある。大手金融機関に関しては、ほぼ毎年検査が入っているため、不動産金融商品化のスキームにおいて建築物の所有者である信託銀行や特別目的事業体の融資銀行などは態勢整備に不備があれば頻繁に指摘を受ける可能性がある。それに比べれば、資産運用会社や投資法人、特定目的会社などは検査の頻度がかなり低い。例えば、過去の J リート資産運用会社及び投資法人への臨店検査の状況を示した資料¹⁴⁾によれば、2004年11月から2010年11月までの約6年間で41社の J リートが検査の対象になっており、2006年以降は年間7から9社が検査を受けていることがわかる。

金融検査指摘（結果）事例集の調査結果から、H24 検査事務年度以降においては、建築物の適法性の瑕疵に関連する指摘事例の掲載がないことが分かった。そのような指摘事例の掲載がないという事実は、必ずしも個別の立ち入り検査においてそのような指摘がないということの意味するわけではないが、金融当局が指摘事例で公表・周知する必要があると認識する指摘はなかったものと考えられる。このことは、被検査主体である不動産金融商品化スキームの取引関係者において、審査・管理運用態勢がある程度整備された表れである可能性がある。第4章において、特別目的事業体とその他一般の所有者において、適法性の瑕疵の指摘の変化の歩調が一致していることにより、続く第5章では、建築設備の要是正状態の差により、第3章の結果と平仄が合っていることを示していく。

参考文献

- 1) 金融庁：金融規制の質的向上について（ベター・レギュレーションへの取組み），2007.7，
<http://www.fsa.go.jp/common/conference/danwa/20070731.html>（参照 2015.1.28）
- 2) 金融庁：金融再生プログラム - 主要行の不良債権問題解決を通じた経済再生 -，2002.10.30，
<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/14/ginkou/f-20021031-1.pdf>
- 3) 金融庁：金融改革プログラム - 金融サービス立国への挑戦 -，2004.12.24，
<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/16/f-20041224-6a.pdf>
- 4) 板谷敏正、小松幸夫：投資用不動産におけるプロパティマネジメント業務体系に関する研究,日本建築学会計画系論文集 No.643, pp 2063-2069, 2009.9
- 5) 金融庁：金融検査マニュアル（預金等受入金融機関に係る検査マニュアル），
<http://www.fsa.go.jp/manual/manualj/yokin.pdf>（参照 2015.6.7）
- 6) 金融庁：信託検査マニュアル（金融検査マニュアル別編〔信託業務編〕），
<http://www.fsa.go.jp/manual/manualj/shintaku.pdf>（参照 2014.2.24）
- 7) 証券取引等監視委員会：金融商品取引業者等検査マニュアル，
<http://www.fsa.go.jp/sesc/kensa/manual/kinyusyouhin.pdf>（参照 2014.6.10）
- 8) 金融庁：保険検査マニュアル，<http://www.fsa.go.jp/manual/manualj/hoken.pdf>（参照 2015.6.7）
- 9) 金融庁：金融検査指摘事例集，平成 16 検査事務年度版～平成 21 検査事務年度版（別冊などを含む），
<http://www.fsa.go.jp/policy/br/shitekijireishu/>（参照 2014.2.24）
- 10) 金融庁：金融検査結果事例集，平成 22 検査事務年度前期版～平成 26 事務年度版（別冊などを含む），
<http://www.fsa.go.jp/policy/br/shitekijireishu/>（参照 2014.10.23）
- 11) 金融庁：金融モニタリングレポート，2014 年 7 月，2015 年 7 月
<http://www.fsa.go.jp/news/26/20140704-5/01.pdf>（参照 2014.12.31）
<http://www.fsa.go.jp/news/27/20150703-2/01.pdf>
- 12) 証券取引等監視委員会：金融商品取引業者等に対する検査における主な指摘事項（平成 19 年 7 月～平成 27 年 12 月に検査を終了したもの），<http://www.fsa.go.jp/sesc/kensa/shitekijikou.htm>（参照 2015.1.1）
- 13) 金融庁：行政処分事例集（平成 14 年 4 月～平成 28 年 3 月），
http://www.fsa.go.jp/status/s_jirei/kouhyou.html（参照 2015.1.1）
- 14) 井上一孝、野本和宏：不動産関連金融商品取引業者への証券取引等監視委員会の検査と内部管理態勢の整備,ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.03, pp 71-78, 2011.10

第 4 章

Jリートの開示資料を活用した所有者属性別の比較検証

第4章の目的

不動産金融商品化の特別目的事業体とその他一般の所有者の集団において、建築物の適法性の瑕疵の状況の差を検証することを目的として、Jリートの開示資料を利用して以下のような項目につき調査考察を行う。

Jリートの開示情報から取得物件についてどのような適法性の瑕疵があったのかを調査分析する。Jリートによる是正行動を把握し、Jリートのように情報開示を行うことで建築物の遵法比率が上がる可能性について示唆する。適法性の瑕疵の内容要因別に比較し何らかの傾向が読み取れるかを調査する。第3章の検査指摘事例の変化に追随する形で、特別目的事業体（物件取得先）において建築物の適法性に瑕疵のある物件の比率が低下していることを示す。

4.1 調査資料と調査方法

4.1.1 調査した投資法人と資料について

第2章で示したように、Jリートは東京証券取引所の自主規制ルールのもとで、物件取得時にエンジニアリング・レポート調査で指摘された建築物の適法性の瑕疵の是正対応などが行われる（上場規程「資産運用等の健全性」）。このような情報が開示されるに至る物件取得の過程を考慮すると、物件の瑕疵については売り主の負担で是正を完了した後に引き渡しをすることが一般的であるため、Jリートが物件の取得予定を開示（プレスリリースなどで公表）する時点（役員会で物件取得が決議された日）で、是正対応が完了していない場合に、開示資料の中の建築物の情報に設けられた特記事項の欄に、指摘と是正対応について記載されることになる（上場規程「開示の適正性」）。Jリートが物件の取得予定を開示する時点で、既に是正が完了し建築物の適法性が回復された場合には、特記事項の欄にその経緯までは記載されない。以下では、Jリートの開示情報の中のこの特記事項の記載情報を活用し、建築物にどのような適法性の瑕疵が見られたのかの状況把握、Jリートによる取得後の是正状況の把握、特別目的事業体と一般の所有者における指摘状況の比較検証を行う。

Jリートの開示資料の調査対象期間はH13年9月（Jリート市場の創設時）からH28年3月末までとした。調査対象はH28年3月末現在上場している投資法人全55社で、調査対象期間中に合併によって消滅したなどの旧投資法人（18社）のデータについても、存続投資法人のHPから入手可能なものは全て調査集計した。なお、Jリート市場の創設以来、合併などによって消滅した投資法人はあるものの、全てのケースで存続する投資法人が消滅する投資法人の資産を引き継いでいることから、上場廃止や清算などの理由で資料の追跡ができない投資法人はなかった。また、調査した投資法人が取得したものの調査対象期間中に売却されており、H27年3月末時点では既に投資法人が所有していない物件についても、取得時の開示情報を全て調査対象とした。表4.1-1に調査した投資法人の一覧を示す。なお、表にある指摘物件の詳細については4.3で詳述する。

調査資料は、有価証券届出書（物件の取得に際して株式市場での投資資金の調達を同時に行う場合）およびプレスリリース（物件の取得に際して株式市場での投資資金の調達を同時に行わない場合）を、各社のHPでアクセス可能な限り網羅して調査した。なお、各社のHP上でその二つの資料が見当たらなかったごく一部の物件については、有価証券報告書で代用して調査した。有価証券報告書は決算期毎

(半年毎)に開示される資料であり、取得時点から情報が更新された場合には、取得公表時点の情報である前述二つの開示資料と同じ時点の建築物の情報を拾えているわけではない。

表 4.1-1 調査した投資法人の名称、調査物件数、指摘あり物件数の一覧

(調査時点で上場していた全 55 投資法人、上場の古い順に掲載、カッコ内の投資法人は現存投資法人に合併されたことで消滅した、もしくはスポンサーの交代で名称が変更されたなどの旧投資法人 18 社の名称)

投資法人名	調査物件数	内、指摘物件数
1 日本ビルファンド投資法人	89	-
2 ジャパンリアルエステイト投資法人	77	-
3 日本リテールファンド投資法人 (ラサール ジャパン投資法人)	120	13
4 オリックス不動産投資法人	133	6
5 日本プライムリアルティ投資法人	73	5
6 プレミア投資法人	64	1
7 東急リアル・エステート投資法人	33	9
8 グローバル・ワン不動産投資法人	12	-
9 野村不動産オフィスファンド投資法人	62	9
10 ユナイテッド・アーバン投資法人 (日本コマーシャル投資法人)	135	26
11 森トラスト総合リート投資法人	19	3
12 フロンティア不動産投資法人	31	-
13 平和不動産リート投資法人 (クレッシェンド投資法人、ジャパン・シングルレジデンス投資法人)	122	10
14 日本ロジスティクスファンド投資法人	43	2
15 福岡リート投資法人	27	3
16 ケネディクス・オフィス投資法人	149	12
17 積水ハウス・SI レジデンシャル投資法人 (ジョイント・リート投資法人)	116	10
18 いちご不動産投資法人 (クリード・オフィス投資法人、ジャパン・オフィス投資法人、FC レジデンシャル投資法人)	123	25
19 大和証券オフィス投資法人 (DAオフィス投資法人)	72	17
20 阪急リート投資法人	17	3
21 トップリート投資法人	23	3
22 大和ハウス・レジデンシャル投資法人 (ビ・ライフ投資法人、ニューシティ・レジデンス投資法人)	186	2
23 ジャパン・ホテル・リート投資法人 (日本ホテルファンド投資法人、ジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人)	46	5
24 日本賃貸住宅投資法人 (リプラス・レジデンシャル投資法人、プロスペクト・レジデンシャル投資法人、プロスペクト・リート投資法人)	237	3
25 ジャパンエクセレント投資法人	35	4

以下次頁に続く

投資法人名	調査 物件数	内、指 摘物件数
26 インヴィンシブル投資法人（エルシーピー投資法人、東京グロースリート投資法人）	186	2
27 日本アコモデーションファンド投資法人	120	-
28 MIDリート投資法人	20	1
29 森ヒルズリート投資法人	13	-
30 野村不動産レジデンシャル投資法人	168	-
31 産業ファンド投資法人	41	8
32 アドバンス・レジデンス投資法人（日本レジデンシャル投資法人）	328	7
33 スターツプロシード投資法人	96	6
34 ケネディクス・レジデンシャル投資法人	106	-
35 アクティビア・プロパティーズ投資法人	35	-
36 大和ハウスリート投資法人	39	1
37 GLP投資法人	61	-
38 コンフォリア・レジデンシャル投資法人	97	-
39 日本プロロジスリート投資法人	33	2
40 野村不動産マスターファンド投資法人	38	1
41 星野リゾート・リート投資法人	30	4
42 SIA不動産投資法人	20	-
43 イオンリート投資法人	23	-
44 ヒューリックリート投資法人	29	-
45 日本リート投資法人	54	-
56 インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人	5	-
47 日本ヘルスケア投資法人	14	-
48 トーセイ・リート投資法人	12	1
49 積水ハウス・リート投資法人	3	-
50 ケネディクス商業リート投資法人	15	-
51 ヘルスケア&メディカル投資法人	29	-
52 サムティ・レジデンシャル投資法人	14	-
53 ジャパン・シニアリビング投資法人	9	-
54 いちごホテルリート投資法人	8	2
55 ラサールロジポート投資法人	16	-
合計	3,706	206

4.1.2 投資物件における適法性の瑕疵の開示の例

いずれの投資法人においても、建築物の適法性の瑕疵に関する情報は、個別物件の所在、用途、規模、建築時期などの開示部分において、特記事項欄に記載されている。投資物件の概要開示における特記事

項の記載例を表 4.1-2 に示す。この例では、排煙窓に換気扇が設置されたために開閉障害がある可能性その他の指摘があり、指摘への対応としては、売主の負担で是正することを合意している旨の記載がある（表 4.1-2 の赤枠部分）。

表 4.1-2 Jリート投資法人資料における建築物の概要や特記事項の記載例

特定資産の種類	不動産信託受益権	
取得予定価格	1,450 百万円	
取得予定日	平成 26 年 12 月 15 日	
所在地	熊本県熊本市中央区辛島町 6 番 7 号	
アクセス	熊本市電「西辛島町」停留所 徒歩約 1 分	
土地	所有形態	所有権
	面積	829.99 m ²
	用途地域	商業地域
	建ぺい率／容積率	80%/600%
建物	所有形態	所有権
	用途	事務所、車庫
	延床面積	6,580.39 m ²
	構造・階数	S/SRC 造 12F
	建築時期	平成 3 年 3 月 11 日
信託受託者	三菱UFJ信託銀行株式会社	
鑑定評価会社	大和不動産鑑定株式会社	
PM 会社	未定	
ML 会社	未定	
ML 種別	未定	
特記事項	<ol style="list-style-type: none"> 1. 本件建物は、建築後の道路収用により現行の基準容積率を上回っており、既存不適格の状態になっています。 2. 本件建物の排煙窓に換気扇が設置され、排煙窓の開閉障害となっている可能性があり、また、当該区画にて排煙面積の計算および是正工事が必要となる可能性があります。共に売主の費用負担により是正することを売主との間で合意しています。 	
立地特性	<ol style="list-style-type: none"> 1. 最寄駅である熊本市電「西辛島町」停留所から徒歩約 1 分であるほか、熊本交通センターバスターミナルから徒歩約 3 分に位置し、交通便利性および中心商業地域への接近性が良好です。 2. 周辺エリアは、百貨店、飲食店、事務所ビル、ホテル等が集積する複合高度商業地域となっており、大手企業等の支店、営業所等、各種金融機関等の支店需要のほか、地元企業による需要が期待できると考えています。 	
物件特性	<ol style="list-style-type: none"> 1. 九州中部の政令指定都市である熊本の商業・業務集積エリアに立地する中規模オフィスビルです。 2. エントランスホールは大理石と御影石を採用しており、また、市電が通る市道に面した立地であることから視認性も優れており、一定の競争力を有すると考えています。 3. 基準階約 140 坪の貸室は、最大 5 区画に分割することが可能であることから、大手企業の支店、支社等の大型需要から、地元企業の比較的小規模な需要まで様々なテナントニーズに対応できると考えています。 	

(いちご不動産投資法人 有価証券届出書、2014.11.14、P53)

4.1.3 建築物の適法性の瑕疵に関する指摘の抽出基準

特記事項の記載の内、本論における建築物の適法性の瑕疵に関する指摘の抽出の基準を説明する。特記事項には、建築物の要是正部分の指摘の他にも、個別物件に関する投資判断（リスクの判断）に重要と思われる事象が記載されている。例えば、敷地境界の一部未確定といった事象もかなり頻繁に記載されているが、本論では代理指標として用いる建築基準法や関係規定への適合性との関わりを勘案し抽出する。以下に抽出から除外した指摘事象を解説する。

1) 敷地境界の一部未確定

敷地権利関係の懸念要因として敷地境界が一部未確定であることが記載されている。境界確定後に測量面積が申請面積よりも減少した場合には建蔽率・容積率に、境界線の位置によっては斜線規制・壁面後退などが不適合となる可能性がないとは言えないが、本論との関連は低いと判断し抽出の対象とはしない。

2) 越境物

隣地との越境物に関して覚書を締結（予定）などの記載がある。越境物の状況によっては建築物の安全性に影響する可能性がないとは言えないが、越境の具体的な内容までは開示されていない。本論との関連は低いと判断し抽出の対象とはしない。

3) 土壌汚染

土壌汚染の可能性に関する記載や土壌汚染調査の結果の記載がある。人体への有害物質という意味では安全に影響する事象であるが、建築物の問題でないため、本論との関連は低いと判断し抽出の対象とはしない。

4) 既存不適格

既存不適格の事象については、違反ではないため各運用会社が判断する不動産投資リスクの重要度に応じて開示するしないが判断されている。例えば、昇降機は、技術基準の改正が度々行われたために、Jリートが所有する物件についてもかなり多くの物件が既存不適格の状態であると考えられるが、その旨を開示している例は見当たらなかった。一方、旧耐震基準の建築物、法令改正による基準容積率超過などの既存不適格状態については、違反ではないが不動産の評価（投資リスクの判断）に重要との判断から開示されていることが多い。既存不適格に関しては、建築物の安全性に影響する可能性がある問題であるが、開示が統一的ではないことから抽出の対象から除く。ただし、今後研究を進めていく上での課題として認識すべきと考える。

以下、Jリートにおいては旧耐震基準の物件の耐震改修による構造安全性の向上の効果が期待できないことについて、リスク・マネジメントの視点で補足する。旧耐震基準の建築物については、耐震補強済みである旨の記載や、別途耐震性の検証を行った結果、新耐震基準と同等の耐震性であることを確認した旨の記載がされることが多い。Jリートの各投資法人は投資基準の一つに新耐震基準（同等）を掲げていることが一般的なため、新耐震以前の建築物を取得する際には判断理由の説明を求められるためである。一方、物件取得後に耐震改修工事を行っている例は非常にまれである（まれな例としては、日

本リテールファンド投資法人、「保有資産における賃貸借契約締結及び耐震補強工事を含むリニューアル工事実施のお知らせ【ビックカメラ立川店】」、プレスリリース、H27.7.31 がある)。地震リスクに関しては、リスク・マネジメントの手段として、新耐震基準（それと同等）でないものはリスク回避（投資しない）が基本で、リスク・コントロール（耐震補強の実施）やリスク移転（地震保険付保）はコストの問題でほとんど用いられていない。Jリートは、PML評価書の取得で個別物件およびポートフォリオに関する地震リスクの開示を行っている。分散投資の効果で各社のポートフォリオPMLは低く抑えられているが、分散投資は個別物件に対してはリスク低減効果がない。個別物件のリスク低減が行われない以上、実態として、開示された地震リスクPMLは投資物件の選択の結果を示す指標でしかない。個別の建築物の地震安全性向上の効果は期待できない。ただし、取得の条件として事前に売り主の負担で耐震補強工事を行ったり、ブリッジのファンドで震補強工事を行ったりする例が増えたとすれば、不動産金融商品化市場の存在が安全性向上に寄与すると考えられなくはない。

4.1.4 エンジニアリング・レポートの指摘の特徴

物件取得に係る建築物の適法性の調査は、BELCA（公益社団法人ロングライフビル推進協会）による「エンジニアリング・レポート作成に係わるガイドライン¹⁾」に基づいて行われるため、ガイドラインが特段の調査診断を想定していないものは指摘に含まれない可能性が高い。調査方法は目視・非接触を原則とし、設備の動作確認による指摘は行われない事が一般的である。ただし、建築設備定期検査、特殊建築物等定期調査や消防用設備等点検などの報告書の提示を求めて、要是正と指摘された事項については是正未了のものがあればその旨を指摘しているので、定期報告の対象建築物であれば是正漏れを防ぐために役立つ。また、不動産売買時のエンジニアリング・レポートの調査は買主の依頼で行われるため、所有者との取引関係に配慮して指摘に手心を加えるというような動機は調査者に働かない。一方で、任意調査のためテナントの事情などで調査立ち入りの範囲が制約されることもある。なお、エンジニアリング・レポートは建築物の適法性の他、修繕更新費用や建物環境・土壌汚染・地震リスクなど証券化取引で求められる調査を網羅的に行うものであるが、本研究ではその内の適法性調査に係る開示情報を利用したものである。なお、第5章では建築設備定期検査報告の調査結果を分析に用いるため、参考にそれぞれの調査の特徴を比較して一覧にまとめたものを、章末補足説明1に示す。

4.2 調査結果と考察

4.2.1 特記事項欄の指摘の集計結果

以下、建築物にどのような適法性の瑕疵が見られたのかの状況把握を行う目的で、収集した情報の分析を行う。調査した3,706物件中、206物件において合計274件の建築物の適法性の瑕疵の指摘を抽出できた（同一物件で複数の指摘の記載がある場合がある）。その206物件に係わる投資法人は全55社中32社で、およそ6割（32/55）の投資法人において指摘の記載が確認された。集計においては、違反や要是正の内容・部位などがある程度わかるものについては、それぞれ細分して表4.2-1に集計した。集計においては、指摘を以下の5つに分類し、合わせてJリートにおける是正対応を説明する。

- (a) 確認申請手続き関係の不備
- (b) その他の条例等の違反
- (c) 違反・要是正内容不明

(d) 指摘の対象が概ね判読できたもの（火災安全関係）

(e) 指摘の対象が概ね判読できたもの（その他の指摘）

(a) 確認申請手続き関係の不備

集計の結果、確認申請手続き関係の不備に関する指摘（121件）が最も該当する件数が多かった（表 4.2-1 (a)）。看板などの工作物において完了検査が未了である例が最も多く、未申請の増築部分が存在するという指摘がそれに続いて多い。開示の記載内容から読み取れる、このような手続き上の瑕疵に対する J リート（投資法人）における対処方針は、

イ) 是正（完了検査未了部分の撤去や工事のやり直し）

ロ) 報告（行政に 12 条 5 項報告を受理してもらい現状において指導がないことを確認）

ハ) 検証（手続違反を除いて実態上は違反がないという建築士による調査報告）

という 3 種類の方法が取得時の対応方針（結果）として記載されていた。このような手続き瑕疵に関しては、上記イ) の対応を開示が必要なタイミングまでに完了することが、時間的に難しいなどの事情が開示件数を多くしている一因と推察される。

(b) その他の条例等の違反

次に屋外広告物条例、福祉のまちづくり条例、緑化条例など建築基準関係規定以外の各自治体の条例などに対する手続き漏れや不適合の思われる指摘（35件）を集計した（表 4.2-1 (b)）。これらの違反は建築物の安全性という観点での直接の関連性は必ずしも高くはないかもしれないが、エンジニアリング・レポートの調査における指摘以外には、定期報告制度のようにチェックが働く仕組みがないため、不動産の金融商品化による法適合性の担保の例として意味があると考えられる。開示の記載内容から読み取れる、このような瑕疵に対する J リート（投資法人）における対応は、

イ) 是正（必要な許可申請の実施や該当部分の是正工事）

ロ) 報告（行政に報告・相談し、現状のままで特段の指導がないことを確認）

という方法が取得時の対応方針（結果）として記載されていた。指摘件数が多い理由は (a) の場合と同様と推察される。

(c) 違反・要是正内容不明

次に指摘があるもののその内容が不明であるものを集計した（16件）（表 4.2-1 (c)）。記載の例としては、「建物現況調査報告書において複数の指摘事項がありますが、本投資法人による取得時までに売主の責任と負担において是正することを売主と合意しています。」「建築基準法第 12 条第 3 項に基づく建築設備等の定期検査において、是正すべき事項が存在しているため、これらの是正すべき事項について、売主の負担により引渡日までには是正を行う予定です。」というようなものを集計した。何らかの違反や要是正事象が存在するという事までしか読み取れない。

(d) 指摘の対象が概ね判読できたもの（火災安全関係）

次に指摘の記載において是正を要する部位など内容がある程度読み取れるもののうち、火災安全に係ると判断される指摘を集計した（80件）（表 4.2-1 (d)）。開示の記載においては、代表的な要是正

部位を記載し、その他の指摘についても是正予定であるというような記載が多く、どれだけの指摘箇所があったかなどを読み取ることはできないが、代表的な不適合部分を把握することが程度可能なものを集計した。指摘の対象が概ね判読できたものその他の指摘と合わせて、32の項目中75%にあたる24の項目が、件数では101件中79.2%にあたる80件が火災安全にかかわる指摘であった。建築基準法、消防法で定期的に点検報告する制度があること、構造関係ほど適否の状況判断が困難でないことが、一因と推察される。

(e) 指摘の対象が概ね判読できたもの（その他の指摘）

その他の指摘においては、増築による容積率の超過が5件で最も多かった。次に多いブロック塀の構造4件が、数少ない構造関係の指摘になる。これは袖壁が未設置である構造的な瑕疵の状態をエンジニアリング・レポートの目視調査で指摘できることが理由と推察される。

また、全体を通して、このような取得時の指摘事項に対して、全てにおいて取得後の対処の方針が示されていた。

表 4.2-1 抽出された指摘種類別の集計

指摘の種類と内容		該当件数	小計/合計
(a) 確認申請手続関係	完了検査未了	58	121
	未申請増改築	55	
	用途変更手続き不備	8	
(b) その他の条例等の違反		35	35
(c) 違反・要是正内容不明		17	17

以下次頁に続く

指摘の種類と内容		該当件数	小計/合計
(d) 指摘の対象が概ね判読できたもの (火災安全関係)	排煙	19	80
	耐火構造	7	
	通路避難路幅員不足	7	
	非常用照明	6	
	避難誘導灯	6	
	感知器・自火報	4	
	防火設備（未設置）	4	
	防火区画	3	
	屋内消火栓	3	
	スプリンクラー	2	
	耐火被覆	2	
	避難階段	2	
	消火設備（泡・ハロゲン）	2	
	消火器	2	
	避難器具	2	
	非常用電源	2	
	防火戸	1	
	防火シャッター	1	
	進入口	1	
	連結送水管	1	
防煙垂壁	1		
屋上水槽	1		
防火管理者	1		
(e) 指摘の対象が概ね判読できたもの (その他の指摘)	容積超過	5	21
	ブロック塀構造	4	
	換気不足	3	
	避雷針近接接地	2	
	高さ制限	2	
	昇降機	2	
	屋外通路開放性	1	
	外壁全面打診	1	
	浄化水槽	1	
合計			274

4.2.2 指摘の原因による集計結果

以下は、どのような理由で適法性に瑕疵のある状態になったのかを把握するため、読み取れる範囲で原因を分類集計した。抽出した指摘について内容と原因で分類し集計した結果を表 4.2-2 に示す。まず指摘の内容による分類として、①完了検査未了や未申請増築などのような確認申請手続き上の違反・不備と、②確認申請手続き上の違反・不備以外の指摘に分類した。次に、それらの指摘の原因について、③人為的な違反であるもの、④設備の劣化や不具合による要是正の指摘、⑤定期点検などで要是正の指摘との記載があるがその内容は不明（原因の判別不能）なものの3つに分類した。

確認申請手続き上の違反・不備は申請者（人為的）の問題なのですべて①に分類している。原因の分類③④の分別については、開示の記載文言から判断する際に分類者の主観が入る余地を排除できないが、造作による排煙設備の作動障害や防火設備の未設置といった記載がある場合には③の人為的違反に、機械排煙設備の風量不足や屋内消火栓ポンプの作動不良といった記載の場合には②の劣化・不具合に分類した。この集計結果では、完了検査未取得や未申請増築といった手続違反の指摘件数がかなり多い 44.2%（121/274）。このうち、主要建物の完了検査未了の物件は 6 件で、その他は看板など工作物の完了検査未了の指摘が最も多い例である。なお、J リートの運用会社の間からは、主要建物の完了検査未了の物件に関しては、完了検査に代えて適法性を証明する手段がないので²¹、上場規程「資産運用等の健全性」に抵触する懸念があり、実際のところ取得することが難しいと聞いている。指摘の内容がある程度分かる指摘（③、④）の原因を見ると、劣化や不具合よりも、維持管理上の人為的な違反が原因と考えられる指摘の割合が 70.6%（96/136）と高いことが分かる。また、開示の記載から判別することは難しいが、劣化や不具合が原因の指摘であっても、是正（修繕・更新）を怠っているものがあるとすれば、実態としては人為的違反と考えるべきと考える。

表 4.2-2 指摘の内容と原因での分類

内容の分類		原因			合計 (シェア)
		③人為的 違反	④劣化・ 不具合	⑤判別で きず	
内容の 分類	①確認申請手続き不備の指摘（完了検査未了、未申請増築など）	121	-	-	121 44.2%
	②確認申請手続きの不備以外の違反・要是正の指摘など	96	40	17	153 55.8%
合計 (シェア)		217 79.2%	40 14.6%	17 6.2%	274 100.0%

4.2.3 指摘の根拠となる資料の集計結果

以下は、指摘の理由が定期報告の要是正指摘の治癒を怠っている建築物が少なくないという可能性を示唆する目的で集計した。指摘の根拠資料名の集計結果を表 4.2-3 にまとめた。J リートは物件取得の際に、エンジニアリング・レポートの取得によって建築物の調査を行っており、取得物件毎にエンジニア

²¹ 国土交通省が平成 26 年 7 月に公表した「検査済証のない建築物に係る指定確認検査機関等を活用した建築基準法適合状況調査のためのガイドライン」策定の理由の一つでもある。

リング・レポートの調査担当会社名とレポートの日付が開示されている。定期報告における要是正指摘があることを記載したのは22件であった。エンジニアリング・レポートによる指摘であると特記事項に記載してあったのは7件であった。その他については、定期報告における要是正指摘なのか、エンジニアリング・レポートの現地調査において指摘されたものかの識別はできなかった。エンジニアリング・レポートの調査は目視によって行い、設備の作動確認を行わないことが基本とされているので、作動不良のような類の指摘は法定点検での指摘と推察される。

表 4.2-3 指摘の根拠資料が明示されていた件数

根拠資料	件数
消防用設備等点検結果報告書	14
エンジニアリング・レポート	7
建築設備定期検査報告書	6
特殊建築物等定期調査報告書	2
合計	29

4.2.4 床面積、年代、用途別の集計結果

以下、建物の延床面積、建築年代、用途、および情報開示（物件取得）の年についてそれぞれ集計し、それぞれのカテゴリごとの指摘の傾向を読み取る目的で分析する。集計結果を表 4.2-4～表 4.2-10 に示す。なお、集計においては手続き瑕疵とそれ以外の瑕疵の指摘についての傾向を読み取る目的で、それらを分けた集計もおこなった。

延床面積による集計結果からは、延床面積が大きい建築物の方が指摘ありの物件の割合が高いという傾向がうかがえる（表 4.2-4）。

指摘の割合を確認申請手続きの瑕疵とそれ以外の指摘に分けて集計しても、傾向は同様であった（表 4.2-8）。

確認申請手続きの瑕疵については、大規模な物件の方が工作物（袖看板など）の設置が多く、完了検査未了の例が見つかりやすいこと。手続き瑕疵以外の指摘については、小規模の物件は、指摘の対象となりやすい火災安全に関わる設備の設置少ないだとか定期検査の対象外であるといったことが影響しているのではないかと考えられる。建築年代による集計結果からは、建築年代が古いほど指摘あり物件の割合が高くなる傾向が表れている（表 4.2-5）。

指摘の割合を確認申請手続きの瑕疵とそれ以外の指摘に分けて集計してみると、確認申請手続きの瑕疵の方がその傾向が顕著であった（表 4.2-9）。

確認申請手続きの瑕疵については、過去に完了検査取得率が低かったことが理由と考えられる。手続き瑕疵以外の指摘については、築年数の経過とともに設備の不良などが増加するだろうことが影響していると考えられる。また建物用途ではヘルスケア施設と賃貸住宅における指摘物件の割合が他の用途に比べて低い結果となった（表 4.2-6）。

指摘の割合を確認申請手続きの瑕疵とそれ以外の指摘に分けて集計しても、傾向は同様であった（表 4.2-10）。

開示の年別では市況によって物件取得件数は増減するが指摘のある物件の割合のばらつきにはそれほど幅がなく、恒常的にある程度（平均 5.56%）の該当があったことが分かる（表 4.2-7）。

表 4.2-4 延床面積による集計

延床面積	指摘あり物件数	物件数	指摘割合
～500 m ²	0	28	0.00%
～1,000 m ²	4	185	2.16%
～2,000 m ²	20	751	2.66%
～3,000 m ²	22	557	3.95%
～5,000 m ²	45	637	7.06%
～10,000 m ²	57	674	8.46%
>10,000 m ²	58	874	6.64%
合計	206	3,706	5.56%

表 4.2-5 建築年代による集計

年代	指摘あり物件数	物件数	指摘割合
1955～1964	4	11	36.36%
1965～1974	9	49	18.37%
1975～1984	22	126	17.46%
1985～1994	95	986	9.63%
1995～2004	42	812	5.17%
2005～2015	34	1,722	1.97%
合計	206	3,706	5.56%

表 4.2-6 建物用途による集計

建物用途	指摘あり物件数	物件数	指摘割合
賃貸住宅	37	1,834	2.02%
オフィス	107	1,027	10.42%
商業店舗	36	418	8.61%
物流施設	13	236	5.51%
宿泊施設	13	134	9.70%
ヘルスケア	0	57	0.00%
合計	206	3,706	5.56%

表 4.2-7 物件取得を公表した年による集計

公表年	指摘あり物件数	物件数	指摘割合
2001	5	95	5.26%
2002	0	45	0.00%
2003	6	84	7.14%
2004	9	144	6.25%
2005	18	286	6.29%
2006	24	396	6.06%
2007	20	282	7.09%
2008	11	152	7.24%
2009	2	53	3.77%
2010	18	565	3.19%
2011	20	221	9.05%
2012	10	207	4.83%
2013	19	419	4.53%
2014	23	370	6.22%
2015～2016.3	21	387	5.43%
合計	206	3,706	5.56%

表 4.2-8 延床面積による集計（手続瑕疵とそれ以外の瑕疵による集計）

延床面積	手続瑕疵以外	手続瑕疵	手続瑕疵以外	手続瑕疵
～500 m ²	0	0	0.0%	0.0%
～1,000 m ²	2	2	1.1%	1.1%
～2,000 m ²	14	9	1.9%	1.2%
～3,000 m ²	18	8	3.2%	1.4%
～5,000 m ²	19	28	3.0%	4.4%
～10,000 m ²	31	31	4.6%	4.6%
>10,000 m ²	27	33	3.1%	3.8%
合計	111	111	3.0%	3.0%

表 4.2-9 建築年代による集計（手続瑕疵とそれ以外の瑕疵による集計）

年代	手続瑕疵以外	手続瑕疵	手続瑕疵以外	手続瑕疵
1955～1964	0	4	0.0%	36.4%
1965～1974	4	7	8.2%	14.3%
1975～1984	8	18	6.3%	14.3%
1985～1994	46	56	4.7%	5.7%
1995～2004	26	18	3.2%	2.2%
2005～2015	27	8	1.6%	0.5%
合計	111	111	3.0%	3.0%

表 4.2-10 建物用途による集計（手続瑕疵とそれ以外の瑕疵による集計）

建物用途	手続瑕疵以外	手続瑕疵	手続瑕疵以外	手続瑕疵
賃貸住宅	26	15	1.4%	0.8%
オフィス	49	65	4.8%	6.3%
商業店舗	21	18	5.0%	4.3%
物流施設	9	6	3.8%	2.5%
宿泊施設	6	7	4.5%	5.2%
ヘルスケア	0	0	0.0%	0.0%
合計	111	111	3.0%	3.0%

4.2.5 物件取得後の是正対応に関する調査結果

Jリートによる取得後の是正状況の把握を目的に、調査において指摘が抽出された206物件について、指摘事項に対して記載されている是正対応につき、各社の取得後の対応状況を追跡調査した。確認方法は、各社の物件取得後の有価証券報告書を調査し、当該物件の特記事項の記載の更新内容を確認した。物件取得時期が最近であるため、次の有価証券報告書の開示時期が到来していない9物件を除いて、197物件の記載を調査できた。調査の結果を表4.2-11に集計した。

最も多かったのは、取得時の指摘に関する記載が抹消されていたもので158物件であった。何社かのJリートの運用会社の担当者にヒアリングをしたところ、是正等の対応が完了すれば、次回の開示から指摘についての記載を抹消するとのことであり、これらは対応が完了したものとして集計した。32物件については、完了検査未実施などの手続違反につき行政報告や法適合性の検証をしたといった対応結果が記載されていた。これらを加えると92.2%（190/206）は対応が完了していると考えられる。残り16物件から次の有価証券報告書の開示時期が到来していない9物件を除いた7物件においては、指摘と是正の方策を記載したままで対応未了のものが3物件、是正の方策の記載が残ったまま数年後に売却されたものが2物件であった、完了検査未実施の工作物の存在の記載が残ったままで、法適合性の検証などの対応をしたのかどうか記載からは確認できないものが2物件（何も対応せずに放置するとは考えにくいので、何らかの検証はしていると推察される）であった。

この集計結果から、取得時のエンジニアリング・レポートの調査の指摘（指摘の中で開示のタイミングまでには是正できなかったもの）は、取得後、そのほとんどが是正などの対応が実施されていることが分かった。2件の少数例ではあるが、是正未了のまま売却されたのではないかと推察される物件があり、それらはJリート以外の買主に取得されたことから、その後の追跡調査はできなかった。少々うがった見方をすれば、取得時の見通しが外れて是正にてこずったことが、物件売却の一因となったと考えられなくもない。

表 4.2-11 是正対応（記載の更新）追跡調査の結果

記載更新状況		件数
是正完了	指摘事項の記載を抹消	158
	行政への報告や法適合性検証などの対応結果を記載	32
是正未了	行政と協議中、テナントの是正待ちなど是正が未了記載	3
	是正未了記載が残ったまま売却	2
確認できず	工作物完了検査未了の記載（法適合性検証済などの記載なし）	2
	次期の有価証券報告書開示時期が未到来	9
合計		206

4.2.6 違反対象物の公表制度の情報との比較

以下では、Jリートの取得物件の是正行動の補足的な検証として、Jリートの所有物件には、東京消防庁の公表している違反対象物が含まれないことを調査する。

東京消防庁では、都民自らが建物の安全情報を入手し、利用を判断できるよう立入検査で把握した違反を公表する制度を設けており、東京消防庁管内の建物における次の①、②の違反について、当該違反内容を関係者に通知してから一定期間経過後においても同一の違反が認められる場合に「建物名称、所在及び違反の内容」を東京消防庁のホームページ及び管轄消防署等の窓口において公表している。

①消防用設備等のうち屋内消火栓設備、スプリンクラー設備又は自動火災報知設備の未設置による設置義務違反

②防火管理者の選任義務がある建物のうち、遊技場、性風俗店、カラオケ施設もしくは飲食店または雑居ビル等における、同一の関係者による防火管理もしくは消防用設備等の維持管理等の繰り返し違反

なお、公表中の違反の是正を確認した場合は、当該違反に係る内容は削除される。

東京消防庁HP (<http://www.tfd.metro.tokyo.jp/kk/ihan/index.html>) には、H28.6.5 現在違反対象として 274 件が公表されている。これらの違反物件と、Jリート投資法人各社の投資物件の内、東京都に所在する 1,700 件と照合した。その結果一致したものは一件もなかった。表 4.2-12 に、23 区とその他の地区それぞれに所在する、公表違反対象物の件数および J リート投資法人が所有する物件の件数を集計した。

表 4.2-12 違反対象物の公表制度に基づく公表物件数と J リート所有物件数の集計
(違反対象物の多い順に記載)

	所在	違反対象物	J リート所有数		所在	違反対象物	J リート所有数
1	中央区	40	193	13	葛飾区	10	4
2	新宿区	29	132	14	江東区	9	82
3	港区	24	256	15	大田区	9	55
4	渋谷区	16	167	16	品川区	6	100
6	その他	14	82	18	板橋区	6	36
5	世田谷区	14	68	17	北区	6	20
7	墨田区	13	45	19	台東区	5	65
8	中野区	13	22	20	杉並区	4	18
9	豊島区	12	69	21	千代田区	3	124
10	足立区	12	6	22	文京区	3	52
11	江戸川区	11	15	23	練馬区	3	18
12	目黒区	10	62	24	荒川区	2	9
				合計			
						274	1,700

4.3 物件取得先属性による特別目的事業体とその他一般の所有者の比較検証

調査結果において、J リートに物件が取得される際に法適合性に瑕疵があれば是正対応を実践している状況がある程度確認できたが、第 3 章の調査結果から、金融・証券検査の牽制効果が、監視下にある不動産金融商品化取引に係る建築物の遵法性の維持に表れているかについて確かめることを目的として、J リートの開示情報を用いて検証する。J リートの開示には物件の売主の属性情報があり、売主が不動産金融商品化に用いられる特別目的事業体であるか、それ以外の一般の企業・個人などであるかを分類できることから、この売主属性情報を用いて検証する。金融当局による監督（金融検査）の牽制効果が働いているとすれば、特別目的事業体が物件を取得する際のエンジニアリング・レポートの調査の指摘事項について是正行動がとられる結果、特別目的事業体（ここで利用するデータでは実態として J リート以外の特別目的事業体）から物件を購入した場合の方が、一般の企業・個人から取得する場合よりも指摘事象の割合が少ないという結果が予想される。また、第 3 章で H24 検査事務年度から検査指摘事例の掲載がなくなったということに対して、時系列での比較検証を行い、整合する傾向が見られるかを検証する。

J リートの物件取得先である特別目的事業体の集団の特性について。

図 4.3-1 に J リートの物件取得先を図示する。図に示した件数は本論で調査した 3,706 件の取得先別の件数内訳である。1.3.2 で説明した通り。取引の実態として J リート間の物件売買は特殊な事情がなければ行われなため、取得先の特別目的事業体の集団は J リートをほとんど含まない特別目的事業体の集団である。したがって、これらの集団は非上場で情報開示を行っていない特別目的事業体ということ

になる。また、特別目的事業体を用いて不動産の開発を行うスキームはあまり行われなことから、一般の個人・法人から一旦特別目的事業体が取得したものをJリートが取得するケースが多い。第2章で述べた通りJリートは最も拡大している不動産金融商品化商品であり、物件の動きとしては、一般の法人・個人所有者→非上場・非開示の特別目的事業体→Jリートという大きな流れができています。したがって、法人・個人から直接購入する場合と、不動産金融商品化の特別目的事業体を一旦経由して購入する場合で違いがあるかを検証することになる。

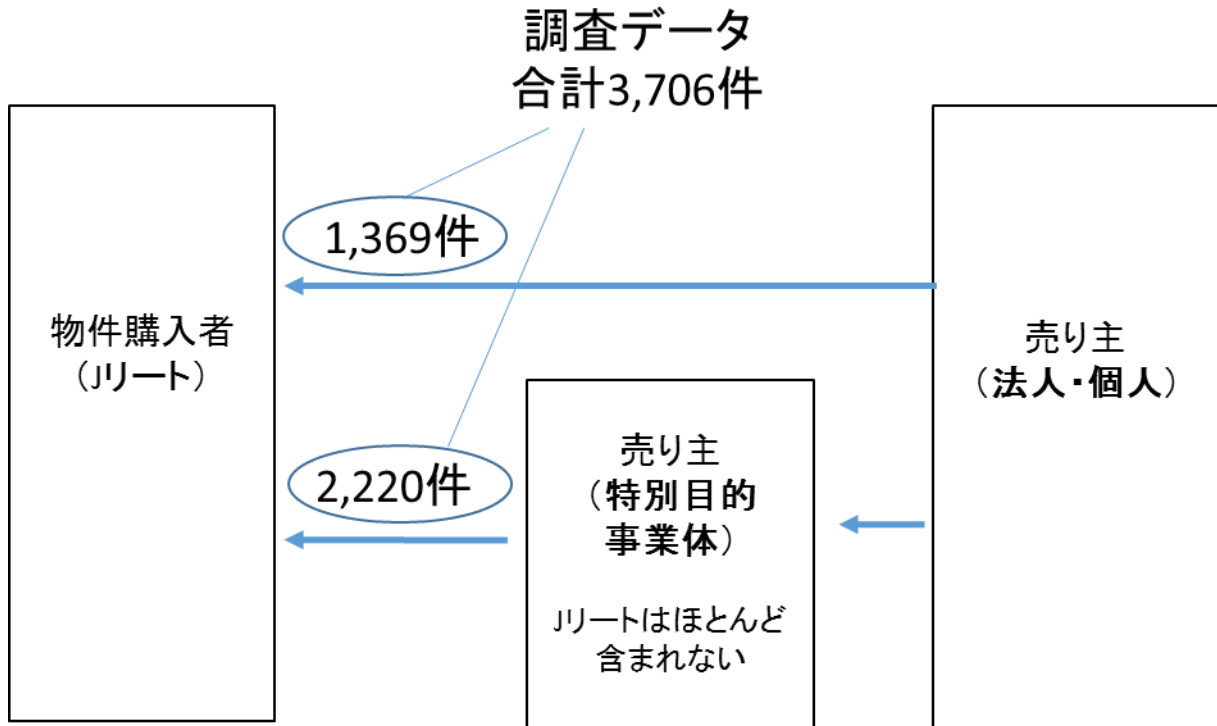


図 4.3-1 J リートの物件取得先の図

検証に利用した適法性の瑕疵の指摘情報の特徴について考察を加える。J リートの物件取得情報に適法性の瑕疵の指摘が開示されることは、投資家に良い印象を与えないので、事前には是正を完了させて開示を回避する動機付けとなる。開示前に是正を終えた指摘の有無を判別することは出来ないため、実際にはここで示した 274 の指摘よりもかなり多い指摘があったと推察される。この検証に利用する情報には、取得（情報開示）前に是正された適法性の瑕疵の実態は反映されないという制約がある。

J リートの取得した 3,706 件（底地を除く）の情報を用いて、指摘事項の有無に関して差があるかを検証していく。なお、開示に対する売主の合意が得られず取得先属性が非開示とされていたものが 35 物件あるが、一般に情報開示に対して抵抗を示すのは一般の企業や個人であると考えられるため、それら 35 件は特別目的事業体ではないものと仮定して分類した。また、共有物件のように 1 物件の売主が複数で、かつ特別目的事業体と企業・個人などが混在するケースがいくらかあるが、特別目的事業体が所有者に含まれることで建物全体に牽制が働くと想定し、それらは特別目的事業体として集計した（表 4.3-1）。集計においては、4.2.2 で分類した指摘内容・要因についてそれぞれ集計検証もおこなった（表 4.3-2 で

手続瑕疵を除いた瑕疵の比較、表 4.3-3 で手続き瑕疵のみの比較、表 4.3-4 で劣化など非人為的瑕疵のみの比較、表 4.3-5 で手続き瑕疵以外の非人為的瑕疵の比較を集計)。

取得先の属性別の、何らか指摘のあった物件の割合は、取得先が特別目的事業体の場合が 117/2,337 (5.0%)、それ以外の企業・個人などの取得先の場合が 89/1,369 (6.5%) で、特別目的事業体からの取得の場合の方が 1.5 ポイント低いという結果あった。 χ^2 検定の結果は $P=0.055$ で、0.05 を上回っている (表 4.3-1)。以下に、4.3.2 で分類した指摘内容・要因に細分化して集計・検証する。

まず、指摘の内容に関して確認申請の手続き瑕疵よりもそれ以外の指摘について差が見られるかを、手続き瑕疵とそれ以外の指摘に分けて差を比較する。手続き瑕疵は、取得後の維持管理とは関連が薄いので手続き瑕疵以外よりも差が出にくいだろうという予想を確かめる目的で行う。手続き瑕疵以外の指摘に関しては、取得先が特別目的事業体の場合が 41/2,337 (1.8%)、それ以外の企業・個人などの取得先の場合が 38/1,396 (2.8%) で、特別目的事業体からの取得の場合の方が 1.0 ポイント低いという結果であった。 χ^2 検定の結果は $P=0.038$ で、両者に差がないという仮説を棄却できる結果となった (表 4.3-2)。

手続き瑕疵に関しては、取得先が特別目的事業体の場合が 59/2,337 (2.5%)、それ以外の企業・個人などの取得先の場合が 52/1,396 (3.8%) で、特別目的事業体からの取得の場合の方が 1.3 ポイント低いという結果であった。 χ^2 検定の結果は $P=0.028$ で、両者に差がないという仮説を棄却できる水準であった (表 4.3-3)。両者に差が出にくいという予想をしたが、結果は両者に大きな差はなかった。特別目的事業体は一般の所有者よりも、工作物の完了検査未了などの是正対応をしている可能性がある。

次に、手続き瑕疵以外の指摘に関して、劣化や作動不良などの要是正指摘 (非人為的原因) と人為的要因による要是正指摘について、取得先の属性による差を比較する。非人為的原因の指摘に関しては、取得先が特別目的事業体の場合が 10/2,337 (0.4%)、それ以外の企業・個人などの取得先の場合が 13/1,396 (0.9%) で、特別目的事業体からの取得の場合の方が 0.5 ポイント低いという結果であった。 χ^2 検定の結果は $P=0.051$ で、0.05 を上回った (表 4.3-4)。

人為的要因による要是正指摘に関しては、取得先が特別目的事業体の場合が 30/2,337 (1.3%)、それ以外の企業・個人などの取得先の場合が 28/1,396 (2.0%) で、特別目的事業体からの取得の場合の方が 0.7 ポイント低いという結果であった。 χ^2 検定の結果は $P=0.071$ で、以上の比較の中では最も高い水準であった (表 4.3-5)。

以上、内容・要因に分解した分析では、明確な特徴は得られなかったが、どのケースにおいても特別目的事業体の方が割合が低いという結果になっており、一般の法人・個人所有者から一旦取得し J リートに譲渡する期間において、是正を進めた結果である可能性がある。

表 4.3-1 指摘（手続瑕疵も含む）の集計結果

	指摘あり	指摘なし	合計	指摘割合
特別目的事業体	117	2,220	2,337	5.0%
特別目的事業体以外	89	1,280	1,369	6.5%
合計	206	3,500	3,706	5.6%
χ^2 検定	確率(p) = 0.055			

表 4.3-2 指摘（手続瑕疵を除く）の集計結果

	指摘あり	指摘なし	合計	指摘割合
特別目的事業体	41	2,296	2,337	1.8%
特別目的事業体以外	38	1,331	1,369	2.8%
合計	79	3,627	3,706	2.1%
χ^2 検定	確率 (p) = 0.038			

表 4.3-3 指摘（手続瑕疵のみ）の集計結果

	指摘あり	指摘なし	合計	指摘割合
特別目的事業体	59	2,278	2,337	2.5%
特別目的事業体以外	52	1,317	1,369	3.8%
合計	111	3,595	3,706	3.0%
χ^2 検定	確率 (p) = 0.028			

表 4.3-4 指摘（劣化など非人為的）の集計結果

	指摘あり	指摘なし	合計	指摘割合
特別目的事業体	10	2,327	2,337	0.4%
特別目的事業体以外	13	1,356	1,369	0.9%
合計	23	3,683	3,706	0.6%
χ^2 検定	確率 (p) = 0.051			

表 4.3-5 指摘（手続瑕疵以外の人為的）の集計結果

	指摘あり	指摘なし	合計	指摘割合
特別目的事業体	30	2,307	2,337	1.3%
特別目的事業体以外	28	1,341	1,369	2.0%
合計	58	3,648	3,706	1.6%
χ^2 検定	確率 (p) = 0.071			

第3章の調査の結果では、平成24事務年度以降の検査指摘（結果）事例集に、建築物の違法性に関わる指摘事例の掲載が見られなくなっている。この時期から金融機関において態勢整備が整ったという傾向がみられるか、Jリート投資法人の物件取得先属性による指摘を時系列で集計し直して検証する。

表4.3-7の集計では、平成24事務年度に対応する2012年以降の物件取得においては特別目的事業体からの取得の方がより指摘割合が低いという傾向が明確になっている。

2012年の前後に分けて累計の指摘件数により指摘割合の平均値を比較すると、2012年より前の年は特別目的事業体の6.1%に対して、その他は5.1%で特別目的事業体の指摘割合が多い。年によってばらつきはあるが、2001年から2011年の約11年間中の7つの年で特別目的事業体が上回っている。一方、2012年以降は特別目的事業体3.2%に対してその他9.1%で、特別目的事業体が約三分の一である。2012年以降は毎年Jリートによる取得件数が多いので、データが少ないことによるばらつきの影響も受けにくいと考えられる。2012年以降のデータで χ^2 検定を行った結果は $P=0.000$ で、両者に差がないという仮説は棄却される（表4.3-8）。それ以前のデータで χ^2 検定を行った結果は $P=0.307$ で、両者に差がないという仮説は棄却されない（表4.3-9）。

表 4.3-7 物件取得先属性別、物件取得を公表した年別の指摘の推移

取得公表年	特別目的事業体（実態としてJリート以外の特別目的事業体である）				その他			
	要是正指摘(件)		合計	指摘割合	要是正指摘(件)		合計	指摘割合
	あり	なし			あり	なし		
2001. 9-	5	50	55	9.1%	0	40	40	0.0%
2002	0	27	27	0.0%	0	18	18	0.0%
2003	6	41	47	12.8%	0	37	37	0.0%
2004	5	90	95	5.3%	4	45	49	8.2%
2005	13	196	209	6.2%	5	72	77	6.5%
2006	13	257	270	4.8%	11	115	126	8.7%
2007	13	149	162	8.0%	7	113	120	5.8%
2008	6	55	61	9.8%	5	86	91	5.5%
2009	2	17	19	10.5%	0	34	34	0.0%
2010	14	371	385	3.6%	4	176	180	2.2%
2011	11	99	110	10.0%	9	102	111	8.1%
2012	3	125	128	2.3%	7	72	79	8.9%
2013	10	300	310	3.2%	9	100	109	8.3%
2014	9	213	222	4.1%	14	134	148	9.5%
2015-2016. 3	7	230	237	3.0%	14	136	150	9.3%
合計	117	2,220	2,337	5.0%	89	1,280	1,369	6.5%

赤の破線（2012年以降）は、第3章の金融検査指摘事例での建築物の適法性の瑕疵に係る審査・管理運用態勢の事例が掲載されなくなったタイミング。

表 4.3-8 2012 年以降のデータで集計・検定

	指摘あり	指摘なし	合計	指摘割合
特別目的事業体	29	868	897	3.2%
特別目的事業体以外	44	442	486	9.1%
合計	73	1,310	1,383	5.3%
χ^2 検定	確率 (p) = 0.000			

表 4.3-9 2011 年までのデータで集計・検定

	指摘あり	指摘なし	合計	指摘割合
特別目的事業体	88	1,352	1,440	6.1%
特別目的事業体以外	45	838	883	5.1%
合計	133	2,190	2,323	5.7%
χ^2 検定	確率 (p) = 0.307			

4.4 第4章のまとめ

J リートが不動産に投資する際の開示情報を用いて、その建築物についての適法性の瑕疵の情報を抽出し、物件の売主が特別目的事業体の場合とその他一般の売り主の場合を比較した。ただし、J リート同士の物件売買がまれであるという実態を考慮すると、売り主の特別目的事業体は J リート以外のものである。

調査の結果、平成 24 事務年度以降の検査指摘（結果）事例集に、建築物の違法性に関わる指摘事例の掲載が見られなくなっているタイミングと歩調を合わせて、2012 年以降の物件取得においては特別目的事業体からの取得の方がより指摘割合が低いという差が明確になっている。 χ^2 検定の結果においても、2011 年までのデータの比較では優位な差が見られないが、2012 年以降のデータの比較では特別目的事業体の場合とその他一般の売り主の場合の指摘状況に有意な差が明確になっている。タイミングの一致の理由を断定できる要因を示せたわけではないが、特定目的事業体とその他一般の所有者には金融監督当局の検査の有無があるので、不動産金融商品化の取引関係者の審査・運用管理態勢の整備がある程度進んだことが要因と推察することに合理性があると考えられる。

J リートの物件取得後の是正行動の追跡調査では、ごく一部の例外物件を除いて是正もしくは行政との合意や専門家の追加調査などの対処がされている様子が分かった。J リートが所有する建築物には東京消防庁が公表している違反對象物に該当するような維持管理に問題のある建築物もなかった。

個別の指摘の内容を見ると、完了検査未了ありという建築確認の手続き瑕疵と火災安全にかかわる指摘が非常に多いという結果となった。あわせて、劣化・故障が原因と思われる指摘よりも、人為的原因による適法性の瑕疵が多いことも分かった。

手続き瑕疵の指摘が多いことに関しては、建築確認業務が民間開放される以前の完了検査取得率の低さと、手続き瑕疵の是正が困難である事情を勘案すれば、自らは開発行為を行わず既存ストックへの投資を行っている J リートがそのような物件に出会う確率が高いのは当然の結果とも考えられる。建物全

体が完了検査未了である場合に、既存ストックの活用・流通の阻害要因になっていることが、内閣府の規制改革会議でも解決すべき課題としてここ数年取り上げられており、調査ガイドラインが示されたりはしているものの、特定行政庁の建築主事や不動産業界、金融業界のにおいて実務的な対応は難しいというのが現状のようである。

火災安全にかかわる指摘が多い理由として、構造関係の指摘が少ない理由と対比して考える。まず、構造関係についてであるが、エンジニアリング・レポートの調査が、目視を基本としていることから見えない瑕疵の識別はなされないという前提がある。本章の調査でブロック塀の指摘が4件あったのは、袖壁がないという目視で識別できる構造の瑕疵であったからである。ただし、構造偽装事件の後に、Jリートにおいては構造計算書に偽装がないか独自に検証することが求められた、Jリートの開示情報ではピアチェック導入前の物件については、適合判定機関の名称の欄に、構造計算書の再検証を行った会社の名称が示されている。構造計算書に問題が見つかった場合には、是正が困難なため取得を取りやめるとというのが実態と推察される。この場合、投資におけるリスク・マネジメント手法でいうところの回避を選択することになり、結果として開示情報には上がってこない。同様な例としては、地震PMLを調査した結果、かなり高いPML値が算定された場合、ある程度の水準であれば地震保険でカバー、つまりリスク・マネジメント手法でいう移転を選択する可能性があるが、それ以上であればやはり回避を選択する。Jリートにおいて地震保険の付保率がほとんど見られないのは、地震保険のコストが非常に高いという事情も影響している。また、耐震補強、つまりリスク・マネジメント手法でいうコントロールを選択する例が、1件しか見られなかったのは、同様に耐震補強工事のコストが高いという事情が影響していると考えられる。結果として、構造的な問題が発見されにくい事情と、見つければ回避を選択する可能性が高いことを勘案すると、構造的な安全性への影響は期待しにくい様子が浮かび上がる。

一方、火災安全に関しては、純粹に天災である地震とは異なって、人災的要因が伴うオペレーショナルなリスクである。火災安全にかかわる建築設備などの適法な維持管理は、リスク・マネジメント手法でいうコントロールに該当し、適法な維持管理態勢の整備がすすめば火災安全に寄与すると考えられる。地震保険と対照的に火災保険は100%付保されており、リスク・マネジメント手法でいう移転は手当てされているが、人命にかかわる被害は物損のように金銭補償で代替できるものではない。このような、建築物の安全性に与える影響のより踏み込んだ分析・検証は今後の研究課題と考える。

次章では、不動産金融商品化全体が建築設備定期検査の結果にどのように影響するについて、機械排煙設備と非常用照明設備の要是正指摘の状況を、特別目的事業体とその他一般の所有者について、比較によって検証する。

参考文献

- 1) 日本取引所グループ：有価証券上場規程（東京証券取引所），
http://jpx-gr.info/rule/tosho_regu_201305070007001.html（参照 2015.6.7）
 - 2) 日本取引所グループ：有価証券上場規程施行規則（東京証券取引所），
http://jpx-gr.info/rule/tosho_regu_201305070041001.html（参照 2015.6.7）
 - 3) 日本取引所グループ：上場審査等に関するガイドライン（東京証券取引所），
http://jpx-gr.info/rule/tosho_regu_201305070042001.html（参照 2015.6.7）
 - 4) 日本取引所グループ：REIT（投資証券）上場の手引きのご利用にあたって（東京証券取引所），
<http://www.jpx.co.jp/equities/products/reits/listing/tvdivq0000006kds-att/tebiki.pdf>（参照 2015.1.10）
- 1) 不動産投資・取引におけるエンジニアリング・レポート作成に係るガイドライン（2011年版），公益社団法人ロングライフビル推進協会，2011.11

補足説明 1

参考にエンジニアリング・レポートによる調査と建築設備定期検査報告の調査について、それぞれの特徴を対比する形で整理した

	エンジニアリング・レポート	建築設備定期検査
調査目的	証券化など不動産取引のデューデリジェンスの一環として行う（建築物の遵法性・不具合・劣化の調査はエンジニアリング・レポートを構成する調査の一部） 報告書は依頼者（買主であることが多い）の他にも受託者・融資金融機関・不動産鑑定士などが参照する	法定の点検・調査を定期的に行い報告する義務あり 報告書は依頼者（所有者）・行政に提出
調査者	資格要件なし 通常は建築士が実施するが、各種設備検査資格者などが同行する場合もある	資格要件あり 建築士、建築設備検査資格者
調査者の立場	取得時：買主の依頼に基づく（第三者性が必要） 取得後：所有者・管理者などからの依頼に基づく	所有者・管理者などからの依頼に基づく
調査項目・報告書	調査項目の基準はない（特殊建築物等定期調査報告の調査項目に近い） 報告書は任意書式 定期検査・調査の指摘を調査 関係規定外の条例などについても調査	調査項目の基準あり 報告書フォームあり
調査方法	目視、作動確認なし（部分的には打診調査・点灯確認など行うことがある。特殊建築物等定期調査報告の調査方法に近い） 調査立ち入り場所が制限されることがある	目視、作動確認あり 調査方法・判定の基準あり

調査所要時間	規模や用途によるが 3,000~5,000 m ² で半日程度	規模や用途によるが 3,000~5,000 m ² で半日程度
調査報酬	規模や用途によるが、3,000~5,000 m ² で 30~40 万円程度 (遵法性関係の調査のみ)	規模や用途によるが、3,000~5,000 m ² で 10 万円前後
調査頻度	売買時 保有期間中は 5 年程度の周期で再調査が多い	要件あり 毎年報告

※著者による調査会社へのヒアリングや HP 情報など含む。

第 5 章

建築設備定期検査報告資料を活用した所有者属性別の比較検証

第 5 章の目的

この章では、建築設備定期検査報告制度に基づく報告書の調査データを用いて、建築物の所有者が、特別目的事業体かそれ以外かで、建築設備定期検査の結果にどのように影響するについて検証を行う。

検証方法としては、まず第 4 章で検討した J リートの情報開示での情報などから、どのような差が生じるかを予測し、一方で特別目的事業体とその他一般の所有者を、第 2 章で考察した方法により、特別目的事業体を識別する。次に、特別目的事業体とその他一般の所有者で、要是正の指摘を受けた建築物の頻度の差を検証する。加えて、故障率データの収集できた非常用照明設備について、特別目的事業体とその他一般の所有者の故障率の分布を比較することで両者の差を明確に示す。

5.1 調査データと検証方法の概要

建築設備および昇降機などの定期検査報告制度は、建築基準法第 12 条第 3 項の規定に基づき、建築設備（換気設備、排煙設備、非常用の照明装置、給水設備及び排水設備）の安全確保のための検査を建築設備検査資格者が定期的に行い、その結果を特定行政庁へ報告することを所有者（所有者と管理者が異なる場合においては、管理者）に義務付けたものである。この定期検査報告制度は、2008 年 4 月の法改正において、建築設備検査の報告内容の拡充（測定結果表の提出など）が図られた。所轄の特定行政庁に報告された検査結果データの蓄積は、各設備の信頼性や維持管理の状況など建築物の安全確保に関わる有益な情報の蓄積と考えられるが、その分析など活用は進んでいない。

辻本研究室では、都内 X 区の特定行政庁の協力を得て、H26 年度において、当該特定行政庁管区内の建築物の定期検査報告書（建築設備および昇降機。ただし、10,000 m²以下の建築物が報告対象である。）の調査を行った。この報告書の所有者情報から、不動産の金融商品化スキームにおいて用いられる特別目的事業体が所有者である建築物を、2.2.4 で考察した方法で識別した。第 4 章で検討したような J リートの情報開示や不動産の金融商品化全体の影響を検証するために、特別目的事業体とその他一般の所有者の建築物において、機械排煙設備、非常用照明設備における定期検査での要是正指摘の状況を比較する。

調査にあたって事前に想定したことを述べる。定期報告の対象となっている建築設備の劣化や消耗、故障、作動不良など、すなわち非人為的要因による要是正指摘は、所有者が特別目的事業体であっても差が出にくいだろうと想定した。不動産の金融商品化の歴史自体がまだ浅く、不動産の金融商品化を前提にデベロッパーが開発して特別目的事業体が所有するに至っている物件の量自体がまだ少ないことから、特別目的事業体が所有している物件の多くは、一般の不動産オーナーであった事業会社（デベロッパーも含む）や個人から取得した物件であり、所有者の属性が特別目的事業体かどうかでもとの設備の仕様が異なるというような状況にはないだろうと考えたことが理由である。

一方で、使い勝手の事情で加えた造作による不適合状態のような、人為的な要因による違反については差が出やすいのではないかと想定した。第 4 章の J リートの開示情報から抽出した適法性の瑕疵の指摘の内訳で見ると、排煙関係の指摘（19 件）が非常用照明関係の指摘（6 件）よりも約 3 倍多い。この

ことは、定期報告において件数的には非常用照明設備の要是正指摘が機械排煙設備よりも何倍も多い実情と逆の傾向を示しており、人為的な違反状態は、特別目的事業体のように物件取得の際にエンジニアリング・レポート調査によって指摘されて是正に取り組むというような、特別なきっかけのない一般の建築物では、人為的違反状態がなかなか解消されないのではないかと想定したことが理由のひとつ。そしてもうひとつは、建築設備の劣化や消耗、故障、作動不良など人為的でない要是正状態であっても、例えば非常用照明の玉切れやバッテリー消耗の放置など、是正を怠るという人為的な要因に切り替わった要是正状態は、金融監督当局の検査による牽制で金融商品化取引関係者の体勢整備がある程度整ったとすれば、やはり特別目的事業体の方が起こりにくいのではないかと想定したことである。なお、J リートの開示情報を調査した限りにおいて、物件取得後の管理運用フェーズにおける個別物件の特記事項欄に、定期報告制度における要是正指摘について記載された例は見られなかったことから、J リートの開示情報では、定期報告制度の対象となっている設備の取得後の要是正指摘状況について調査することはできなかった。本章の調査データで識別した特別目的事業体には、J リートの所有する物件が多数含まれているはずなので、その他一般の所有者との差を示すことができれば、J リートが物件を取得した後に発生した建築設備の劣化・故障などに対しても、適切に管理運用している査証として、前章で示した J リートの取得時の是正行動に加えて、示すことができると考える。

5.2 調査結果と考察

5.2.1 所有者属性別の対象件数集計

第 4 章と第 5 章の特別目的事業体の集団のちがいについて

まず、第 4 章の比較検証に用いた J リートの情報開示のデータと、第 5 章で用いる建築設備定期検査報告のデータの違いについて考察する。第 4 章までの調査結果においては、J リートが取得した不動産において、売主の属性が特別目的事業体の場合、その他一般の所有者が売主の場合よりも、建築物に違反など指摘のある物件の割合が低いという結果が得られた。J リートの物件取得時の開示対象となる建築物の適法性の瑕疵に関する指摘は、物件取得に先立って行われる、エンジニアリング・レポート調査により報告された指摘の中で、開示のタイミングまでに是正対応が未了であった事象が対象となる。このため、エンジニアリング・レポート調査の報告書に建築物の適法性の瑕疵に関する指摘がされた場合、開示のタイミングに至る前に指摘箇所内の何か所が是正されているかの状況は、J リートの開示情報の範囲では把握することができない。エンジニアリング・レポート調査の指摘の内容によっては、是正を行うことが困難で、取得後の是正の目処が立たないことを理由に、J リートによる取得に至らなかった取引もあると推察される。このような J リートの開示情報の性質上、開示データを用いた特別目的事業体とその他一般の所有者の比較においては、売り主が所有していたそもそもの状態における指摘の差を比較することはできない。

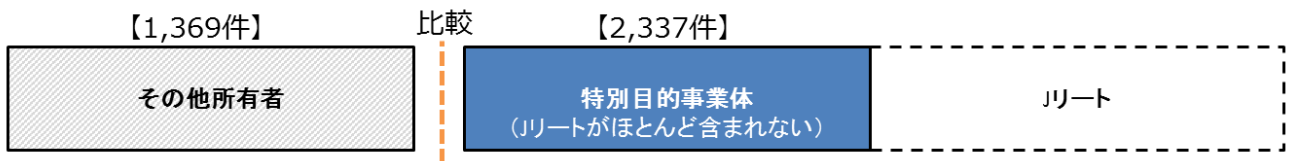
これに対して、第 5 章で用いる建築設備定期検査報告の結果の比較においては、ごく一部に限られた建築設備の範囲ではあるが、特別目的事業体とその他一般の所有者の建築物における維持管理状態の差を、要是正指摘の状況の比較により示すことができる。また、第 4 章の比較検証に用いた J リートの情報開示のデータは、J リートの物件取得先の実態を考慮すると、J リート自身をほとんど含んでいない特別目的事業体の集団のデータであったが、第 5 章で用いる建築設備定期検査報告のデータは、10,000 ㎡超の建築物が報告データには含まれないことを除けば、特別目的事業体が都内 X 区内に所有している建

築設備定期検査報告対象建築物がほとんどすべて含まれている（ごく一部の特例目的事業体が識別できていない可能性については 2.2.4 の考察を参照）。したがって、J リートのような情報開示が行われてはいない、その他の不動産金融商品化の特別目的事業体も含めて、建築設備の要是正指摘の状況を、一般の所有者と対比できる。

本章では、特別目的事業体の種別の違いを分析で考慮しないが、将来の課題を示す目的で、特別目的事業体別の種別の比較をする上での本論の識別手法の限界について 5.2.6 で考察を行う。

・ 第4章の比較データ

Jリートの開示資料の、物件取得先（所有者）情報から特別目的事業体かその他所有者かで分ける。



・ 第5章の比較データ

建築設備定期検査報告の所有者情報で分ける。



* 特別目的事業体（特例有限会社の実物不動産投資）が含まれる可能性がある。ただし、非常にまれな例である。

図 5.2-1 建築設備定期検査報告と J リートの物件取得先の特別目的事業体の集団の違い

表 5.2-1 識別した特別目的事業体とその他一般の所有者の集計結果

	特別目的事業の数	その他一般の所有者の数	合計		
棟数	122	1,208	1,330		
割合	9.2%	90.8%	100.0%		
特別目的事業の内訳					
	信託銀行	投資法人	特定目的会社	合同会社	合計
棟数	85	24	8	5	122
割合	69.7%	19.7%	6.6%	4.1%	100.0%

5.2.2 所有者属性別の建築物の特徴比較

特定行政庁 X に報告された H26 年度の定期報告データ 1,330 件について、特別目的事業体とその他の所有者それぞれについて、延床面積、建築年代、建物用途別に物件数及び要是正物件数を集計し、それぞれについての特徴の比較を行う。ただし、建築年代の情報については竣工年が不明の件数が多い。このようなデータの欠落が多いことによる何らかの影響が比較に入り込む可能性を排除するために、不明の件数が少ない建築確認年を代理の指標として以下では集計する。

まず、建築物の規模の違いに関して、表 5.2-2 に大まかな延床面積の区分で集計して比較すると、特別目的事業体の集団は分布の山（30.3%）が 5,000 m²超～10,000 m²の集団にあることに対して、その他一般の分布の山（31.7%）は 1,000 m²超～2,000 m²の集団にあることから、特別目的事業体の方が建築物の規模が大きい集団である。また、要是正指摘物件の割合については、1,000 m²超～2,000 m²の区分を除いて、いずれも特別目的事業体の要是正率が低い。特別目的事業体には 500 m²以下の規模に該当する物件はなかった。

次に、建築年代の違いに関して、表 5.2-3 に 10 年ごとの年代区分で集計して比較すると、特別目的事業体の集団は分布の山（35.3%）が 2005 年～2014 年の最も新しい集団にあることに対して、その他一般の分布の山（30.2%）は、それより 10 年古い 1995 年～2004 年の集団にあることから、特別目的事業体の方が新しい建築物の集団である。また、要是正指摘物件の割合については、1965 年～1974 年の区分を除いて、いずれの年代区分の物件についても特別目的事業体の要是正率が低い。ただし、特別目的事業体においては、1965 年～1974 年と 1955 年～1964 年の古い年代区分の物件がそれぞれ 1 件ずつしか該当がない（それらの要是正率は 100%と 0%）。1974 年以前の古い年代の物件について、要是正の割合を比較することはできなかった。

建築物の用途の違いについて、表 5.2-4 に大まかな用途区分で集計して比較すると、特別目的事業体は複合用途が 57.4%で最も多く、次いで賃貸住宅が 26.2%でこれに続く。これに対して、その他一般の集団も複合用途が 49.6%で最も多く、次いで賃貸住宅が 33.3%であり、両者にはそれほど差がない。また、前述の建物規模、建築年代に関しては、概ねどの区分においても特別目的事業体の要是正指率が低かったが、用途の区分については、事務所とその他の用途において特別目的事業体の要是正率が高くばらつきが見える。ただし、用途として構成比率の高い、複合用途と賃貸住宅の合計が、どちらの集団についても全体の 8 割以上を占めていることから、全体としてみれば特別目的事業体の要是正率が低いという傾向に変わりはない。

なお、個別の用途ごとに何らかの傾向的な特徴がある可能性も考えられるが、用途別の比較分析を進めるには、本研究で収集できたデータは数量が十分ではないことから、データ量の確保が今後の課題になると考える。

表 5.2-2 物件規模の区分別の所有者属性別、要是正指摘物件数の集計

延床面積	(件数)			(構成比)		要是正 (件数)		(要是正率)	
	特別目的事業体	その他	全体	特別目的事業体	その他	特別目的事業体	その他	特別目的事業体	その他
-10000 m ²	37	191	228	30.3%	15.8%	11	85	29.7%	44.5%
-5000 m ²	34	276	310	27.9%	22.8%	14	136	41.2%	49.3%
-3000 m ²	24	278	302	19.7%	23.0%	9	139	37.5%	50.0%
-2000 m ²	20	383	403	16.4%	31.7%	9	171	45.0%	44.6%
-1000 m ²	7	61	68	5.7%	5.0%	2	30	28.6%	49.2%
-500 m ²	0	19	19	0.0%	1.6%	0	6	-	31.6%
計	122	1208	1330	100.0%	100.0%	45	567	36.9%	46.9%

表 5.2-3 確認年代の区分別の所有者属性別、要是正指摘物件数の集計

年代	(件数)			(構成比)		要是正 特別目的 事業体	(件数) その他	(要是正率)	
	特別目的 事業体	その他	全体	特別目的 事業体	その他			特別目的 事業体	その他
2005-2014	43	193	236	35.2%	16.0%	10	51	23.3%	26.4%
1995-2004	36	366	402	29.5%	30.3%	12	192	33.3%	52.5%
1985-1994	29	209	238	23.8%	17.3%	15	119	51.7%	56.9%
1975-1984	11	234	245	9.0%	19.4%	6	129	54.5%	55.1%
1965-1974	1	158	159	0.8%	13.1%	1	59	100.0%	37.3%
1955-1964	1	29	30	0.8%	2.4%	0	16	0.0%	55.2%
不明	1	19	20	0.8%	1.6%	1	8	100.0%	42.1%
計	122	1208	1330	100.0%	100.0%	45	574	36.9%	47.5%

表 5.2-4 物件用途の区分別の所有者属性別、要是正指摘物件数の集計

用途	(件数)			(構成比)		要是正 特別目的 事業体	(件数) その他	(要是正率)	
	特別目的 事業体	その他	全体	特別目的 事業体	その他			特別目的 事業体	その他
複合用途	70	599	669	57.4%	49.6%	27	338	38.6%	56.4%
賃貸住宅	32	402	434	26.2%	33.3%	8	151	25.0%	37.6%
事務所	11	92	103	9.0%	7.6%	5	35	45.5%	38.0%
商業店舗	6	36	42	4.9%	3.0%	3	20	50.0%	55.6%
宿泊施設	0	15	15	0.0%	1.2%	0	5	-	33.3%
その他	3	64	67	2.5%	5.3%	2	18	66.7%	28.1%
計	122	1208	1330	100.0%	100.0%	45	567	36.9%	46.9%

5.2.3 所有者属性別の要是正指摘の比較検証

特別目的事業体とその他一般の所有者について、機械排煙設備と非常用照明設備のいずれかで要是正指摘を受けた物件を比較すると、その他一般の所有者の物件よりも、特別目的事業体が所有者の方が指摘の頻度が 10.0 ポイント低いという結果となった(表 5.2-5)。機械排煙設備と非常用照明設備の要是正指摘を別々に集計した結果においても、それぞれ 8.6 ポイント、11.0 ポイント特別目的事業体の方が指摘の頻度が低い結果となった(表 5.2-6、表 5.2-7)。両者の指摘率の差は、機械排煙設備よりも非常用照明設備の方が大きいという結果となった。

機械排煙設備と非常用照明設備をあわせた建築設備全体については χ^2 検定($p=0.034$)で有意な差がある結果となったが(表 5.2-5)。それぞれの設備に分けて比較検証すると、機械排煙設備の指摘の検定では有意な差が出ていないことから(表 5.2-6)、非常用照明設備に対する要是正指摘の差が両者に有意な差が生じる主な要因と考えられる(表 5.2-7)。ただし、機械排煙設備に関しては非常用照明設備と比較して設置される建築物の比率が低いこともあって、データ量が5分の1程度しか集まらなかったため、さらにデータの蓄積が必要となると考える。

それぞれの集団における、規模・建確年代・用途の3つの属性分布の差の影響を考察すると、確認年代の分布において、指摘割合の建築年代の新しい（2005～2014年の確認）物件の構成比率で、その他の17.7%に対して特別目的事業体は35.3%と高いことが有意差の一因となっていると考えられる。この影響について、特別目的事業体の確認年代の構成の割合をその他所有者の構成の割合に補正する方法で5.2.4において検証する。

表 5.2-5 所有者属性別の要是正指摘の集計と検定結果（機械排煙設備もしくは非常用照明設備）

	あり	なし	合計	指摘割合
特別目的事業体	45	77	122	36.9%
その他所有者	567	641	1,208	46.9%
合計	612	718	1,330	46.0%
χ^2 検定結果	確率 (p) = 0.034			

表 5.2-6 所有者属性別の要是正指摘の集計と検定結果（機械排煙設備）

	あり	なし	合計	指摘割合
特別目的事業体	7	38	45	15.6%
その他所有者	52	163	215	24.2%
合計	59	201	260	22.7%
χ^2 検定結果	確率 (p) = 0.209			

表 5.2-7 所有者属性別の要是正指摘の集計と検定結果（非常用照明設備）

	あり	なし	合計	指摘割合
特別目的事業体	43	79	122	35.2%
その他所有者	558	650	1,208	46.2%
合計	601	729	1,330	45.2%
χ^2 検定結果	確率 (p) = 0.021			

表 5.2-8 所有者属性別の要是正指摘の集計と検定結果（昇降機）

	あり	なし	合計	指摘割合
特別目的事業体	1	56	57	1.8%
その他所有者	21	1,001	1,022	2.1%
合計	22	1,057	1,079	2.0%
χ^2 検定結果	確率 (p) = 0.876			

5.2.4 所有者属性別の確認年代の分布の差を補正した検証

5.2.3の検証において、特別目的事業体とその他、それぞれの集団における、規模・建確年代・用途の3つの属性分布の差の影響を考察すると、確認年代の分布において、指摘割合の低い確認年代の新しい

物件（2005～2014年の確認）の構成比率で、その他の17.7%に対して特別目的事業体は35.3%と高いことの影響に関して以下で検証をする。検証は機械排煙設備、非常用照明設備のそれぞれについて行う。

まず、特別目的事業体の集団は1974年以前に確認が下おりの古い建築物が2件で非常に少ない。理由としては、特別目的事業体で建て替えをするのは資金調達が難しいので、建て替えが近いような古い物件は不動産金融商品化に適さないことが考えられる。したがって、この年代の建築物には不動産金融商品化の直接的な影響が働きにくいと考えられる。一つ目の補正として、これらの年代の物件を両方の所有者属性の集団から除き、1975年以降の物件群で要是正の割合を属性別に比較する。

次に、特別目的事業体が所有する建築物の年代分布の割合を、特別目的事業体以外の物件の構成比に比例させた上で、それぞれの年代の特別目的事業体の要是正の割合を適用して補正する。要是正の比率（平均）と χ^2 検定で検証してみる。なお、 χ^2 検定では特別目的事業体の母数を変えずに、補正した要是正の率を使用する。補正と検証の流れは表5.2-9から表5.2-14を参照。

検証の結果、まず、排煙設備においてはもともとデータ量が少ない影響で、特別目的事業体では年代別に分けた場合の要是正指摘の件数が非常に少なくなってしまう難点がある。補正の結果、特別目的事業体の要是正の割合は15.6%から19.7%に4.1ポイント上昇するが、特別目的事業体以外の22.7%より3.0ポイント低い。 χ^2 検定の結果は、 $p=0.209$ から $p=0.674$ で、0.465上昇する。データ数の制約で精度に疑問がありデータの拡大・蓄積が必要である。

次に、非常用照明設備では、おおむねどの年代でも特別目的事業体の要是正の割合が低い（4つの年代の内3つ）。補正後の特別目的事業体の要是正の割合は35.2%から37.3%に2.1ポイント上昇するが、特別目的事業体以外の46.2%より8.9ポイント低い。 χ^2 検定の結果は、 $p=0.021 \rightarrow p=0.032$ で、0.011上昇するが依然として有意な差がある。

表 5.2-9 1975年以降の年代別構成比と要是正率の補正結果（機械排煙設備）

要是正	その他					特別目的事業体				
	なし	あり	要是正率	年代別構成比	要是正率	なし	あり	要是正率	年代別構成比	補正要是正率
2005-	35	3	7.9%	21.0%		15	3	16.7%	40.0%	
1995-2004	26	5	16.1%	17.1%		5	1	16.7%	13.3%	
1985-1994	53	19	26.4%	39.8%		16	1	5.9%	37.8%	
1975-1984	26	14	35.0%	22.1%		2	2	50.0%	8.9%	
合計/平均	163	52	24.2%	100.0%	22.7%	38	7	15.6%	100.0%	19.7%

表 5.2-10 1975年以降のデータによる集計と検定の結果（機械排煙設備）

	指摘あり	指摘なし	合計	指摘割合
特別目的事業体	7	38	45	15.6%
その他所有者	41	140	181	22.7%
合計	48	178	226	21.2%

χ^2 検定 確率 (p) = 0.298

表 5.2-11 特別目的事業体の年代構成補正後の検証結果（機械排煙設備）

	指摘あり	指摘なし	合計	指摘割合
特別目的事業体	9	36	45	19.7%
その他所有者	41	140	181	22.7%
合計	50	176	226	22.1%

χ^2 検定 確率 (p) = 0.674

表 5.2-12 1975 年以降の年代別構成比と要是正率の補正結果（非常用照明）

非常照明	その他				特別目的事業体					
	要是正		年代別構成比	要是正率	要是正		年代別構成比	補正要是正率		
要是正	なし	あり			率	なし			あり	率
2005-	142	51	26.4%	19.3%	34	9	20.9%	36.1%		
1995-2004	176	190	51.9%	36.5%	25	11	30.6%	30.3%		
1985-1994	99	110	52.6%	20.9%	13	16	55.2%	24.4%		
1975-1984	107	127	54.3%	23.4%	6	5	45.5%	9.2%		
合計/平均	650	558	46.2%	100.0%	47.7%	79	43	35.2%	100.0%	37.3%

表 5.2-13 1975 年以降のデータによる集計と検定の結果（非常用照明）

	指摘あり	指摘なし	合計	指摘割合
特別目的事業体	41	78	119	37.3%
その他所有者	478	524	1,002	47.7%
合計	519	602	1,121	46.6%

χ^2 検定 確率 (p) = 0.006

表 5.2-14 特別目的事業体の年代構成補正後の検証結果（非常用照明）

	指摘あり	指摘なし	合計	指摘割合
特別目的事業体	44	75	119	34.5%
その他所有者	478	524	1,002	47.7%
合計	522	599	1,121	46.3%

χ^2 検定 確率 (p) = 0.032

5.2.5 所有者属性別の設備故障率の分布の比較検証

次に、要是正指摘のあった物件において、非常用照明の故障率（設置されている非常用照明の何パーセントが不点灯か）を所有者属性別に比較する。故障率が収集できた 512 物件の集計結果は、表 5.2-15

の通りである。比較においては築年数の影響が見えるように横軸を建築確認の年数、縦軸を故障率として図 5.2-2、図 5.2-3 に示す。また、相対度数の差を図 5.2-4 で示す。

表 5.2-15 所有者属性別の故障率のデータ（非常用照明）

	物件数	照明個数（平均）	故障率（平均）	最大値
特別目的事業体	33	112.9	7.1%	20.0%
その他所有者	479	68.2	15.2%	90.9%
合計/平均	512	71.1	11.7%	

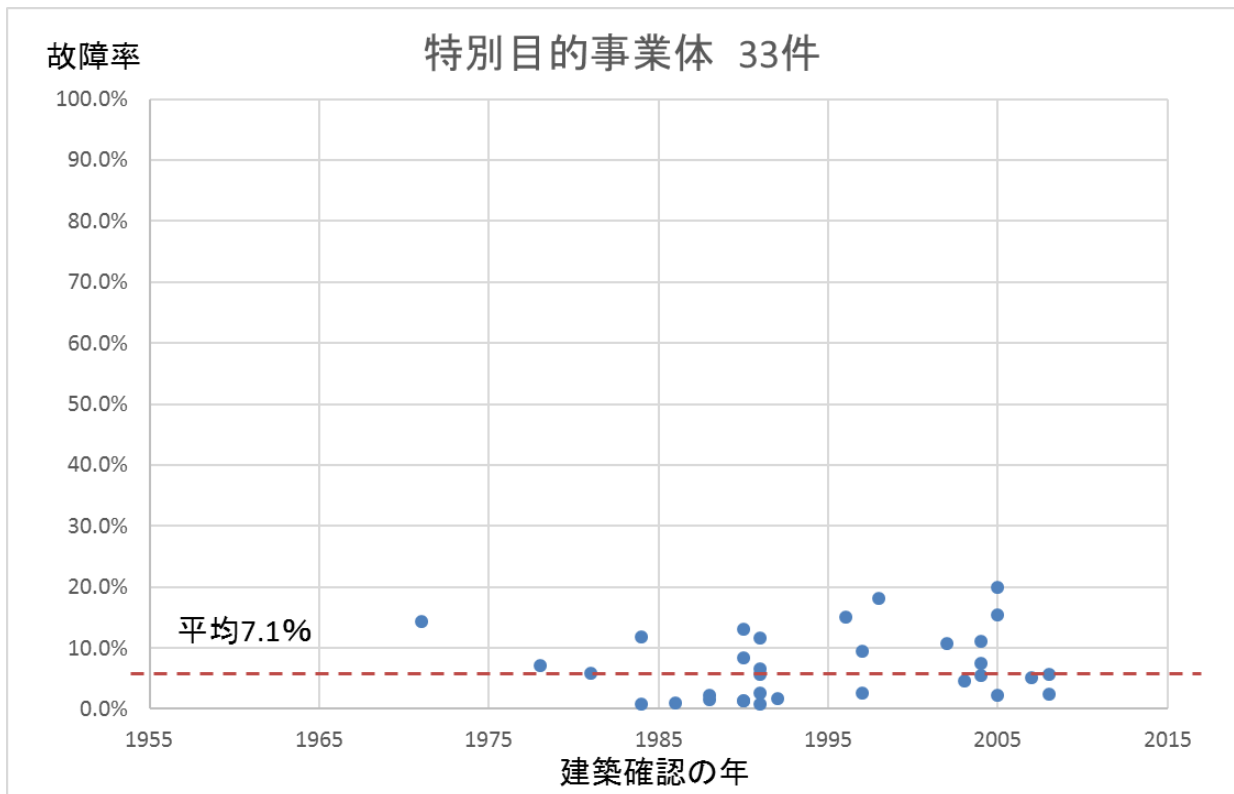


図 5.2-2 特別目的事業体の故障率分布（非常用照明）

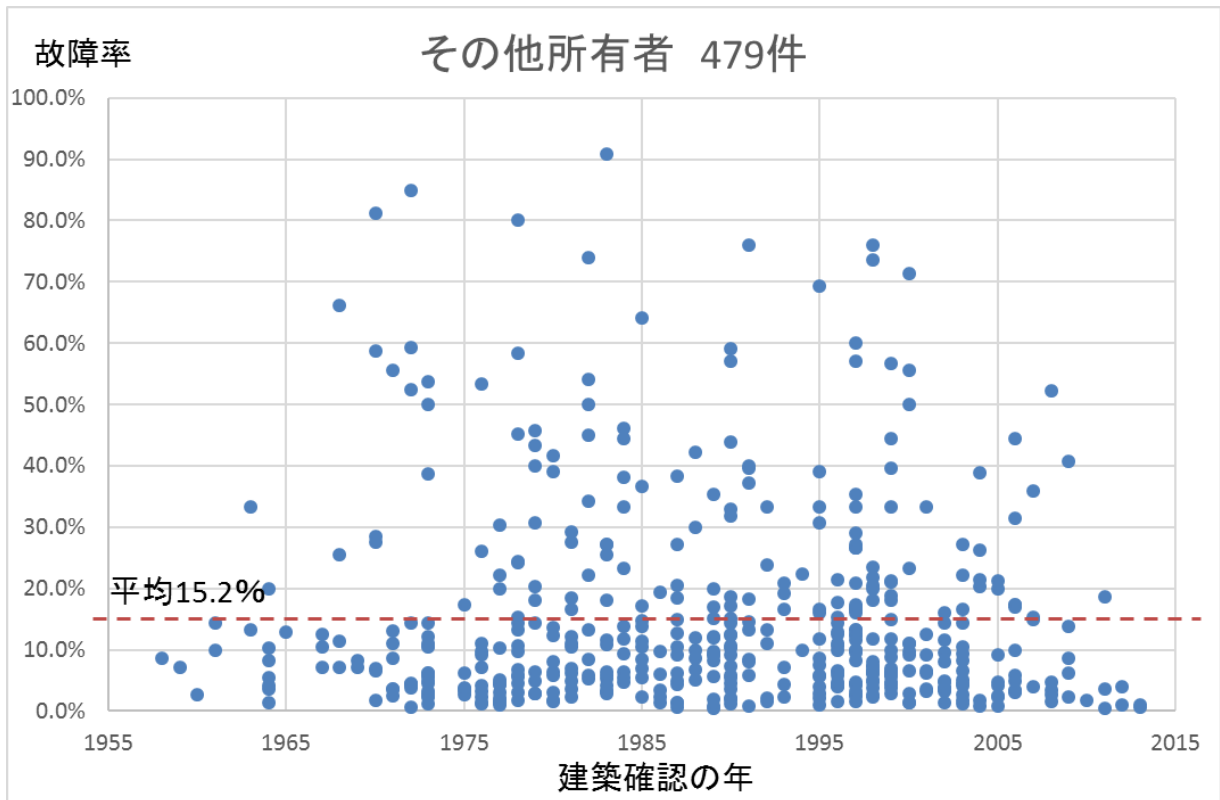


図 5.2-3 その他所有者の故障率分布（非常用照明）

図 5.2-2、5.2-3 において特別目的事業体とその他の所有者について非常用照明の故障率の分布を比較すると、特別目的事業体は故障率の平均がその他の所有者の半分以下であり、故障率 20%を上回る物件がなく、故障率のばらつきにかなり差がある特徴が分かる。特別目的事業体における維持管理態勢の整備が故障率の差となって表れていると考えられる。特別目的事業体のデータにおいては建築年代が古くなるほど故障率が高くなるという傾向は見えない。その他一般の所有者においては、10 年を超えたあたりから故障率 50%を上回る物件が増えているように見える。

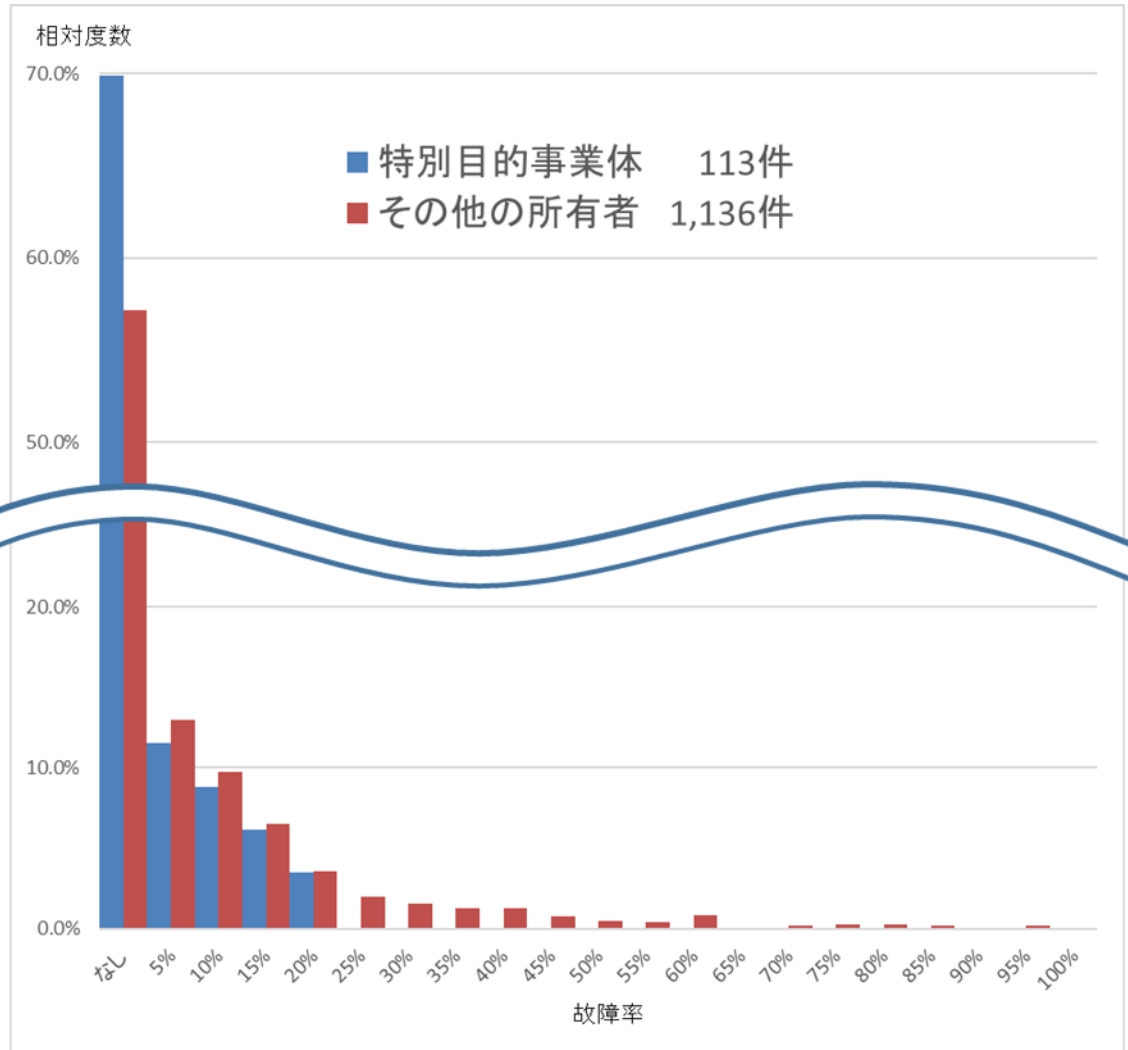


図 5.2-4 特別目的事業体とその他所有者の故障率の相対度数グラフ

図 5.2-4 は特別目的事業体とその他所有者の故障率分布を相対度数で比較したものである。特定目的事業体に比べて、その他一般の所有者はかなり高い故障率まですそ野が長い分布形状を示している。この比較はごく部分的な設備の維持管理についてはあるが、その他一般の所有者と比較して特別目的事業体は維持管理のレベルにばらつきが少ない傾向を示している。

次に建築確認の年代区分に分けて、特別目的事業体とその他所有者の故障率分布を比較する。図 5.2-5 から図 5.2-9 が示すように、その他所有者は故障率の年代区分が古くなるごとに、11.2%→14.6%→15.2%→16.6%→16.6%と故障率が上がっていくが、特別目的事業体は年代区分が古くなっても、8.5%→9.4%→4.5%→8.0%で故障率は上がっていかない。これらの違いは、建築設備の維持管理状況の差をよく表していると考えられる。

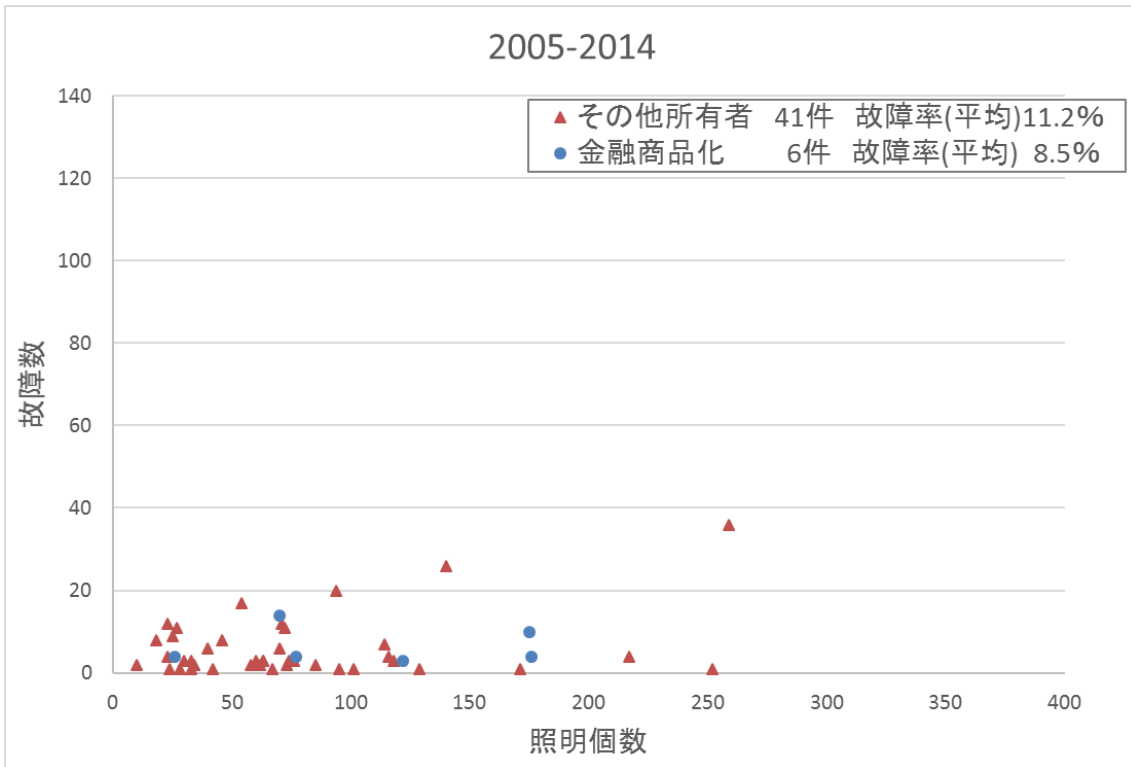


図 5.2-5 確認の年の区分ごとの故障率の比較 2005-2014 (非常用照明)

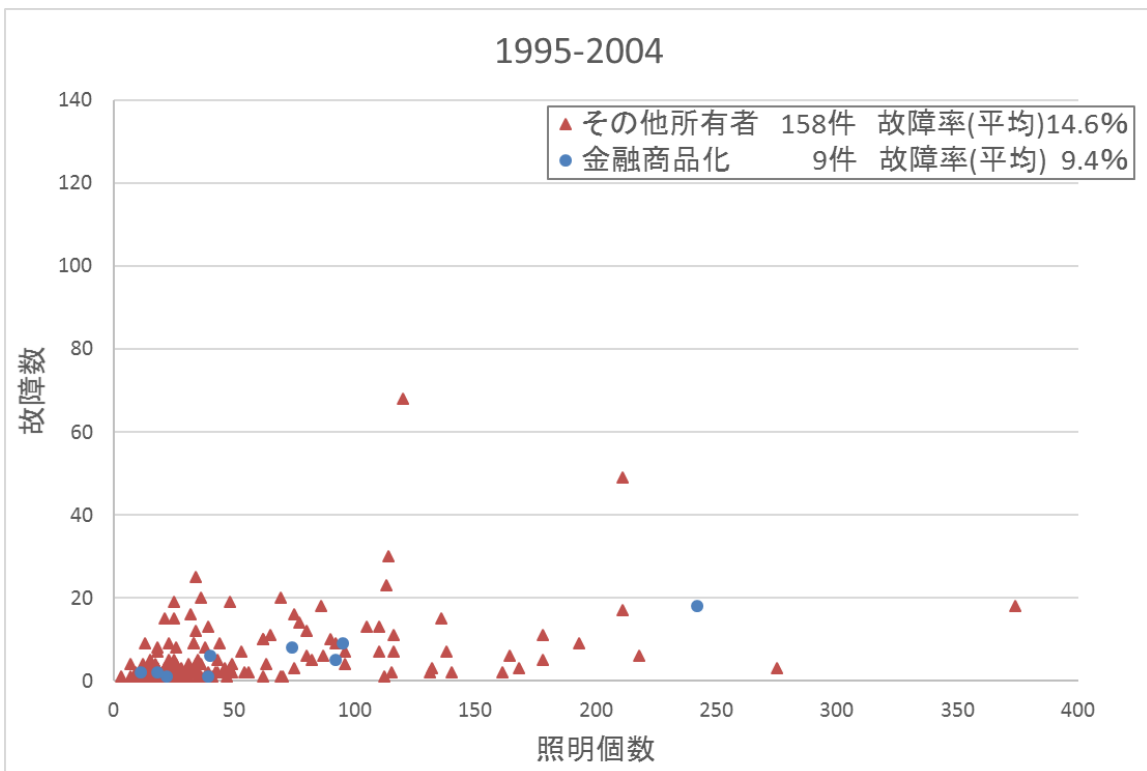


図 5.2-6 確認の年の区分ごとの故障率の比較 1995-2004 (非常用照明)

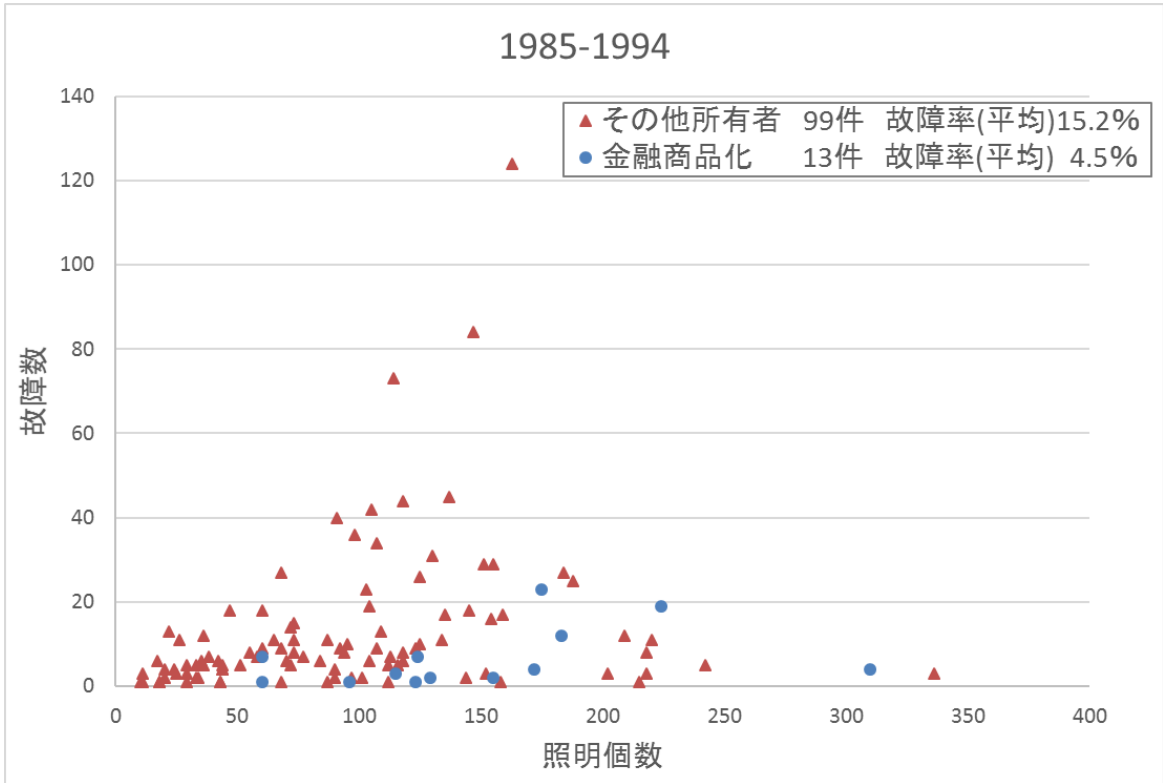


図 5.2-7 確認の年の区分ごとの故障率の比較 1985-1994 (非常用照明)

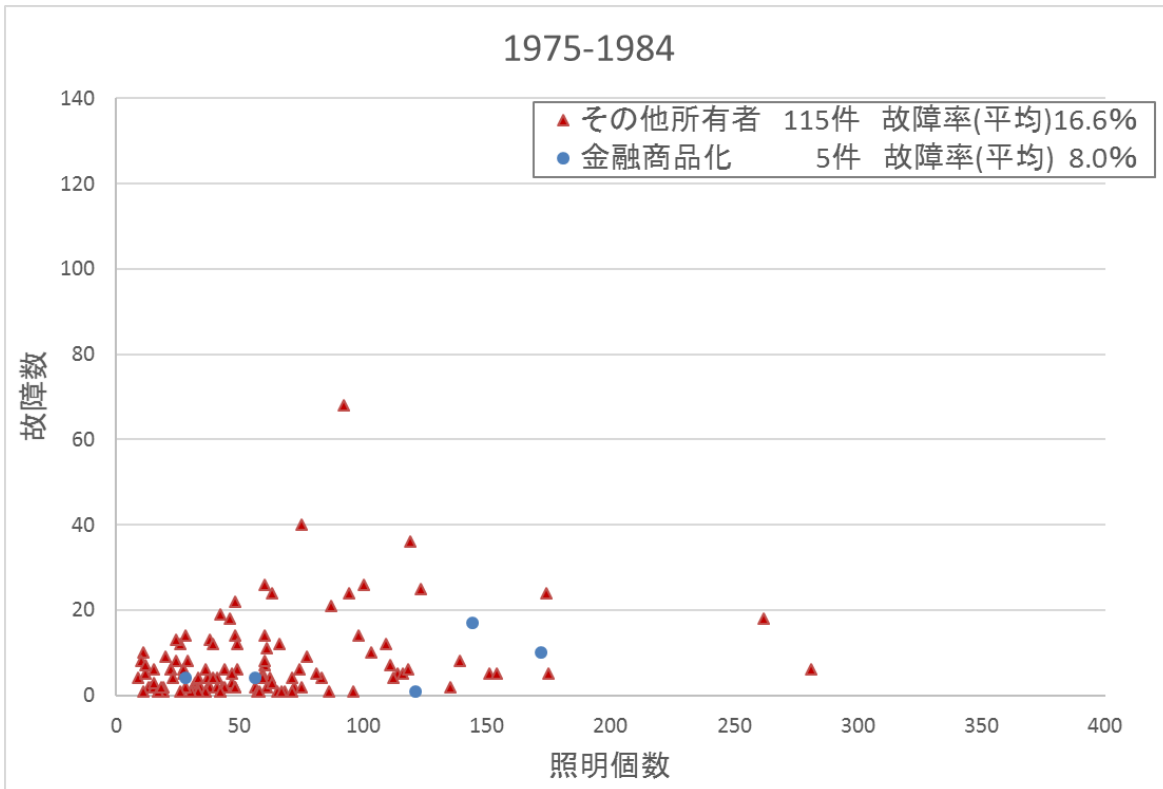


図 5.2-8 確認の年の区分ごとの故障率の比較 1975-1984 (非常用照明)

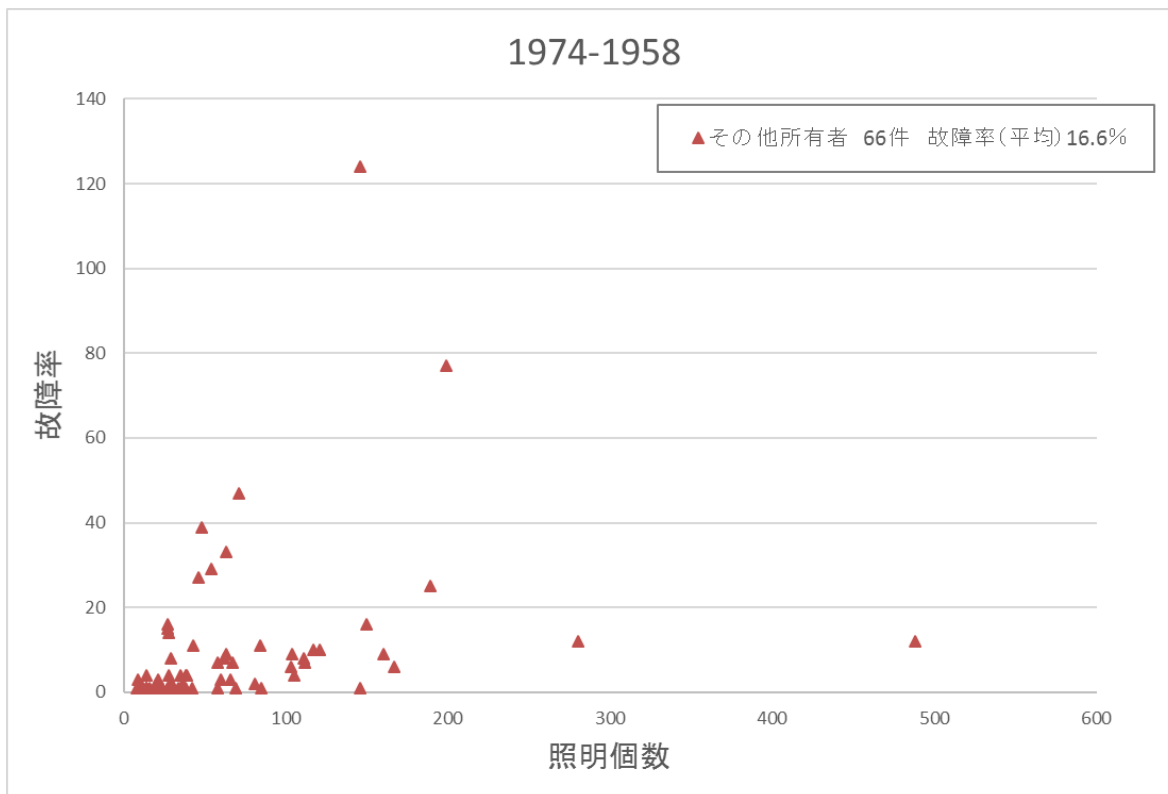


図 5.2-9 確認の年の区分ごとの故障率の比較 1958-1974（非常用照明）

5.2.6 特別目的事業体別の要是正指摘の参考比較

本論では不動産の金融証券化の集団とその他の一般の所有者の集団について、建築設備の維持管理状況の比較検討することを目的とし、特別目的事業体の種別の違いを比較検証することは対象外としてきた。将来の研究課題ではあるが、J リートの情報開示による影響を、その他の情報開示を行っていない特別目的事業体との比較することができれば、すべての取引関係者に対して同様に働いていると想定される金融監督当局による検査の影響と情報開示の影響を分離して、その差を明らかにできる可能性がある。本研究の特別目的事業体の識別方法では、そのような比較が難しい要因を以下に考察するとともに、仮に不動産金融化取引の金額的なデータから推察できることがあるかを確かめる目的で以下の考察を行う。まず、特別目的事業体の種類別に要是正指摘率を集計した結果を表 5.2-16 に示す。

本論で用いた所有者の法人形態による識別では、表 5.2-16 のイ) 信託とロ) 投資法人に以下のように複数の特別目的事業体が混在しているデータとなる。

イ) J リート、私募リート、特定目的会社、合同会社、特例有限会社

ロ) J リート、私募リート

情報開示の効果を比較するとすれば、J リートだけをイ) とロ) から識別することが必要となるが、所有者の法人形態では区別ができない。

まず、J リートが X 区内に投資している物件のデータは開示されていることから、J リートが X 区内に所有する物件を信託受益権、実物不動産の所有形態別に表 5.2-17 に集計した。J リートの X 区内の所有物件数は、イ)、ロ) を上回っていることから、J リートが X 区内に所有する建築物の一部には、定期

検査報告の対象となっていことがわかる。また、信託受益権の数が実物不動産の3倍以上あることを考えると、信託の中にJリートが多数含まれていることも類推できる。

次に、各特別目的事業体の市場規模（資産額）のデータから、資産規模に件数が比例すると仮定して、信託銀行名義の内のJリート比率を類推する。Jリートと私募リートの資産規模を比較すると、13.8兆円と1.4兆円で10倍近い差があるため、X区内の物件数の比も同程度だと仮定すると、ロ)の内Jリートが約9割となる。資産流動化信託30.8兆円の内訳（表2.1-2）では、Jリートとその他の特別目的事業体の資産規模には10.9兆円と19.9兆円で倍近い差がある。仮にX区内の件数の比率を同程度と仮定すると、イ)の内訳はJリートが1/3程度と推計される。

この仮定の下、情報開示をしているJリートがその他の特別目的事業体よりも要是正指摘率が小さければ、ロ)が最も低い要是正指摘率となる。非常用照明ではそれと一致する傾向がみられるが、機械排煙設備では逆の傾向がみられる。結果としては傾向を特徴付けることはできなかった。さらにデータの蓄積を進めた上で、識別の精度も上げる工夫を加えて検証をする必要がある。

表 5.2-16 ヴィークル属性別の要是正指摘を受けた建築物の件数の比較表

機械排煙設備					非常用照明				
特別目的事業体の種別	要是正指摘		合計	指摘率	特別目的事業体の種別	要是正指摘		合計	指摘率
	あり	なし				あり	なし		
イ) 信託	5	24	29	17.2%	イ) 信託	30	55	85	35.3%
ロ) 投資法人	2	6	8	25.0%	ロ) 投資法人	7	17	24	29.2%
ハ) 特定目的会社	0	7	7	0.0%	ハ) 特定目的会社	4	4	8	50.0%
ニ) 合同会社	0	1	1	0.0%	ニ) 合同会社	2	3	5	40.0%
合計	7	38	45	15.6%	合計	43	79	122	35.2%

表 5.3-17 JリートがX区内に所有する物件数（10,000㎡以下、平成27年3月までに取得分）

所有の形態	信託受益権	109
		実物不動産
	合計	140

5.3 第5章のまとめ

第2章で考察した法人形態による識別法により、建築設備定期検査報告書に記載された所有者名から、特別目的事業体とその他一般の所有者を識別した後に、不動産金融商品化で用いられる特別目的事業体とその他一般の所有者の建築物の要是正指摘の差を比較した結果、特別目的事業体の方が要是正指摘の頻度が少ないという結果を得られた。要是正物件の比率の差は非常用照明においてより顕著であった。非常用照明の故障率を比較すると、特別目的事業体の故障率が平均も低くばらつきも少ないことが分かった。機械排煙設備については、特別目的事業体の方が要是正の頻度が少ないが、データ数が十分には集まらなかったことにより、非常用照明設備ほど差が明確にできなかったためさらなるデータの蓄積が必要である。

これらの結果は、一部の建築設備の維持管理状態についての比較検証の範囲ではあるものの、特別目的事業体について、その他一般の所有者との比較で、要是正指摘の頻度の少ない維持管理状態が保たれている結果と考えられる。第4章での考察と同様に、不動産金融商品化の取引関係者において審査・管理運用態勢がある程度整備された効果と推察することに合理性があると考ええる。

なお、第4章のJリートの物件取得時の指摘の集計結果においては、非常用照明の指摘件数よりも排煙設備の指摘件数が約3倍の件数であったが、建築設備定期検査報告の調査において、非常用照明の要是正指摘件数は排煙設備の約10倍の件数である実態とは逆の傾向を示していることが分かった。これはそれぞれの設備の設置比率の差に加えて、設備故障の是正の容易さの差が表れた結果ではないかと推察される。第4章の調査においては、取得物件に火災安全に関する適法性の瑕疵の指摘の割合が多いこと及びその是正状況を示したが、第5章の建築設備も火災安全に関する設備であり、特別目的事業体の維持管理における適法性の確保が、安全性の確保に寄与することを示唆する結果と考える。なお、第4章、第5章の比較により、情報開示を行っているJリートの存在も、特別目的事業体とその他一般の所有者との差を生む要因であると推察されるが、本論の比較手法においては情報開示の要因分別して定量的に比較することはできていない。

参考文献

- 1) 一般社団法人不動産証券化協会：不動産証券化ハンドブック 2015, 2015.7.31
- 2) 国土交通省：平成 26 年度 不動産証券化の実態調査, 2015.5.29,
www.mlit.go.jp/common/001090774.pdf
- 3) 一般社団法人不動産証券化協会：私募リート・クォーターリー (2015 年 12 月末) , 2016.2.29,
https://www.ares.or.jp/investigation/pdf/shibo_201512.pdf

第 6 章

総括

6.1 各章から得られた知見

第 1 章では、研究の背景と目的、本論の構成を記すとともに、本論で研究対象とした不動産金融商品化に関連する既往の研究との関連について整理した。

第 2 章では、不動産の金融商品化の仕組みの法的・経済的な特徴を考察するとともに、国内取引市場の拡大の様子、海外市場からの国内への投資の状況を調査した。不動産金融商品化向けの融資金額や不動産信託受託金額の調査では、金融監督当局の検査が関心を示す理由を考察し、第 3 章の分析につなげた。自主規制ルールと J リート情報開示についての分析は、第 4 章の金融商品化とその他一般の所有者の建築物の適法な維持管理の比較のための資料となる。海外リート市場の開示情報調査では、J リートのような建築物の適法な維持維持管理に係る情報が得られないことが分かった。第 5 章における建築設備定の維持管理状況の比較検証に用いるため、所有者の法人形態名称を利用して一般の不動産所有者と特別目的事業体別を識別する方法につき考察した。

第 3 章では、金融監督当局の立ち入り検査に係る開示資料を用いて、不動産金融商品の関係当事者の適法性に瑕疵のある建築物の審査・運用管理態勢の状況を把握した。過去 11 年間の検査関連資料の調査により、検査の指摘事例、行政処分は、不動産金融商品化に係る、融資銀行・信託受託者・資産運用会社の多岐にわたっている様子が明らかになり、当局の監督は取引関係者全体に及んでいると推察される。平成 24 検査事務年度以降の 3 年間は検査指摘事例の該当がないことから、取引関係者の審査・運用管理体制の整備がある程度整った表れとしとして、第 4 章、第 5 章での検証結果と対比する。

第 4 章では、J リートの開示情報から、平成 28 年 3 月までに取得した 3,706 件の建築物の内、206 物件（指摘は 274 件）に建築物の適法性の瑕疵に難する指摘があったことを示した。これらのデータは、情報の性質により指摘内容を定量的に分析するには十分なものではないが、火災安全に関わる指摘の割合が多い状況が把握できた。J リートは、物件取得後に必要となる是正などの対処を実施している様子が把握できた。

取得先の属性別の指摘状況の比較では、特別目的事業体に J リート自身が含まれないデータによる比較となるが、指摘内容の分類には関わらず特別目的事業体の方がその他一般の所有者よりも指摘の割合が低いという調査結果が得られた。指摘の時系列の変化では、 χ^2 検定の結果で、2011 年までのデータの比較では優位な差が見られないが、2012 年以降のデータの比較では優位な差が出ている。第 3 章で平成 24 事務年度以降の建築物の違法性に関わる検査指摘事例の掲載が見られなくなったことと歩調を合わせて、2012 年以降の物件取得においては特別目的事業体からの取得の方が指摘割合が低い状況が示された。

第 5 章では、建築設備定期検査における要是正状況の差を比較することで、J リートの取得時に見られた両者の違いが、限られた建築設備の範囲ではあるが、機械排煙設備と非常用照明設備の維持管理状況の差としても表れることを示した。どちらの設備についても、特別目的事業体の方が要是正指摘割合

が少ないという結果を得たが、その傾向は非常用照明に、より顕著にあらわれた。非常用照明の故障率の比較においては、特別目的事業体の故障率が、平均も低くばらつきも少ない状況を示した。機械排煙設備については、傾向としては特別目的事業体の方が要是正の頻度が少ないが、データ数が十分には集まらなかったため、比較検証のためにさらなるデータの蓄積が必要である。

6.2 本研究の結論と今後の課題

本論では、不動産の金融商品化が、建築物の安全性に与える影響の一旦を明らかにすることを目的に、その基礎的な研究として、建築物の維持管理の適法性に、特別目的事業体とその他一般の所有者において差があるかを比較検証した。

本研究における、不動産の金融商品化が建築物の安全性に与える影響の考察の結論としては、建築物の維持管理のごく限られた部分を対象にした検証結果に基づくものではあるが、第3章における金融監督当局の検査指摘の減少、第4章における建築物の適法性の瑕疵の指摘の推移、第5章の建築設備における要是正状況の差は、金融商品化された建築物がその他一般の建築物の集団よりも建築物の適法な維持管理の確実性の高い集団であることを示唆するものであり、適法な維持管理を通じて安全性の維持に寄与する影響があると結論付ける。

本研究のテーマである不動産金融商品化された建築物の安全性への影響は、比較データの収集においても、安全性を比較する方法においても、定量的に分析を行うことが極めて難しい研究対象である。本研究は極めて初歩的なものではあるが、その視点で取り組んだ初めての研究であるため、今後分析を深めていく上での課題が多い。以下に、いくつかの課題を記述する。

Jリートにおける取引情報の開示は、金融市場での監視・比較を通じて建築物の適法な維持管理に働きかける効果が大いと考えられるが、データの制約上、情報開示の有無による比較検証を行うことができなかった。さまざまな情報を開示することの差を示す意味は大いと考えられるので、比較検証を深める上で今後の情報収集方法に関する課題となる。特別目的事業体とその他一般の所有者の建築物の適法な維持管理の差の検証に用いた、Jリートの開示情報と建築設備定期検査報告のデータは、データの量の蓄積が今後の課題となる。金融監督当局の指摘事例データは、金融機関に共通する問題点を新たに当局が示すことがないか、継続的に調査を続ける必要がある。建築設備定期検査報告のデータは単年度のデータであるため、継続的に比較可能なデータを蓄積し、より詳細な差の分析を行うことが望まれる。調査対象とする設備についても、消防設備の定期検査などへ対象を広げて検証を進められることが望ましく、データ収集の幅を広げることが今後比較検証を深める上で課題となる。

不動産金融商品化商品であろうと実物不動産であろうと、物の価値や評価は相対的な比較で判断されるものである。この比較を可能にするには情報開示が欠かせない。Jリートを筆頭に不動産金融商品化の拡大によって、不動産投資が金融商品投資と比較・評価されるようになった。建築物の安全性に関して、それを支える技術、建築設備やその維持管理に係る情報開示を進めることで、比較され良い選択をされることが安全性の向上に寄与するが、金融商品化市場はその比較・選択の場を提供する意味でさまざまな影響を与える可能性がある。

不動産の金融商品化市場が拡大し今後社会的重要度を増していくことが見込まれる状況において、不動産の金融商品化は年々市場拡大を続け、投資対象とする資産も病院やインフラ施設、公共の所有する不動産に範囲を広げている。平成 28 年 3 月国土交通省が発表した「不動産投資市場の成長戦略」では「2020 年頃に REIT 等の資産総額を約 30 兆円に倍増」との成長目標が表明され、今後一層の拡大が見込まれる。不動産の金融商品化スキームの特徴である、他人（投資家）の資金を集めて他人（特別な事業体名義）の不動産で運用するという仕組みをにおいて、委託を受けた取引関係者が、適法な維持管理を行うという義務以上の水準をこえて、より高い安全性を実現するようにするには、どのような仕組みが必要なのかを長い目を見た将来に向けての課題として考えたい。本論は、まだまだ入り口の段階の研究ではあり、本論で積み残した課題を一步步摘み取っていけるように一層研究を深めたい。

謝辞

まずは、学生時代のみならず社会人となって長らく金融関連の異業種におりました際も含めて、もさまざま場でご指導を頂いた東京理科大学の辻本誠教授に深く感謝いたします。東京理科大学の松原美之教授、河野守教授、松山賢教授、関澤愛教授、それから広島大学の平野吉信教授には、本論を纏めるにあたり多くのご助言を頂き、感謝しております。黄表紙をまとめる際には、水野雅之准教授にご助言を頂きましたことを感謝いたします。西田幸夫先生にはゼミで数多くのご助言と励ましを頂きましたことに感謝いたします。東京理科大学国際火災科学研究科に在籍し、本論を纏めることができましたことを、本学の関係者の皆様に感謝しますとともに、この貴重な体験と学んだ多くのことを、生涯の研究活動に活かしてまいります。

2016年7月 竹之内哲次