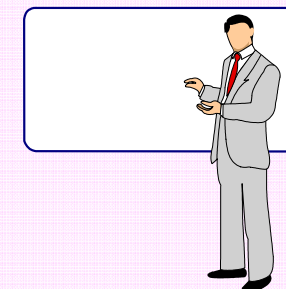


基本的な考え方

(1) 不動産が他の投資商品と異なる固有のリスク特性を有することに鑑みれば、投資家が不動産のリスク特性を十分に理解しているプロ投資家なのか、又はそうとは言えないアマ投資家なのかによって情報開示・説明のあり方を考えるべきではないか。

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



(2) また、投資スキーム商品の組成と商品販売の仕方に応じて、当該投資スキーム商品が、予め特定された少数の投資家に向けて販売されたり、流通性のない商品として販売されたりする場合と、不特定多数の投資家に向けて商品がパッケージ化されて大量に販売される場合とに分けられる。

この場合、不動産投資を営む営業者と投資家との関係は、前者が個別性の強い相対契約当事者間の関係に近いものとなる一方、後者は、規格化された同一の商品を大量に製造・販売する業者と購入者との関係に近いものとなる。両者の違いに応じて情報開示・説明のあり方を考えるべきではないか。

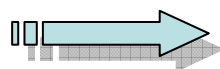
(3) 以上の二つの軸に応じて、不動産投資市場を大きく4つの市場領域に分け、それぞれ投資家への情報開示・説明のあり方を検討すべきではないか。

領域別不動産投資市場の概況 その1

投資家分類 商品分類	アマチュア	プロ
<div style="border: 1px solid black; padding: 2px; width: fit-content;">流通性の低い商品</div> <div style="margin-left: 10px;">又は</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; width: fit-content;">投資家のニーズに応じてオーダーメイドで販売される商品(相対)</div>	<p><1></p> <p>相対取引ではあるが、情報格差が存在しうる市場</p>	<p><2></p> <p>プロ間の自由な相対取引が行われる市場</p>
<div style="border: 1px solid black; padding: 2px; width: fit-content;">流通性の高い商品</div> <div style="margin-left: 10px;">かつ、</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; width: fit-content;">多数の投資家向けにパッケージ化されて販売され、</div>	<p><3></p>	<p><4></p>
<div style="border: 1px solid black; padding: 10px; width: 80%; margin: 0 auto;"> <p>上場市場を通じた活発な商品流通のある市場</p> </div>		

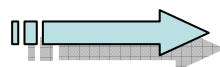
領域別不動産投資市場の概況 その2

<1>の市場領域



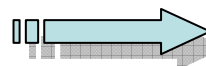
- 実物不動産の取引を投資対象とした不動産特定共同事業法に基づく商品が個人投資家向けに販売されている。(平成16年度末時点で累計1兆700億円)(→参考1)
- 不動産特定共同事業法に基づく商品に関する一般投資家の被害はない。
- なお、消費者生活センター等への相談事例として不動産投資をかたった詐欺が年数件ある。(→参考2)

<2>の市場領域



受益権を投資対象とした私募ファンドに対する匿名組合契約出資持分(YK-TKスキームを用いた商品)(→参考3)や資産流動化法に基づくTMK(特定目的会社)(→参考4)の優先出資証券などがプロ投資家向けに販売されている。(平成16年度末時点でそれぞれ、累計12兆3,600円、累計4兆2,700億円)

<3>及び<4>の市場領域



- 投資信託及び投資法人に関する法律に基づくJリート(投資法人)の投資口が上場市場を通じて販売されている。(→参考5)
- 平成17年10月末時点で、26銘柄、時価総額は2兆6,000億円、Jリートの保有する不動産は取得価額ベースで3兆200億円の規模。
- また、最近では、Jリートのファンドオブファンズが時価総額3,000億円の規模になっている。(→参考6)

情報開示・説明のあり方を検討する際に考慮すべき視点

- 投資対象不動産 — 実物不動産か信託受益権かによって情報開示・説明のあり方はどのように異なるのか。
 - ・流動性の度合の違い
 - ・スキームの複雑さの違い
- 情報開示・説明の内容 — 開示説明を義務付けるべき項目の範囲はどこまでか。
- “ ” の方法 — 領域ごとに相応しい方法は何か。
 - ・投資家への相対による直接説明
 - ・投資家への書面の個別直接開示
 - ・公衆縦覧型の開示
- “ ” の主体 — 情報開示・説明の責任を負うべき者は誰とすべきか。多様な専門能力が必要とされる不動産投資の場合、どのような責任システムが必要か。
～「方法」の違いに応じて
- “ ” の時期 — 投資判断時や運用時など取引の各段階における適切な情報開示・説明の在り方は何か。
- 情報開示・説明が適切になされなかったため、発生するトラブルに対する対応策はどうあるべきか。(行政・刑事・民事上の手段、ADR、保証金、投資家に対する啓発) 投資商品全般に共通する対応等に加えて不動産固有の対応策があるか。



市場領域ごとに当てはまる不動産投資スキーム

投資家分類		アマチュア	プロ
商品分類			
流通性の低い商品 又は	投資家のニーズに応じてオーダーメイドで販売される商品(相対)	<p><1></p> <ul style="list-style-type: none"> ・実物不動産ファンド [不動産特定共同事業法] (・信託受益権ファンド) [—] (・実物+信託受益権ファンド) [—] 	<p><2></p> <ul style="list-style-type: none"> ・実物不動産ファンド [資産流動化法] ・信託受益権ファンド [YK-TK] (・実物+信託受益権ファンド) [資産流動化法]
流通性の高い商品 かつ、	多数の投資家向けにパッケージ化されて販売され、	<p><3></p>	<p><4></p>
		<ul style="list-style-type: none"> ・実物不動産ファンド [投資法人法] ・信託受益権ファンド [投資法人法] ・実物+信託受益権ファンド [投資法人法] 	

投資家の属性及び投資商品の特征に応じた投資家保護の考え方について

1. 一般投資家向けの流通性のない市場(<1>の市場領域)

投資家から見た市場領域の特性

- 解約しない限り、契約期間が満了するまで、投資家は商品を持ち切る。このため、不動産投資にかかるリスクとリターンは、契約締結後も投資家にとって重要関心事。
- 不動産投資リスクに関し、不動産投資を営む事業者と投資家との間に情報格差が存在。

市場領域特性を踏まえた対応の基本的考え方(案)

- 一般投資家と事業者との間に存在する情報格差(情報の非対称性)を是正する視点から措置を講ずべきではないか。

[具体的論点]

①一般投資家と事業者との関係が基本的に相対であることを踏まえると、投資家への直接説明が適当であると考えがどうか。

②説明責任を担うべき主体としては、当該不動産及び不動産投資スキームの組成について十分な知識を有する者(事業者など)が適当と考えるがどうか。特にファンド型のスキームのように関係主体が複数にわたる場合はどう考えるか。

③一般投資家が商品の製造プロセスに直接関与しないことを踏まえれば、投資判断をする時点（契約締結前）における説明を義務付けるべきであると考えられるかどうか。

④また、投資期間中においても、対象資産の運用状況（資産の管理状況、資産の入れ替え等）について、投資家の求めに応じ、又は、適時・定期的に説明を行うことを事業者に義務付けるべきであると考えられるかどうか。

⑤一般投資家から見て的確な投資判断を行うために必要な情報とは何か。一般投資家としては、情報の量が多すぎるとかえって的確な投資判断ができないとの考え方があるが、これについてどう考えるか。

⑥以上の観点から現行の実物不動産に対する投資スキーム（不動産特定共同事業）について何か検討を加えるべき点はあるか。
（→参考7 不動産特定共同事業法における一般投資家保護の枠組み）

投資家の属性及び投資商品の特徴に応じた投資家保護の考え方について

2. プロ投資家向けのオーダーメイド型商品について(<2>の市場領域)

投資家から見た市場領域の特性

- 不動産投資を営む事業者と投資家が共同で商品設計を行う。このため、流通性は低いものの、不動産投資リスクについての事業者・投資家間の情報格差はほとんどない。
- 投資家は不動産投資についての専門的知識・経験を有しているため、投資商品の流通市場はないものの、個々の商品ごとの投資リスクを判断することができる。

市場領域特性を踏まえた対応の基本的考え方(案)

- 不動産投資の専門的知識や経験を有する投資家については、自由な商品の開発を促進する観点から、投資判断時・投資期間中ともに情報開示や運用状況の説明については、当事者間で自由に取り決めることができるようにしてはどうか。

(→ 次頁 証券取引法における適格機関投資家等に対する運用除外措置)



証券取引法における適格機関投資家等に対する適用除外措置

YK-TKスキームの匿名組合出資持分、TMKスキームの優先出資証券については、その勧誘の相手方が適格機関投資家である場合には、投資資産である不動産に関する開示項目を定める有価証券届出書の届出義務は適用除外とされている。

※適格機関投資家とは、有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験を有する者として内閣府令で定める者をいう。(証券取引法第2条第3項第1号)(→参考8 投資のプロの定義)

(証券取引法における公募・私募の概念) ※この表において、プロとは「適格機関投資家」を指す。

属性基準 人数基準		50名未満の者を勧誘する場合		50名以上の者を勧誘する場合
		多数の者に譲渡されるおそれが少ない場合	左記以外の場合	
プロを勧誘する場合	プロ以外に譲渡されるおそれが少ない場合	プロ私募		
	上記以外の場合	少人数私募	公募(募集)	
プロ以外の者も勧誘する場合				

[具体的論点]

(1) 情報開示と説明のあり方について

① 不動産投資のプロとは、具体的にはどのような主体を意味するものと考えればよいか。また、プロとアマチュアの境界を設定する際に、一義的な判断基準に加えて自己申告によってプロ宣言したアマチュアをプロとして幅広く認めるという考え方があるが、これについてどう考えるか。

(→ 参考8 投資のプロの定義)

② 不動産固有のリスク特性を熟知したプロ投資家として、投資スキームの組成に自ら携わりつつ、投資すべきか否かの確に判断し得るために必要となる情報は何か。また、それらの情報の入手・分析を円滑に行う上で投資家から見て必要な法的枠組みはあるか。

(→ 参考9 商品開発フロー図)

(2)不動産の運用時の説明のあり方について

① 不動産固有のリスク特性を熟知したプロ投資家として、自ら投資スキームの組成に携わった商品の運用状況を的確に把握するために必要となる情報は何か。また、それらの情報の入手・分析を円滑に行う上で、投資家から見て必要な法的枠組みはあるか。

② 不動産特定共同事業法においては、プロ投資家向けの場合でも投資期間中の運用状況の説明は、投資家の求めに応じて随時行うことを事業者が義務付けているが、これについてどう考えるか。また、＜2＞の市場領域における取扱いについてどう考えるか。

(3)転売される場合の考え方について

① この類型の商品が流通性の低いプロ向けの商品であることを前提にすれば、他のプロに対して譲渡される場合も、情報開示・説明についてP. 8の基本的考え方の通りでよいか。

② プロ以外の投資家への譲渡については、現在YK-TKスキームのみなし有価証券においてもSPCの優先出資証券においても、プロ私募の適用にあたってはプロ以外への譲渡が禁止されているが、このままの取扱いで良いと思うが、どうか。

(→参考10 商品の転売、譲渡について)

投資家の属性及び投資商品の特征に応じた投資家保護の考え方について

3. 多数の投資家向けに販売され、流動性の高い商品について(<3><4>の市場領域)

投資家からみた市場領域の特性

- 上場株式と同様、予めパッケージ化された商品(投資証券)が大量に市場に供給され、かつ、流通している。
- 投資対象不動産自体に流動性はないものの、投資証券の購入、売却により、投資市場への参入・退出が容易。



市場領域特性を踏まえた対応の基本的考え方(案)

- パッケージ化された商品が、流通市場を通じて自由に取引されることを前提とすれば、市場を通じた十分な情報開示を担保することにより、プロ・アマ問わず市場の自己規律に基づく投資家保護の枠組みを整備し、規制することが適当ではないか。

[具体的論点]

情報開示のあり方について

現在のJリートについての開示項目は、参考資料12の表のとおり不動産固有のリスクについて網羅していると思われるがどうか。(→参考12 投資対象不動産に係る情報開示事項)