

第4回部会における論点整理について

不動産投資商品についての開示・説明項目について資料4—1	1
開示内容の信頼性(デューデリジェンスの適正化)について資料4—2	8
不動産投資商品についての運用に関する責任について資料4—3	12
その他の論点について資料4—4	16

不動産投資商品についての開示・説明項目について

＜中間整理(抜粋)＞

「不動産投資においては、情報開示すべき項目として次のような説明項目があげられる。

まず、投資判断時の主な開示項目としては、

- ・物件の性状、権利関係についての瑕疵の存否
- ・トラックレコード、レントロールに基づく収益予測 等がある。

次に、物件の運用時における主な開示項目としては、

- ・建物の管理状況
- ・稼働率 等があげられる。

これらは、不動産投資に共通するリスク項目であり、先に述べたとおり、商品特性や投資スキームの違いによって、開示項目に差異が生ずるものではない。(不動産投資には限らないが、投資スキームによって、投資家の責任が有限となるか、無限となるかは、重要なリスク項目である。)

さらに、開発型不動産投資においては、より綿密な市場動向調査による収益予測、明確な出口(物件売却)戦略が求められる。

また、例えば、アスベストや耐震診断のように、その時々社会情勢によって投資家の関心を集めるリスク項目も変わり得るので、社会情勢の変化に応じた開示項目をどうするか検討すべきとの指摘がある。

なお、開示項目が多すぎると投資家保護の実効がかえって上がらなくなることが懸念される。このため、情報開示項目の設定と併せて開示基準を明確化することが必要である。例えば、Jリートの場合、開示項目の設定については、法律レベルでの開示規定以外に業界団体等が独自に設定したガイドラインが定められている。(東京証券取引所「上場基準」、投資信託協会「目論見書の作成に当たってのガイドライン」)その他の投資商品も含め、このような開示基準の在り方については、あらためて検討する必要がある。」

＜第4回部会で示した論点例＞

- ① 典型的な不動産投資商品の情報開示内容は、必要かつ十分と言えるか。
 - ・不動産特定共同事業(契約前説明の内容、運用報告書の内容)
 - ・Jリート(有価証券届出書・有価証券報告書の内容、運用報告書の内容、適時開示情報の内容)
 - ・TMK(有価証券届出書・有価証券報告書の内容、営業報告書の内容)
 - ・YKTK(有価証券届出書・有価証券報告書の内容)
- ② Jリーートの自主開示等の内容にはいかなるものがあり、それをどう評価するのか。また、流動性のない投資商品の自主開示はどうあるべきか。

<第4回部会での委員発言を踏まえた論点>

(①について)

論点1 不動産投資商品ごとに開示項目は少しずつ異なっている。例えば、実物不動産を投資対象とする不動産特定共同事業契約には独自の書面交付義務があるが、その項目は通常の投資商品と相当程度異なっている。最終的な投資対象が同じ現物不動産であるという特性から、共通した開示項目にする努力があってもよいのではないか。

論点1-2 不動産の設備やホテル運営を対象とする匿名組合出資持分は、実質的な投資対象が不動産であるものの、現行証券取引法による規制が適用されないため、そもそも情報開示による規制が適用されない。これについてどう考えるか。

論点2 アスベスト、PCB、土壌汚染などの不動産固有の情報についてどこまで開示するのか、法的には何らの基準もないが、これについてどう考えるか。

論点3 開示義務に違反した場合の効果と責任について、どう考えるか。例えば対象不動産について建築基準法違反の問題があとで判明した時に誰がどの程度責任を負うのか。

(②について)

論点4 Jリートの詳細な自主開示(適時開示・決算短信)は、不動産市場の透明性や調査研究を進める上でメリットが大きいですが、目論見書や決算短信等は、専門家でないと十分理解できない。このため、一般投資家向けにこれらをわかりやすく簡素化し又は加工する作業が必要ではないか。

論点5 同じ公募型投資商品の中でも、取引所に上場されない非上場ファンド商品には自主開示ルールが適用されないため、Jリートに比べて個別物件やポートフォリオに関する継続情報開示が立ち後れている。特に、ブラインドプールで資産を運用する公募非上場ファンドは、有価証券届出書によって投資方針が明らかにされるものの、投資対象不動産やポートフォリオについて、具体的な情報が開示されないため、一般投資家向けには、開示内容が不十分であるが、これについてどう考えるか。

論点5-2 上記ギャップにかんがみ、公募型商品の継続情報開示に関する法的な規制を強化することが必要であるという意見があるが、これについてどのように考えるか。

論点6 私募型投資商品については、そもそも証券取引法に基づく開示規制が適用されないため、当該投資商品取引に係る業法に基づいて取引の相手方に対する情報開示が行われる。このような観点から情報開示の現状についてどのように考えるか。

論点6-2 法的な開示規制の及ばないプロの範囲について、どのように考えるか。不動産投資のプロの範囲は一律に確定し得るものか。それとも、販売される商品のリスクに応じて異なり得る相対的なものか。

<検討に当たっての考え方>

I 不動産投資商品についての開示・説明項目について

1 不動産投資商品の情報提供内容の共通化について(論点1)

不動産投資商品の購入者に対する情報提供方法としては、証券取引法の開示規制に基づくものと、個別の業規制に基づくものに大別される。(参考資料 4-1-1:不動産投資商品における情報提供についての各種法律の適用関係)

(1)Jリートの情報提供について

<開示規制>

Jリート¹の投資証券は、有価証券として証券取引法の開示規制が適用され、証券発行時(公募時)に、有価証券届出書の公衆縦覧(証取法 § 5、§ 25)と目論見書の投資家への直接交付(証取法 § 15②)が行われる。

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

さらに、投資信託及び投資法人に関する法律に基づき、流通段階の情報提供として、資産運用報告書が直接投資家に対し交付される(投信法 § 131③、⑤)こととなっているところである。

これらの提供情報のうち、法定の開示書類である「有価証券届出書」「目論見書」「有価証券報告書」の具体的記載内容は、「特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令」において定められており、投資対象不動産の情報に関する内容は同一である。

また、流通市場において証券取引所のルールとして定められているJリートの上場基準においては、適時開示の基準として、不動産に生じた偶発的事象に起因する損害の発生(損害見込額が純資産総額の3%以上と見込まれる場合)その他不動産に関する重要な事実であって投資者の判断に著しい影響を及ぼすものについては、直ちにその内容を開示しなければならないとされているところである。(参考資料 4-1-5:不動産投資信託証券に関する有価証券上場規程の特例)

現実には、損害が発生していなくとも、例えば今回の耐震偽装事件を受けて、各リートが自主的に運用資産についての調査を行い、その結果を積極的に開示しているところである。

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

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

が法定され、その記載様式を、投資信託協会が自主ルールとして定めているところである。(参考資料 4-1-2:Jリートにおける情報開示の枠組み、参考資料 4-1-6:不動産投資信託等の運用報告書等に関する部会決議。なお、Jリートの証券取引所の上場基準として、投資信託協会の会員であることが求められているため、本自主ルールは当該上場基準によって担保されていることとなる。)

<業規制>

なお、Jリートの投資証券の販売に関する業規制として、証券取引法上、取引の概要、取引に係る損失の危険に関する事項及び顧客の注意を喚起すべき事項を記載した書面を事前交付する義務が証券会社に課せられているが(証券取引法 § 40)、Jリートの運用資産である個々の不動産に関する情報を書面に記載することは求められていない。(証券会社に関する内閣府令 § 28②)

(2)TMKの情報提供について

TMKの優先出資証券は、Jリートと同様、有価証券として証券取引法に基づく開示規制と業規制が適用される。

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

(3)YKTKスキームの情報提供について

YKTKスキームにおける匿名組合出資持分は、みなし有価証券として証券取引法に基づく開示規制と業規制が適用される。

なお、組合出資持分は、その性格上そもそも流動性が乏しく、証券取引所に上場されていないため、適時開示等の取引所ルールは適用されず、また、継続開示についても、証券取引法上の有価証券報告書等の適用があるのみである。

(4)信託受益権の情報提供について

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

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

なお、信託受益権については、今国会に提出された金融商品取引法案において、投資商品(有価証券又はみなし有価証券)と位置づけられたことから、今後は、業規制とともに従前の証券取引法上の開示規制に該当する金融商品取引法上の開示規制の適用を受けることとなる。

(5)不動産特定共同事業の情報提供について

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

具体的には、契約前の段階で事前説明書面の交付が(不特法 § 24)、運用段階で財産管理報告書の交付が(不特法 § 28)、投資家に対する直接説明・直接交付の形態により行われる。

これらの規制を情報開示内容から見た場合、証券取引法に基づく公衆縦覧型開示規制の対象となるJリート、TMK、YKTKと契約締結行為を規制対象とする不動産特定共同事業法とでは、取引形態の違いに応じて契約条件等の開示内容に違いがみられるものの、最も重要となる投資対象不動産そのもの

の開示内容については大きな差異はみられない。(参考資料 4-1-3:不動産投資商品についての開示内容)

この点を踏まえ、不動産投資商品に関する情報の開示においては、公募や私募といった募集形態や適用法令の如何にかかわらず、投資対象不動産そのものに関する情報提供内容の共通化が図られるようにすべきであると考えられるが、どうか。(参考:金融商品取引法案 § 37の3①七)また、その共通化に当たっては、現行証券取引法における有価証券届出書の記載内容等を参考にするとともに、宅地建物取引業法においても新たに、不動産投資商品についての不動産の内容を説明事項として措置されたことを踏まえて検討されるべきと考えるが、どうか。

2 いわゆる事業型ファンドについての情報開示について(論点1-2)

例えばゴルフ場やホテルの運営を出資対象とする事業型ファンド(匿名組合出資持分等)は、現行証券取引法の対象となる「みなし有価証券」ではないため、開示規制及び業規制が適用されていないところである。

一方、今国会に提出された金融商品取引法案は、これまで開示規制の対象としてきた投資型ファンドのみならず事業型ファンドについても業規制と開示規制の対象としたところである。

このような事業型ファンドについての情報開示項目の詳細は、業規制に伴う情報提供と情報開示規制の各々について、法案成立後政令等を策定する過程で検討が進められることとなるが、投資家は、ファンドの持つ不動産そのものではなく、運営事業の収益に関心を持っているものと考えられることから、一般の事業会社(この場合であれば、ゴルフ場事業会社やホテル事業会社)と同様に事業内容や事業の運営状況そのものの開示でよいと考えられるが、どうか。

3 自主開示情報のうち不動産固有の情報についての開示基準について(論点2)、不動産の瑕疵が判明した場合の情報開示と責任について(論点3)

不動産投資商品の原資産である不動産に内在するアスベスト、PCB、土壤汚染などの不動産固有の瑕疵情報の開示は、現行法上、自主的な開示に委ねられているところであるが、最も個人投資家に身近な不動産投資商品であるJリートにおいては、証券取引所の適時開示基準により、運用資産に関する重要な事実が発生した場合には、適時開示を行うこととされており、このような取引所による開示項目の上乗せが機能を果たしている。例えば今回の耐震偽装事件を受けて、各リートが自主的に運用資産についての調査を行い、その結果を開示しているところである。(参考資料 4-1-7:耐震偽装を受けた各リーートのプレス発表の事例)

このような不動産固有の瑕疵に関する自主開示については、証券取引法に基づく開示規制として法定化することにより非上場不動産投資商品についても開示を義務付けることが考えられるが、当該開示規制は、罰則によって担保されており(証取法 § 197)、開示対象の拡大については慎重な検討を要すべきであるとの指摘が委員からあった。

Jリートについて、自主開示により詳細な情報を提供することは、市場の透明性を高める上でも積極的に評価されるべきものであり、Jリート間の開示競争が不動産市場全体の透明性や他の不動産投資商品

の自主開示の底上げにもつながることから、敢えてこれに基準を設ける必要性はないと考えるが、どうか。

一方で、取引所に上場されない投資商品の自主開示を法定化することは、結果的に市場における自主開示が十分に機能しているJリートを含めて規制を一律に強化することにつながるため、慎重に検討すべきである。したがって、不動産固有の瑕疵に関する情報の提供は、不動産市場における自主ルール等による対応を基本とすべきと考えるが、どうか。

また、このような自主ルールによる取組が困難な場合であっても、業規制に基づく契約締結前の事前説明書において、当該投資商品に不動産固有の瑕疵が隠れているリスクがある旨明示することによって、投資家の注意を喚起する必要があると考えられるが、どうか。

4 一般投資家向けの情報提供のあり方について(論点4)

Jリートの開示する詳細な情報内容については、専門家でないと十分に理解できないものであることから、これらの情報を簡素化又は加工し、一般投資家に的確に情報提供するサービスの振興方策を検討する一方で、不動産市場の中心的な役割を担うべき消費者に対する不動産教育の方策についても新たに検討する必要があると考えられるが、どうか。

5 YKTK商品の情報開示のあり方について(論点5、論点5-2、論点6)

公募商品の場合には、Jリートと同様に証券取引法に基づく情報提供が行われるが、Jリートのような流動性のある上場商品ではないために、適時情報開示などの取引所ルールの適用がなく、今後、一般投資家が幅広く購入することとなった場合には、Jリートと比較してその情報開示内容が不十分になるおそれがある。

特に、物件を特定せずに資金調達を行ういわゆる「ブラインドプール型」の商品の事例においては、有価証券届出書において個別物件の情報提供が全くなされていない状況にある。(参考資料 4-1-9:公募型YKTK商品における有価証券届出書の事例)

(参考:Jリートの場合)

不動産投資商品の開示規制における投資不動産物件についての情報内容は、有価証券届出書の記載事項として、

- ① 物件ごとの名称、所在地、用途、面積、構造、所有形態、価格及び投資比率
- ② テナント総数、総賃料収入の合計、総賃貸面積の合計、総賃貸可能面積の合計及び直近5年の稼働率
- ③ 主要物件(賃料収入が総賃料収入の10%以上のもの)ごとのテナント数、賃料収入、賃貸面積、賃貸可能面積、直近5年の稼働率及び主要テナント(賃貸面積が物件の賃貸面積の10%以上のもの)の概要(テナント名称、年間賃料等)

が法定されているところであるが、新規上場Jリートが、投資証券の募集によって調達した資金により物件を取得する場合には、募集時点では保有している物件は存在しないことから、有価証券届出書等の

投資不動産物件についての記載事項は「該当事項なし」という開示内容となっている。

しかしながら、証券取引所の規則(参考資料 4-1-5:不動産投資信託証券に関する有価証券上場規程の特例(東証・平成13年制定))においては、

- ①投資法人の資産のうち、不動産等が75%以上になる見込みがあること
- ②投資法人の資産のうち、稼働不動産等が50%以上になる見込みがあること
- ③①及び②に適合するために、必要な不動産を遅滞なく取得できる見込みを主幹事証券会社が確約すること

等が上場基準とされていることから、募集時において取得予定物件が特定されており、かつ、上場を停止条件とする売買契約が締結されていることから、これらについても、投資不動産物件の記載事項に倣って有価証券届出書等の投資対象の記載内容として情報開示が行われている状況にある。

このような現状を鑑みた場合、公募されるいわゆる「ブラインドプール型」のYKTK商品については、Jリートと比べて、一般投資家向けの情報開示が不十分であることから、一般投資家保護の観点から、例えば、有価証券届出書の記載内容である投資方針において、投資物件の地域、規模、用途等の具体的な条件を記載すべきと考えるが、どうか。

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

6 プロ投資家のあり方について(論点6-2)

証取法による開示規制、業規制の対象外であるプロ投資家については、今般の金融商品取引法案において、プロの定義が投資商品のリスクに応じて異なりうる相対的なものであるとの考え方の下、その範囲が拡大され、オプトイン・オプトアウトによる特定投資家制度が導入されたところである。

なお、特定投資家の具体的な範囲は、今後の政省令の策定過程の中で検討されることとなるが、不動産特定共同事業法においても定義されているいわゆる不動産投資のプロが特定投資家制度においてもプロと扱われるように措置されるべきと考えられるが、どうか。(参考資料 4-1-10:「投資のプロの定義」と「特定投資家制度の概要」)

開示内容の信頼性(デューデリジェンスの適正化)について

＜中間整理(抜粋)＞

「3 不動産投資市場の特性

(1)不動産の投資対象としての特性

同一物が市場にないという個別性に加え、投資リスクとリターンに影響を与える不動産の特性として、以下の事項を挙げることができる。

- ③その物的性状や権利関係に隠れた瑕疵が入り込みやすく、また、その瑕疵を治癒することが困難な場合が多いこと。また、結果として、このような瑕疵の存否が投資商品としての価値を大きく左右すること。(特に現在、これらの瑕疵をチェックし、物件の質を確保するための仕組みに対して投資家等の関心が強まっていること。)

(2)不動産投資市場の市場特性

現在の不動産投資市場にはつぎのような特性があると認められる。

- ②投資対象として大きなリスク要因となる隠れた瑕疵につき、他の投資対象商品には見られない専門的な調査分析を行うための職能や業務が分化独立しつつあること(デューデリジェンス、耐震診断、アスベスト等)。 」

(第4回部会で示した論点例)

(論点例)

- ① 耐震構造偽造問題などを踏まえた物件の瑕疵評価に関する問題点について
・現状の物件調査の方法とその問題点
(耐震性・PML、土壌汚染・アスベスト、など)
- ② 投資対象物件の資産査定方法の問題点について
・ファンドビジネスにおける資産査定の課題
- ③ 開発型不動産投資事業におけるリスク情報の開示について

<第4回部会での委員発言を踏まえた論点>

- 論点1** 公募型上場投資商品であるREITの場合、デューデリジェンスのレポートとして、鑑定評価書、エンジニアリングレポート、環境調査報告書、法務デューデリジェンス報告書、AUP (agreed upon procedure) レター等が取りまとめられる。これらのデューデリジェンスレポートは、引受け証券会社の引受け審査に活用される一方、その調査範囲が適当か否か、また、調査結果が真正であるか否かを評価するための客観的なプロセスは特になく、業界内の評価にゆだねられている。これをどのように考えるか。
- 論点2** 上場審査を通じた市場のチェックを受けることのない非上場型の投資商品におけるデューデリジェンスについて、その実効性をいかに確保すべきか。特に、一般投資家を販売対象とする投資商品については、論点1と同様、デューデリジェンスが極めて重要だが、その内容に遺漏のないようにするためには、制度面・運用面でどのような対応が考えられるか。
- 論点3** 現実に、開示情報の内容について虚偽があった場合には、当該業者が市場において淘汰されるものの、実際の投資家被害の救済についてどのように対応すべきか。

<検討に当たっての考え方>

II 開示内容の信頼性の確保(デューデリジェンスの適正化)について(論点1~3)

1 物件の瑕疵評価について

不動産投資におけるデューデリジェンスの主要なものとしては、土地・建物の状況調査(耐震・土壌汚染等を含む)、価格調査、収益調査、法的調査があり、それぞれエンジニアリング会社、不動産鑑定事務所、会計事務所、法律事務所により行われている状況にある。

これらのうち、エンジニアリングレポートについては、その手続や実施機関について、法的な裏付けはなく、その内容の信頼性については、実施機関の評判・信用力に関する市場の評価に依拠している状況にあるものの、Jリートについては、上場の際の証券会社の引受審査によっても、その内容についてチェックが行われている状況にある。(参考資料4-2-1:Jリートの開示書類における耐震調査、PCB、アスベストについての具体的記載事例)

エンジニアリングレポートの実施機関や調査手続等について法的な位置づけを与えたとしても、それだけでレポートの信頼性が確保され得るかどうかが慎重に検討する必要がある。少なくとも、Jリートにおいては、実施機関名も含めて情報が開示されており、市場評価により実施機関の信頼性の向上を図ることが合理的と考えられるが、どうか。

また、Jリート以外の不動産投資商品のうち、不動産が信託受益権化された上で投資商品化されるもの(YKTKなど)については、実際には、信託会社の受託審査の中でエンジニアリングレポートのチェックが行われている状況にあり、このような信託会社の受託審査の一層の活用を図るべきと考えられるが、どうか。さらに実物不動産のまま投資商品化される不動産特定共同事業におけるデューデリジェンスについては、制度上事業者の行うべき事項として担保する余地があると考えられるが、どうか。

2 デューデリジェンスの内容が虚偽の場合の対応について

デューデリジェンスについては、その良否を客観的に評価することは非常に難しいところであるが、少なくとも故意又は重過失によりその結果に明らかに誤りがある場合には、投資家保護の観点から、デューデリジェンス実施機関に対し、何らかの制裁措置を課すことが必要と考えられるが、どうか。

この場合、発生した投資家被害に対する民事救済については、有価証券届出書や目論見書の虚偽記載等に関する損害賠償責任が現行証券取引法上規定されており、発行者の無過失責任や損害額の推定により、民法上の一般不法行為規定の特例として、一定の民事的救済措置がなされているところである。(証取法§18、19)(参考資料4-2-2:ディスクロージャーに関する民事責任規定)

しかしながら、民事的救済には時間と費用が伴うことから、悪意のある者に対する事前抑止効果に乏しい。また、虚偽記載等の損害賠償責任も発行者が負うのであって、デューデリジェンスの実施機関が直接負うものではないことから、これらの者に対する行政法規的な対応(例えば、国土利用計画法§26の公表制度のような対応等)や刑事罰についても検討する必要があると考えるが、どうか。

また、これらの制裁措置以外にも、投資家被害が発生することを未然に防ぐための仕掛けとして、例えば、投資家の立場に立って投資商品の購入のアドバイスをするサービスの振興や、投資対象となる

不動産に関する一般投資家の知識向上を目的とする不動産教育を検討する必要があるとの考え方については、どうか。

なお、今回の金融商品取引法案においては、金融商品取引業者に対し、虚偽告知又は断定的判断の提供等により、投資商品の勧誘を行うことが禁止されており(金融商品取引法案 § 38、参考:不特法 § 20、21)、違反行為に対する行政上の監督処分があることも、虚偽の情報提供等に対する抑止となり得ると考えられるが、どうか。

不動産投資商品についての運用に関する責任について

<中間整理(抜粋)>

「②情報提供や説明責任を負う主体について

不動産に限らず投資商品のリスクについて投資家に対し情報提供する際に、投資家が適切な投資判断をなし得るよう、徹底した、かつ、正確な情報開示が求められる。

現在、不動産投資に係る投資商品として証券取引法上、有価証券とされたものについては、株式や債券と同様、市場における公衆縦覧型の情報開示ルールが適用されており、当該有価証券の開示内容に虚偽があった場合には、当該有価証券の発行者が虚偽記載による損害賠償等の責任を負う仕組みが採られている。

その際、現行証券取引法上は、不動産投資に係るビークル(投資法人、SPC、YKTKスキームにおける有限会社)が、有価証券の発行者として扱われ、責任を担うこととなっている。

しかしながら、これらのビークルのうち、法律による仕組み規制を持たないYKTKスキームの場合、実態上ビークルが発行者として責任を負うことは困難であり、このような場合には投資家保護の観点から実態上ファンドの運用を差配し、現状を正確に把握し得る立場にあるファンドの運用主体(アセットマネジメント会社)が一義的には責任を担うべきではないかとの指摘があった。これについては、YKTKスキームがオフバランスを実現するための有効なスキームとして活用されているということを考慮しつつ、ビークルに対する税務会計上の取扱がどうなるのかという観点も含めて引き続き検討すべき課題である。

また、これとは別に、不動産投資商品を販売する業者が販売時に投資家に対して商品のリスク特性を含めて内容の説明・情報提供を行う場合に、故意に事実を告げず、又は不実のことを告げる等の事由がないよう消費者契約法も含めた規制等によってエンフォースすることは必要である。」

(第4回部会で示した論点例)

- ① 私募ファンドの運用者等の投資家に対する法的責任について
- ② 年金基金による不動産投資の受け皿に適した不動産投資スキームについて

＜第4回部会での委員発言を踏まえた論点＞

(①について)

論点1 公募型上場投資商品であるREITの場合、認可された資産運用会社(投資信託委託会社)が任務を怠ったことにより投資法人に損害を与えた場合には、損害賠償責任を負うことが制度的に担保されている。また、有価証券報告書等の重要な事項に関する虚偽記載等によって投資家に生じた損害は、当該報告書の監査証明を行った監査法人等が損害賠償責任を負うこととされている。一方で、私募ファンドについては、運用会社はピークルとの間で助言契約を締結しているという建て付けのため、運用会社がいかなる「運用責任」を負うことになるのかが曖昧である。これをどう考えるか。

論点2 不動産ファンドのピークルに対し、資産運用(=不動産の売買)の助言を行う当該業者は、当該ピークルに対して受託者として契約上の責任を負うにとどまり、ピークルに投資している投資家に対して、契約に基づく責任を直接負うことはない。このような場合、損害を受けた投資家の保護を図る上で、どのような方策が考えられるのか。

(②について)

論点3 不動産の長期投資という観点からみた場合、私募ファンドを運用するアセットマネージャーは、比較的短期で投資の出口を迎えるというビジネスモデルが多いため、現在のアセットマネジメント業の実態と相容れないのではないか。

論点3—2 年金基金が最低でも10年～20年にわたる長期間のコア投資として不動産投資を行えるようになるためには、受託者責任が法律上担保された不動産投資の一任スキームが必要である。このため、法律上受託者責任を全うし得るチェックを受けた事業者に間口を拡大することが必要なのではないか。

論点4 不動産ファンドが信託受益権を取得する場合や、投資家が不動産ファンドの匿名組合出資持分を取得する場合、これらの権利はみなし有価証券であるために、その取得に当たっての助言業務は証券投資顧問業と位置づけられている。しかしながら、業務の実態は、不動産そのものについての価値判断であり、有価証券の価値判断を行う証券投資顧問業の中にくられることに違和感がないか。同じように、実物不動産に対する投資顧問業は、業務の実態からみて証券投資顧問業とは別個の制度として考えるべきかどうか。

論点4—2 あるいは、投資顧問業制度を考えた場合、不動産投資顧問業を独立した制度として設計するのではなく、むしろ、不動産に関わる投資サービスについて専門性を有する者がアドバイスできるように、投資顧問会社の中に専門家(タレント)を置くこととし、制度としては、投資顧問業として横断的に設計すべきかどうか。

<検討に当たっての考え方>

1 私募ファンドの運用者等の投資家に対する法的責任について(論点1、論点2)

Jリートについては、投資信託及び投資法人法に基づき投資信託委託業者(今般の金融商品取引法案により金融商品取引業者(投資運用業)へ移行)によりリート資産の運用が行われており、認可業者としての行為規制に加え、任務を怠ったことにより投資法人に損害を生じさせたときの損害賠償責任が法定されているところである。(投信法 § 34の8)(参考資料 4-3-1:リートにおける関係者の責任関係)

一方、YKTKの運用会社(AM会社)については、ファンド(有限会社)との間で助言契約を結ぶ形態をとっているため、ファンドが直接信託受益権を取得するケース(一層構造ファンド)では何ら業規制は及ばず、ファンドが不動産の信託受益権を裏付け資産とする匿名組合出資持分(みなし有価証券)を取得するケース(二層構造ファンド)において、証券投資顧問業の規制を受けることとなる。(参考資料 4-3-3:二層構造ファンドの仕組み)

このため、二層構造ファンドの場合、業の登録、行為規制など業者としての一定の信用力は、担保されるものの、一任契約ではないため、運用判断の権限と責任はあくまでファンド側にある建前となっており、投資家に対して誰が実質的に運用責任を担うか不明確な状況にある。(参考資料 4-3-2:YKTKにおける関係者の責任関係)

ところで、今般の金融商品取引法案では、信託受益権が有価証券に位置付けられ、信託受益権に対する投資一任業も金融商品取引業における投資運用業として、行為規制に服することとなった。したがって、これまでの助言業より受託者責任等の厳しい行為規制の下におかれることとなり、投資家保護の観点から充実が図られたところである。

一方で、投資一任契約をファンドとの間で締結することはファンドの倒産隔離性に影響を及ぼすとの見解が従来からあり、スキームの詳細について引き続き検討する必要があると考えるが、どうか。

また、ファンド(有限会社)や有価証券届出書等の届出者等と同等の立場で、運用会社が投資家に対し直接責任を負う仕組みについて、諸外国の事例等を調査しつつ検討すべきと考えるが、どうか。

2 年金基金による不動産投資の受け皿に適した不動産投資スキームについて(論点3~4-2)

我が国の企業年金は、約 80 兆円の規模があるが、その受け皿として我が国の証券化市場は十分と言えない状況にある。また、企業年金の全体のポートフォリオで言えば、不動産又は不動産投資商品への比率は全体の1%にも満たず、海外の年金基金が運用財産の5%程度を不動産に投資しているのに比較すると、コア投資としての位置づけにはほど遠い状況にある。(参考資料 4-3-6:年金の不動産投資状況について)

その一方で、年金サイドとしては、不動産投資を長期安定的なコア投資として、ポートフォリオ上位位置付けたいと考えており、また、不動産市場を長期安定的に発展させる上で、年金のような安定的な資金の流入は必要であり、年金基金による不動産投資の促進を図る必要があると考える。

しかしながら、年金基金による不動産投資が進まない最大の理由として不動産投資に関する一任投資の仕組みがないことが指摘されており、特に、プロ向けの不動産投資商品であるYKTKについては、AM会社が助言契約を締結することにより倒産隔離性を確保しているため、受託者責任が不明確である、また、

運用委託先が事実上信託銀行に限られている等の課題が指摘されている。(参考資料 4-3-4:厚生年金基金の資産運用状況推移、参考資料 4-3-5:厚生年金保険法等抜粋)

ひるがえって、そもそも不動産取引については、宅地建物取引業法によって、その取引の時点において取引対象となる不動産を特定し、当該不動産についてのリスク説明義務を課すことにより、消費者保護を図っているところであるが、個々の取引関係の規律を念頭に置いた制度は、年金基金の求める長期継続的な不動産運用(=売買及び賃貸管理を一任する継続的な不動産取引関係)を規律する制度としては馴染まないものと考えられるが、どうか。(参考資料 4-3-7:宅建業法の取引一任代理等制度の概要)

このため、長期継続的な不動産運用を規律する制度を新たに検討する必要があると考えるが、その検討に当たっては、例えば、投資家の長期的な不動産投資の方針に基づいて、運用会社が個々具体の不動産取引を継続的に行い、投資家は取引の結果と資産管理の現況について報告を受けることにより業務の遂行をチェックするという業に着目した枠組みを基本としてはどうか。

また、当該業制度を検討する際に、不動産運用の専門家の位置付けを検討すべきと考えるが、どうか。

その他の論点について

＜中間整理(抜粋)＞

「(5)不動産投資顧問業等バイプレーヤーの育成について

不動産投資顧問業者は、不動産投資に関する投資家の判断をサポートするバイプレーヤーとして極めて重要である。現在、不動産投資顧問業は国土交通大臣告示に基づく任意の業登録制度として位置付けられている。同制度は、不動産投資市場の拡大に伴って、投資家サイドのニーズが高まることが予想されていた不動産投資顧問業について、一定の要件を満たすことを条件に登録を認めることで、当該不動産投資顧問業者の業務の実施に公的信用力を付与し、業の振興を図ることを狙いとしていた。また、このような登録規程として、助言業と一任業の2つの形態を想定していた。

しかしながら、助言業については、当初、主として不動産ファンドや機関投資家に対する実物不動産投資の助言業務を想定していたものが、現実には、不動産取引の仲介業の一環として当該業務が行われることが多く、独立した業態として確立しているとは言い難い状況にある。

また、不動産投資一任業については、物件ごとに個別性の強い不動産の取得・運用・売却を一任に基づく裁量判断の下に運用することを、一般制度として認めるまでには至っておらず、現行制度は投資法人・投資信託とSPC・SPTに限定しているところである。

しかしながら、不動産投資市場の裾野を拡大し、より多くの投資家が適正な投資機会を享受するためには、不動産投資について助言サービスを容易に受けられる市場環境を整える必要があること、また、例えば年金基金など、これまで不動産投資について知識・経験を重ねているとは必ずしも言えないものの、既存の投資分野に加え、新たなアセットクラスとして、不動産投資を本格的に行いたいとのニーズを潜在的に有している大口の機関投資家もいることから、現行法制との整合性に留意しつつも、不動産投資顧問業の制度上の位置付けも含めて、前向きに検討を進めるべきである。

(6)不動産管理について

投資対象であるか否かに関わらず、不動産の適正管理をいかに確保するかは、当該不動産の物的な資産価値を保全し、その劣化を未然に防止する上で欠くことのできない極めて重要な課題である。

また、これに加えて、投資対象不動産の場合、当該不動産が収益(キャッシュフロー)を生むようなオペレーション(テナント・リーシング)を日常的・安定的に継続できるかどうか投資家としての最大関心事である。

このように投資家としての利害関心に即して、不動産の管理運営に関する業務を効率的に執行する体制として、一般的には、不動産のオペレーションとメンテナンスに関わる業務をアセットマネジメント(AM)会社、プロパティマネジメント(PM)会社、専門業者(清掃業、警備業等)が分業している。

管理運営業務が専門化・分業化の傾向を強めている現状を前提に考えた場合、特に投資家との関係では、これらの関係主体が互いに協力して、円滑に業務を実施することが求められているものとする。この場合に、各主体別にポイントを整理すると次のとおりである。

①プロパティマネジメント(PM)会社

不動産投資スキームにおいて、投資対象である不動産の価値を維持しつつ、収益を確実にあげるためには、アセットマネジメント会社と実際の日常の不動産管理を担っているプロパティマネジメント会社が適

切に連携することが求められる。

特に不動産スキームにおいては、不動産管理の効率化による収益の極大化が求められるところであり、不動産管理に直接携わるプロパティマネジメント会社の専門能力が積極的に活用されることが必要である。

しかしながら、投資市場の一般的ルールである受託者責任における自己執行義務を形式的に不動産投資スキームに当てはめると、不動産管理の側面にまで当該責任が及び、本来、プロパティマネジメントが負う必要のない過剰な規制が求められ、プロパティマネジメント会社の能力の積極的な活用が図られず、その業の育成に支障を及ぼすおそれがある。

なお、プロパティマネジメント会社の能力の活用や育成の観点から、その能力を客観的に評価しうるような基準を現行法制との整合性に留意しつつ制度化することも検討すべきとの指摘があった。

②アセットマネジメント(AM)会社

AM会社は、販売された投資商品に関する投資家の相談窓口である。特に、AM会社が不動産投資ファンドの運営に携わっている場合、会社は投資家からファンドの運営状況について直接問い合わせや事実確認を受ける立場にある。

したがって、AM会社としては、投資家からの問い合わせに随時対応することが求められるほか、投資家対応が円滑に行われるよう、PM会社との密接な情報交換・報告体制を構築することが必要となる。

なお、AM会社が担うファンドの「運用」と、不動産投資における不動産の「運用」とは、概念が異なることに留意する必要がある。前者は資産の取得売却といったいわゆるポートフォリオ管理を意味しているのに対し、後者は、売買に対する判断・助言に限らず、取得した不動産の価値を維持・向上させるための判断・助言業務を含んでおり、場合によっては、現場でのオペレーション業務を含む幅広い概念として使われることがある。したがって、資産の日常的な管理事務や管理行為は、ここでのアセットマネジメント業務本体の範疇外となるものである。」

(第4回部会で示した論点例)

- ① 不動産関連ビジネス・バイプレーヤーの育成について
 - ・不動産投資顧問業(助言・投資一任)
 - ・プロパティマネジメント業
- ② 不動産市場の拡大に必要な制度インフラのあり方について
 - ・税制(投資家税制、ビークル税制、物件取得促進税制等)
 - ・資金調達手段の多様化(CPなど)

<第4回部会での委員発言を踏まえた論点>

(①について)

論点1 J-REITの詳細な自主開示(適時開示・決算短信)は、不動産市場の透明性や調査研究を進める上でメリットが大きいですが、目論見書や決算短信等は、専門家でないとは十分理解できない。このため、一般投資家向けにこれらをわかりやすく簡素化し又は加工する作業が必要ではないか。<再掲>

論点2 不動産の長期投資という観点からみた場合、私募ファンドを運用するアセットマネージャーは、比較的短期で投資の出口を迎えるというビジネスモデルが多いため、現在のアセットマネジメント業の実態と相容れないのではないかと。 <再掲>

論点2—2 年金基金が最低でも10年～20年にわたる長期間のコア投資として不動産投資を行えるようになるためには、受託者責任が法律上担保された不動産投資の一任スキームが必要である。このため、法律上受託者責任を全うし得るチェックを受けた事業者の間口を拡大することが必要なのではないか。<再掲>

論点3 不動産ファンドが信託受益権を取得する場合や、投資家が不動産ファンドの匿名組合出資持分を取得する場合、これらの権利はみなし有価証券であるために、その取得に当たっての助言業務は証券投資顧問業と位置づけられている。しかしながら、業務の実態は、不動産そのものについての価値判断であり、有価証券の価値判断を行う証券投資顧問業の中にくられることに違和感がないか。同じように、実物不動産に対する投資顧問業は、業務の実態からみて証券投資顧問業とは別個の制度として考えるべきではないか。<再掲>

論点3—2 投資顧問業制度を考えた場合、不動産投資顧問業を独立した制度として設計するのではなく、むしろ、不動産に関わる投資サービスについて専門性を有する者がアドバイスできるように、投資顧問会社の中に専門家(タレント)を置くこととし、制度としては、投資顧問業として横断的に設計すべきではないか。<再掲>

(②について)

論点4 不動産投資において信託受益権やYKTKスキームが活用されているのは、税制上のメリット等も理由ではあるが、オンバランス事業を前提としている不動産特定共同事業法を回避することも大きな理由である。不動産特定共同事業法についても、使い勝手をよくするために見直す必要があるのではないかと。

論点5 有限会社を活用しているYKTKスキームについては、新会社法の下でLLC(合同会社)が使われるようになるのか、新たな投資スキームとしてLLP(有限責任事業組合)や改正信託法・信託業法がどのように活用されるようになるのか、今後検討する必要がある。

<検討に当たっての考え方>

1 不動産特定共同事業法の見直しについて(論点4)

不動産特定共同事業法は実物不動産投資に関する一般的な業規制の枠組みであり、本来、十二分に活用され、その枠組みを果たすべきものであるが、同法は、実物不動産に対する集団投資を業として観念した上で当該業者に対する業規制と契約締結に関する約款規制により投資家保護を図っており、事業者のオンバランスによる事業実施を前提としているために、倒産隔離性が確保できず、現実の不動産投資のニーズにマッチしていない状況にある。

また、不動産特定共同事業法の約款規制は、プロ間で投資スキームをハンドメイドで作る投資商品については、柔軟性に欠ける点が否めず、プロ間において同法の活用が進まない一因ともなっている。

加えて、実物不動産の流通税を回避するため、不動産投資の集団投資スキームとして、YKTKが活用されている状況にあるところである。

以上を踏まえ、不動産特定共同事業を事業者のバランスシートから切り離してオフバランスでも行えるような仕組みや顧客への説明方法のあり方などを検討することについて、どうか。

また、金融商品取引法案に特定投資家制度が盛り込まれたことを踏まえ、不動産特定共同事業についても、プロ投資家の範囲を見直すとともに、プロ投資家相手の商品に対する約款規制のあり方についても検討する必要があると考えられるが、どうか。

2 多様な投資スキームについて(論点5)

現在、YKTK 型投資商品の箱(ビークル)としては有限会社が用いられているが、本年5月の会社法の施行により有限会社制度が廃止されることから、これに代わるものとして、合同会社制度の活用が期待される。(参考資料 4-4-1: 合同会社の活用について)

また、信託法・信託業法の改正により、今後、信託制度を投資スキームとして一層活用することが期待されるが、現時点においては、制度の詳細が必ずしも明らかでなく、政省令段階での制度設計に委ねられている部分も少なからずあるものと思われる。(参考資料 4-4-2: 自己信託について)

なお、LLP制度(有限責任事業組合制度)は、組合員による共同事業の実施を要件としており、一般的には、運用者に投資運用を一任する集団投資スキームでの活用は、想定されにくいと考えられる。(参考資料 4-4-3: LLP 制度の概要)

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