

## 【研究ノート 3】

# 不動産の集団的投資スキーム等のあり方に関する調査について

福島 潤 司

はじめに

我が国における不動産への共同投資事業を対象にした「不動産特定共同事業法（平成 6 年法律第 77 号）」は制定後 5 年目を迎えた。同法は不動産小口化商品の取扱い等に一定のルール作りを目指して制定されたもので、事業者には許可制度を実施し、事業参加者（投資家）に対する情報開示等一定の行為規制等を行うことにより事業参加者の保護を図るとともに、事業の健全な発達に寄与することを目的とした。平成 3 年以降のバブル崩壊の過程で不動産小口化商品に関する諸問題が表面化し社会問題となったが、同法施行により歯止めがかけられ一定の成果をあげることが出来たものと考えられる。

一方、昨年 4 月の改正外為法施行をかわきりに金融制度改革がスタートし、資金運用者と資金調達者が資本市場を通じて直接結び付けられる方向が示されると同時に、同年 9 月には「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律（平成 10 年法律第 105 号）」（以下「SPC 法」という。）が施行され資産担保金融へも新たな道が加えられ、また、各集団的投資スキームにおいては証券投資信託や商品ファンドの制度改革や投資事業有限責任組合制度の創設等が行なわれ、1,200 兆円の個人金融資産の効率的運用を目指し業態の垣根を超えた資産運用競争の時代を迎えるに至っている。

現在、その全額を資金運用部に預託されている公的年金の自主運用についても検討が行われており、このような年金や個人金融資産の運用先として不動産投資市場が機能するためには、不動産特定共同事業や SPC 法の活用による不動産の資産担保金融の整備のみならず、不動産に関するファンド型の集団的投資スキームの整備等のように従来にも増して魅力的な商品が提供されることが必要であると同時に、社会的に不動産に関する投資判断の専門性を高めるため、不動産投資顧問業の育成など市場環境の整備が必要である。

委員会では、不動産以外の集団的投資スキーム等の制度内容やその後の状況等も調査・参考にしつつ、今後の不動産への集団的投資スキームのあり方等について、忠実義務のあり方等必要な投資家保護策を含めその方向性を調査するとともに、市場環境整備の一環として不動産投資顧問業のあり方についても調査し、さらに不動産特定共同事業商品等の流通市場育成に関する検討も実施した。

本稿では、流通市場に関する検討を除き、その概要を紹介する。

## 報告書の概要

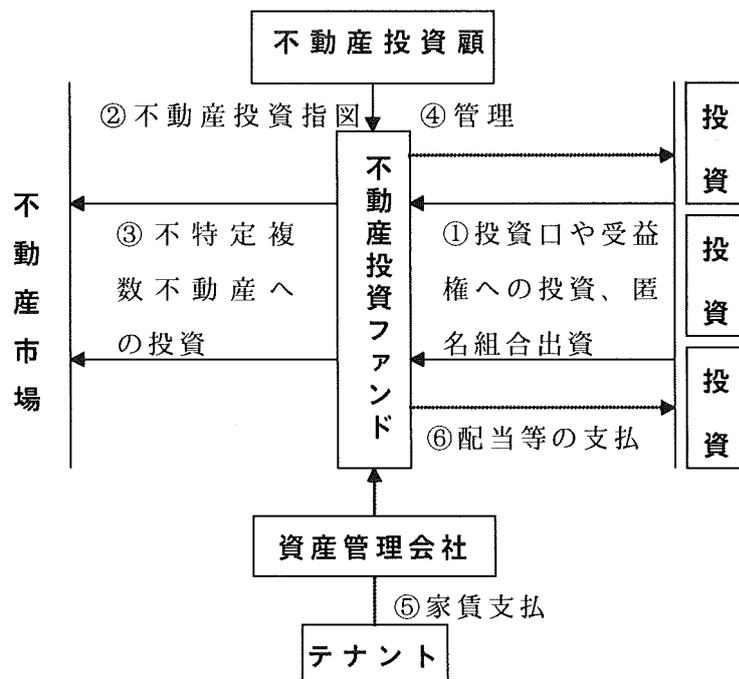
### I 不動産の集団的投資スキームの必要性、あり方について

#### 1 不動産の集団的投資スキームのイメージとその必要性

不動産の集団的投資スキームとは、不特定複数の投資家から集めた資金を一旦プールし（ファンド）、それを原資として不特定複数の不動産等に投資して資金運用を行い、この運用収益等を投資家に配分するスキームであり、個々の投資家にとっては分散投資機能を持った不動産による新たな資金運用のチャンネルとなり、不動産市場からはファンド自体が不動産投資という明確な目的を持った一種の機関投資家と見ることもできる。

不動産以外の分野における集団的投資スキームの例としては、「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律（昭和 26 年法律第 198 号）」（以下「投信法」という。）における証券投資信託と証券投資法人制度、「商品投資に係る事業の規制に関する法律（平成 3 年法律第 66 号）」（以下「商品ファンド法」という。）における商品ファンド、投資事業有限責任組合法における中小企業等投資事業有限責任組合等が挙げられる。

不動産の集団的投資スキームの概念図



我が国の不動産投資の現状は一般政府部門の一貫した純購入が続き、特に平成 4 年度からの純購入が拡大する一方、従来不動産に対する大口投資家と言われてきた生命保険会社の不動産・建設仮勘定残高は平成 8 年に減少に転じている。逆に、米国においては、不動産等の集団的投資スキームの一つである REIT が、1980 年代の不動産不況の後に急成長を遂げ、不特定多数の投資家の資金を集め不特定多数の不動産に投資する形態で、民間資金を直接的に不動産市場に取り込み市場を活性化させることに成功している。現

在の我が国は、1980年代の米国に類似した状況にあると言われていることもあり、我が国独自の不動産への集団的投資スキームが強く求められている状況にあると言えよう。

## 2 各種集団的投資スキーム商品の概要と求められる要件

我が国における制度として投信法の証券投資信託制度、証券投資法人制度、商品ファンド法の商品ファンドの制度の概要把握を行い、グローバルスタンダードの観点からIOSCO7原則等も参考にしつつ、集団的投資スキームに一般的に求められるべき要件を、1)情報開示・説明等、2)破産リスクからの遮断、3)忠実義務等、4)注意義務、5)ガバナンス機能、6)業者の適格性・仕組み行為に関するルール、7)コンプライアンスの確保の点から整理した。

## 3 不動産の集団的投資スキームに求められる要件

不動産の集団的投資スキームの構築において利用可能な仕組み行為・器に関する国内ルールは、会社型・契約型、契約型の場合は信託型・組合理、組合理の場合は民法上の任意組合や商法上の匿名組合の活用等が考えられるが、ここでは投資対象を不動産とする組合理で既に実績のある不動産特定共同事業をベースに、これを拡張する方向で集団的投資スキームの構築を考えることとし、そのために、一般的な集団的投資スキームに求められる要件と現在の不動産特定共同事業法の要件の対比を実施し、必要な改正点を整理した。

その結果、現在の不動産特定共同事業法は、集団的投資スキーム一般に求められる要件の大半を既に有しているが、投資の判断における忠実義務とこれに関する情報開示等の一部が充分ではないことが明らかにされた。これは、不動産特定共同事業があらかじめ定められた特定の不動産を対象に考えているのに対し、集団的投資スキームの場合は、どのような不動産に投資するのかが事前に決っておらず、投資判断を事業者等に任せることになるためである。

集団的投資スキームに求められる忠実義務関係ルールを、1)忠実義務全般、2)自己とファンド間の取引の禁止、3)スキュルピングの禁止、4)ファンド間の利益の付替え等の禁止、5)適正取引条件、6)利害関係人が関係する取引におけるルール等とし、これらをもとに、不動産の集団的投資スキームにおいて忠実義務の点から特に注意を要すると考えられる取引類型の例について次の通り整理した。

- |  |
|--|
| <ul style="list-style-type: none"><li>① 自己・利害関係人と顧客との取引</li><li>② 自己・利害関係人と顧客との共同投資的な取引</li><li>③ 複数の顧客から一任を受けた資産間で、一方の犠牲の下に行うもう一方を利する</li></ul> |
|--|

## 取引

- ④複数の顧客から一任を受けた資産による共同投資的な取引
- ⑤自己・利害関係人が顧客の取引の相手方の代理等を行う行為
- ⑥利害関係人が常に投資判断者の顧客の側の媒介に入る行為
- ⑦顧客の資産のニーズと自己・利害関係人のニーズが類似している場合に、自己・利害関係人のニーズを優先する行為
- ⑧販売に失敗したら顧客資産を利用すればよいと考えて、自己・利害関係人が事前に不動産市場等で通常の取引条件と異なる条件等で取引を行う行為
- ⑨自己・利害関係人の宅建業としての仲介手数料等の利益を追求するために、顧客資産に対して不必要と思われる頻度、規模の取引等を行わせる行為
- ⑩顧客資産に対して不動産取引指図を行うにあたり、自己・利害関係人の利益を図るために自己・利害関係人が仲介等を行う案件を正当な根拠なく優先する行為
- ⑪第三者の利益のために顧客の利益を害する取引
- ⑫通常の条件と異なる条件で、かつ顧客の利益を害する取引

以上は、忠実義務に反する可能性が高いと考えられる取引類型を例示したものであり、行為がそのまま禁止されなければならないものではなく、明らかに行ってはならないものとして禁止されるべきもの、投資家が了解していれば問題ないと考えられるもの、不動産業界の慣習等から厳しすぎる規制には問題があるとの意見が多いもの、他の業界と比較して厳しすぎ公平性を欠くとの意見が多いもの等が含まれている。

従って、実際の不動産の集団的投資スキームにおける忠実義務関係ルールを考える場合には、①不動産はそれぞれが唯一のものであり、有価証券等同じ物が大量に流通し価格や利回りだけの条件で売買されるものと同一の規制が馴染まない場合があること、②我が国の不動産市場における流通情報等の閉鎖性により、投資家にとって魅力ある商品を提供することは容易ではなく、そういう特徴を認めた上でのルール作りがなされないと投資家にとって不利益となること、③欧米と異なり我が国の不動産業は一社で多様な業務を手掛けているのが特徴であり、狭い市場で少ないプレイヤーが投資を含むあらゆる業務を手掛けているところへ、新たに不動産に専門に投資する集団的投資スキームが加わる場合は、そういった環境条件を充分考慮したルール作りが必要であること、④不動産インデックス等のインフラ整備もまだ途上であり、ある程度それらと平仄を合わせて進めることが必要であること、などの視点を欠かすことができないと考えられる。

また、ルール作りにおいては、明らかに公平を逸し、又は意図的に投資家のパフォーマンスを損ねる行為等については禁止するが、利益相反関係にあるものの行為自体が必ずしも忠実義務に反するとは言えないものについては、行為そのものを禁止するのではなく、証拠書類等の整備体制の充実、情報開示の活用、ガバナンス機能や監督機能の充

実、投資家の種類によるルールの緩和等の措置によってこれをカバーすることとし、投資家保護と商品設計の自由度の確保の両立を目指す必要がある。

## II 不動産投資顧問業の必要性、あり方について

### 1 不動産投資顧問業のイメージとその必要性

不動産投資により資産運用を考える投資家に対し、或いはIで検討した不動産の集団的投資スキームにおける不動産投資ファンドに対し、不動産投資に関する助言業務や投資判断を伴う一任業務を行う不動産投資顧問業についての定義づけを、証券投資顧問業の定義を参考に次の通り試みた。

#### <不動産投資顧問業の定義（案）>

（助言）不動産投資顧問業における助言業務とは、「不動産の価値等の分析に基づく投資判断に関し、口頭、文書（不特定多数に対し販売され、随時購入可能なものを除く。）その他の方法により助言を行い、相手方がそれに対し報酬を支払う投資顧問契約に基づいて不動産投資の助言を行う営業。」

（一任）不動産投資顧問業における一任業務とは、「顧客（不動産投資ファンドを含む）から、不動産の価値等の分析に基づく投資判断の全部又は一部を一任されるとともに、当該投資判断に基づき当該顧客のため投資を行うのに必要な権限を委任される投資一任契約に基づいて不動産等投資を行う営業。更に、当該一任された投資判断及び当該委任された権限の全部又は一部を、一定の要件を備えた者に再委任することも可。」

ただし、以上の定義においては既存制度等との関わりの点で以下の留意が必要となる。

#### ①「宅地建物取引業法（昭和27年法律第176号）」との関係

助言業務には宅建業法の適用は必要ないが、一任業務では顧問業者は委託者の代理人として行動するため、宅建業法の適用も考え得るが、様々な業界から広く参入を認め競争促進を図るためには工夫が必要である。制度化の際には顧問業者を見做し宅建業者とするような方策の検討が必要である。ただし、他業態からの参入については、参入側に他業禁止が課せられている場合があるので、顧問業育成への社会的コンセンサスも必要である。

#### ②顧客を代理して行う不動産取引と、宅建業法で定める代理取引の関係

宅建業法における代理契約では、不動産特定のため一定の表示が必要であり、顧問業者が一任契約で顧客を代理して不動産取引を行う場合は、同法に抵触するおそれがある。

#### ③管理業務について

不動産の「管理判断」は、不動産投資の「投資判断」と並んで重要である。顧問業者には投資判断だけでなく管理判断についての助言、一任業務も考慮が必要とされる。

#### ④再委任について

顧問業者に一任された投資判断の再委任が行なわれることで、投資の地域性等でより専門的な個性のある投資顧問業の登場を促し、また多様な商品供給が可能となる。

#### ⑤不動産投資顧問業の投資判断の対象

投資判断の対象として、実物不動産に加え不動産の証券化商品を考える際、特に特定資産が不動産である SPC が発行する証取法上の有価証券に関し助言若しくは一任契約を締結することは、証券投資顧問業法に抵触すると考えられる。しかしながらこういった商品は、形態は有価証券であるが不動産リスクを持つものであり、不動産投資顧問業者の投資判断の対象とすることも不動産の証券化の推進において重要と考えられる。

不動産投資顧問業の顧問契約パターンとしては、1)不動産投資ファンドに対する助言若しくは一任業務、2)投資家の分離勘定に対する助言若しくは一任業務、3)直接投資に関する助言が想定される。

そして、その業務内容は周辺業務を含めて、ア)不動産市場・個別物件の価値等の分析、投資判断の助言・一任、一任契約による投資に必要な権限行使等、イ)不動産ポートフォリオの管理、ウ)個別の物件管理・テナント管理等、エ)デューデリジェンス等の調査、鑑定等の評価等が考えられる。

また、不動産投資顧問業者が実際にその業を行うにあたり、どのような特徴や営業スタイルを打ち出し得るかについて、助言中心型か一任中心型か、契約相手が投資家か不動産投資ファンドか、投資対象が実物不動産か不動産特定共同事業商品か不動産を資産とする SPC 法上の有価証券か、投資判断重視型か管理判断重視型か、ポートフォリオ・マネージメント特化型か個別投資判断特化型か、営業特化型か再委託専門型か、地域専門型か特定分野専門型かオールマイティ型か等の種類の整理を行った。

なお、こういった不動産投資顧問業が現在の我が国において求められている理由について、以下の3つの視点から整理した。

#### ①不動産市場等サイドからの必要性

右肩上がりの地価上昇時代の終焉による収益還元価格の重視、商品の多様化による不動産・金融等の幅広い専門知識の要請、企業の効率経営志向による保有不動産の流動化の拡大等から、投資判断能力の強化が一層求められるようになっていること。

#### ②投資家サイドの理由

年金基金や海外からの不動産投資への対応が重要であるが、特に年金基金では受託者責任や善管注意義務により運用受託機関の選定に厳しい姿勢が求められ不動産投資顧問業にも証券投資顧問業と同等の地位・社会的評価が求められるようになることから、高度な不動産投資ノウハウを持った専門家の育成が必要であること、

#### ③個人金融資産及び年金資金の還流による都市開発等の推進

1, 200 兆円にのぼる個人金融資産や年金等の資金を都市開発・不動産事業に結び付けることが必要であることから、これらの資金を不動産で運用するための高度な専門性を持つ不動産投資顧問業を確立し、専門家として育成を図ることが求められていること。

## 2 各種投資顧問業の概要と求められる要件

証券投資顧問業法（「有価証券に係る投資顧問業の規制に関する法律」昭和 61 年 11 月施行）における投資顧問業務は、顧客との契約形態により助言業務のみの投資顧問業と投資一任契約に係る業務を行う投資顧問業に分けられる。

報酬体系は、資産残高に応じたフィー体系で個別の投資発生とは関係が無いこと、手数料には最低手数料があり一定以上は超過逓減方式が採用されていること、料率は投資対象や顧客によって異なっている点が特徴である。

商品ファンド法にいう商品投資顧問業者は、顧客から商品（或いは商品指数等）の先物取引又はオプション取引に係る投資判断の全部又は一部を一任され、商品ファンドの資金等の運用を行う業者を指しており、我が国の証券投資顧問業者や米国の CTA（商品投資顧問業者）とほぼ同様の業者である。商品投資顧問業者は一任業務を行う業者であり、助言業務は規制の対象になっていない点や現物商品は規制の対象外である点が証券投資顧問業と大きく異なる部分であるが、規制内容等はほぼ同じである。

## 3 不動産投資顧問業に求められる要件、行為等のルールのあり方

ここでは、不動産投資顧問業に求められる要件（組織的、人的、財務上）と、不動産投資顧問業が営業を行うに当たっての基本的なルールのあり方について、証券投資顧問業や商品投資顧問業に関するルールを踏まえて整理を行った。

まず、不動産投資顧問業に求められる要件としては以下のものが考えられる。

### ①財務上の要件

一定の財産的基礎、かつ事業の収支見込みが良好であることが必要であり、一任業者の場合には、より水準の高い財務上の要件や兼業等に関するルールが求められる。

### ②人的、組織的要件

人的要件では、不動産への投資判断を行い得る能力を持った相応な知識や経験を有する専門家が役員若しくは投資判断者でなければならない。組織的要件としては、顧問業は顧客のために忠実に注意深く行う必要があることから、法令等の遵守状況をチェックできる体制も必要である。また、人的・組織的要件も、一任業務と助言業務で濃淡をつけ、特に助言業務では多くの参加を認め、公平な競争によって顧客サービスの向上が図られる方向への誘導が望ましい。

不動産投資顧問業に求められる行為等のルールの制度化については、法律等により投

投資家保護ルールを定める方法や、不動産コンサルティング制度のように大臣告示により一定基準を満たす者を登録した上で、ルールは行為の規範として大臣告示や業界自主ルールによって示す方法等が考えられるが、不動産投資顧問業の社会的認知度合い、業としての確立度合い、実際の運営における投資家保護の実態、投資家側の運用委託ルールの動向等から状況に応じて適切な方法が選択されるべきである。なお、年金基金等の運用受託機関として認知されるためには、年金基金等の受託者責任や善管注意義務に対応した確固としたルールを確立することも必要である。

また、不動産投資顧問業の具体的なルールの内容は、証券投資顧問業や商品投資顧問業におけるルールを踏まえると、その概要は以下の通り整理できる。

- ① 広告や顧客に対する新規契約・継続契約に係る勧誘について
- ② 金銭等の預託の禁止
- ③ 情報開示について
- ④ ガバナンス機能について
- ⑤ 行政によるモニタリング、罰則
- ⑥ 注意義務について
- ⑦ 忠実義務について

特に、一任契約においては最終判断を業者が行うことでもあり、集团的投資スキームの忠実義務とほぼ同じ内容のルールが求められる。

### Ⅲ 今後の検討課題

不動産の集团的投資スキーム及び不動産投資顧問業については、さらなる検討を踏まえて、今後、行政において制度化していくことを期待する。

その場合、不動産投資市場の現状や不動産投資に関するインフラ整備の状況、一般投資家の認知度等を勘案すれば、現段階においては、現行の不動産特定共同事業法の下でのファンド型商品の組成を可能とする措置を実施して商品供給を促すとともに、建設大臣告示による登録制度の創設等によって不動産投資顧問業の育成を支援し、実績を積み上げることによって一般の認知度を高めていくことが現実的である。

しかし、将来的には、このような措置によって不動産投資市場が成熟し、不動産への投資ニーズが一層高まってくることが予想されるので、その段階で、本格的な集团的投資スキームとしての「不動産投資ファンド」や不動産投資顧問業について、本報告書に示した要件やルールを盛り込み、その時点での社会・経済情勢等、諸般の状況を踏まえて、全体として体系だった法制化を行う必要があるだろう。

[ふくしま じゅんじ]

(財) 土地総合研究所 研究員