

【特集 2】

不動産投資ファンドと関係法律の改正

遠藤 誠之

1 最近の不動産投資市場の状況

今年、不動産投資市場において二つの大きな動きがありました。一つは実績の面で、もう一つは制度的な面です。まず、昨年度の不動産の証券化の実績ですが、報道によりますと1兆円を超えたということです。これは大変大きな数字でありまして、当初これだけのものが出てくるとはちょっと予想できませんでした。ただ、この証券化というのは、大体多くは決算対策で、本社とか支店とかを売りに出してリースバックする際、それをSPC等で証券化するというケースが多いので、本格的な不動産の流動化をもたらすものかどうかは予断を許しませんが、とりあえず数字としてそこまでいったということが大きな成果だと思えます。ただ、ちょっと1兆円という数字は、全部が全部証券化されているわけではなくて、そのSPCなどに移された不動産の総額が1兆円を超えたということで、中にはノンリコースローンのままでまだ証券化されていないものもありますので、厳密な数字ではありません。この1兆円のうちには、当然、SPC法のSPCによるものと、そうでないもの（ケイマンSPCあるいは株式会社、有限会社を使った流動化）が含まれています。SPC法のSPCの登録の実績は3月末まで19件、証券発行上限額が5,776億円です。ただし、これは上限額であり、実際に証券を発行したものが12件、1,547億円です。この1,500億円も実は大きな数字でありまして、不動産特定共同事業が平成7年から施行されて5年目の累計が1,740億円ですから、この5年間の実績は丸々1年ちょっとで追い越されたわけです。

次に、制度整備の面ですが、SPC法の大幅な規制緩和と本格的な不動産投資ファンドを可能にする投信法の大改正という、歴史的な制度改正が行われ、本年11月には施行されることになりました。特に、後者は、現行の証券投資信託制度（主として証券に投資するファンド）の運用対象を広げ、主として不動産に投資できるようにするものであり、投資家の権利が有価証券で証券市場に上場可能という、米国のREITに匹敵する本格的な不動産投資ファンドの制度が誕生することになります。

この制度の整備に当たっては、昨年11月から建設省と土地総研と共同で不動産市場整備検討会という有識者からなる検討会を開催し、去る2月に発表した中間報告がそのベースとなっており、大蔵省と建設省が協力しつつ制度を構築したということができると思います。

2 不動産投資スキームの体系

法改正による新たな制度が、不動産投資スキーム全体の中でどのような位置づけを有し、

またどのような特性を有するのかを、表1をもとに検討してみたいと思います。

表1 不動産投資スキームの分類

| | ピークル | 匿名組合 | 信託 | 特別の法人 |
|-----------------------------|--------|------------------------|-----------------------------|---------|
| | 投資家の権利 | 匿名組合持分 | 信託受益権 (*は有価証券) | 株式・社債 |
| | 販売業者 | 不動産特定共同 事業者 | 信託銀行 (*は証券会社等) | 証券会社 |
| 資産流動化型スキーム (対象資産を特定) | | 不動産特定共同事業 | 自益信託受益権の分割販売 | S P C |
| [投資家は当該不動産の収益性をみて投資を判断] | | | [特定目的信託*] | 海外S P C |
| 資産運用型スキーム (対象資産を入替え) | | 不動産特定共同事業 (ファンド型事業) | 指定金銭信託の 合同運用 | [投資法人] |
| [投資家はファンドの運用主体の投資判断能力をみて判断] | | | [投資信託*] | |
| 投資判断主体 | | 不動産特定共同 事業者 | 信託銀行 [投信委託業者 または信託銀行] | [運用会社] |

(注1) []内の特定目的信託、投資信託及び投資法人の制度は新設。

(注2) 投資信託の受益証券、投資法人の投資証券は、証券会社のほか、銀行、信託銀行等でも売買、募集の取扱いができる。

(注3) これらのスキームのうち、投資信託・投資法人の投資判断業務を行う投信委託業者及び運用会社は、不動産投資顧問業者の一形態である。このように、資産保有主体が分離され、投資判断を行わないスキームの場合は、投資判断を行う主体である不動産投資顧問業者が必須となる。これに対し、不動産特定共同事業、指定金銭信託、投資信託の受託者運用型の場合は、資産保有主体が投資判断業務を行うので、不動産投資顧問業者はスキーム上必須とはならない。しかしながら、後者の各スキームにおいても、任意的に不動産投資顧問業者に投資判断業務を再委託する場合があります、この場合も不動産投資顧問業者の業務分野となる。

まず、ピークルですが、これは投資家の資産を集める器であり、同時にこの器が不動産を取得するということになります。ピークルとしては、匿名組合、信託、特別な法人（会社型）の三つに分類できます。このピークルに応じて投資スキームはいろいろな特徴がでてきます。一つは投資家の権利が何になるかということです。匿名組合の場合には、投資家の権利が匿名組合出資持分という形になります。これについては、昨年2月に不動産特定共同事業法の省令改正をしまして、その譲渡ができるようになりました。しかしながら、やはりどうしても契約型の権利ですので、なかなか売買・譲渡を行うには手間がかかりますし、二次売買の市場もまだ十分整備されていない状況です。したがって、匿名組合の場合、流動性という面ではまだ十分ではないといえましょう。

次の信託ですが、通常の場合、信託受益権という契約型の権利ですので、これも流動性という面では限界があります。しかし、今回の法改正で導入される特定目的信託と投資信託については、ともに投資家の権利が有価証券になります。その意味で、かなり流動性のあるものが信託を使ったピークルでできるようになるということになります。

第3に、特別な法人については、株式型・社債型の有価証券が発行されるので、かなり流動性は高くなります。ただ、有価証券になっただけではまだ十分ではないので、東京証券取引所等で投資法人の上場基準が検討されており、法施行後上場がされるということになれば、かなり流動性が出てくるということになります。この流動性の向上は、投資家が随時換金でき、流動性リスクが減るといって、非常に重要な機能があります。また、不動産投資商品を組成する側にとってみると、オープンエンドファンドという形で払戻しを認めるのか、あるいはクローズエンドファンドという形で払戻しを認めない形にするのかという商品組成の違いに関係してくることになります。証券が上場されるということになれば、クローズエンドファンドが非常に組みやすくなり、投資家としては証券市場で売買すればすぐに換金ができますから、わざわざこの投資商品を組成したところに行って現金に払い戻してくださいというようなことがなくなるわけです。これにより、ファンドの運営サイドとしては、安定的な資金繰りが確保できることになります。不動産投資ファンドの場合、証券投資ファンドと違って、投資家の払戻し請求に応じて、資産を売ろうと思ってもすぐに売れるものではありませんし、ロットが大きいですから、丁度払戻し請求額だけ売るといってもいけません。したがって、不動産投資ファンドは、クローズドエンドファンドの方が相性がよく、その発展のためには、上場ということが必須の要件といっても過言ではないでしょう。そういった意味で、今回のこの投資法人制度は、不動産投資の分野に大きなインパクトを与えるのではないかと思います。

次に、表1の販売業者についてですが、それぞれ販売ルートが違ってくるといって違いがあ

ります。不動産特定共同事業の場合は事業者に限られるので、どうしても不動産会社ということになりますが、有価証券の場合は、証券会社、銀行、信託銀行等金融系の販売ルートから販売されるということになります。その投資信託で、最近日本株ファンドが好調でございまして、新聞報道によりますと、50数兆円の規模があるということですが、その資金の一部でも、不動産投資に回ってくれば、かなり大きな資金が不動産市場に流れてくることになります。今回の法改正に係る投資信託・投資法人制度には、そのような効果も十分期待されるのではないかと思います。

不動産投資スキームは、その運用形態に応じて、資産流動型スキームと資産運用型スキームの二つに分けることができます。これは金融審議会の答申でもこのような基本的な分け方をし、法制上もその規制形態に明確な差異をもうける形になっています。これを不動産に置き直してみますと、資産流動型スキームといいますのは、対象不動産を特定したスキームということになるかと思います。これの典型的な例が特定共同事業の通常のタイプ、あるいはSPCであり、まず不動産を特定し、その不動産を裏付けとした証券なり出資を求めるといった形のスキームになるわけです。この仕組みは、投資家からみると、その証券、あるいは出資の裏付けになっている不動産の収益性、これを見て投資するかどうかを判断する、まさに不動産を見て判断するというタイプの投資スキームといえます。

これに対して、資産運用型スキームは、専門の運用業者が投資対象不動産を入れかえるタイプになります。この場合には、運用対象となる不動産が入れかわってしまいますので、投資家として不動産の収益性がどうかということを見ることは見るにしても、そこに重点があるわけではなく、やはり、この資産運用をする業者、すなわち不動産投資顧問業者が投資判断主体としてどの程度の実績をし、また実力を有するかということが投資家にとって大きな関心事になってくるわけです。資産流動化型スキームでは、投資家自身が対象不動産の収益性や将来性、リスクということのある程度わかってないと買えないスキームですが、資産流動化型スキームは、投資家自身が個別の不動産のことはわからなくても、その資産を運用する業者の投資判断能力を信頼して投資することができるので、より広汎な投資家層の資金を集めることができるというメリットがあります。

これに対応し、規制形態にも差異が生じます。資産流動化型スキームであるSPCの場合は、SPCの運用業者には許認可は要求されず、一定の欠格要件に該当せず、適切な能力を有するものであればよいということになっています。これに対して、資産運用型スキームである投資法人制度の場合は、これもSPCに非常に似たような投資法人という会社形態の特別の法人なのですが、この場合には、運用業者である投資信託委託業者が認可制になっております。これは、投資法人制度については投資家の利益の源泉が投資信託委託業者の投資判断業務にかかっているということから、投資家保護上、この投資信託業委託を認可制にして

いるということなのです。

ところで、今回の法改正で新たにできる制度ですが、SPCのほかに特定目的信託制度ができます。これは信託を器に使った資産流動化スキームで、SPCと同様、資産流動化計画を定める必要があります。すなわち、資産をまず特定して、しかもそれに対応した有価証券をどれだけ発行するかという予定を計画に書かなくてはならないということになります。ただ、SPCの場合は、お金の流れ方が投資家から直接SPCに入るのに対して、信託の場合は資産の保有者が不動産を信託して信託受益権を取得し、それを分割して投資家に販売して資金を得るという流れになります。いうまでもなく、この信託受益権は、有価証券になります。

また、資産運用型のスキームで、今回新たに委託者非指図型の投資信託制度というものができることになります。これは基本的には委託者指図型の投資信託制度と同じ性格のものですが、その違いは、委託者である投資信託委託業者というのがございません。ですから、この場合には資産運用の投資判断者、すなわち資産運用業務を行う者が信託銀行という形になります。このスキームについては、従来これとよく似たスキームである指定金銭信託が主として証券投資を行うことを認められていませんでしたので、今回の改正後も主として証券とするファンドには使えないという規制がなされます。したがって、このスキームは主として証券以外のもの、特に実現可能性のあるものとしては、主として不動産に投資するものが対象になってくるということになります。

3 各投資スキームの特徴

これらの各投資スキームについては、表2のとおり、それぞれファンドの特徴があります。例えば、不動産特定共同事業には、共同事業のよさがありまして、流動性という面では前述のとおり十分ではありませんが、その組成のコストが非常に少ないという特徴があります。特別な法人も設立せず、ガバナンスのコストもかかりませんし、契約型で、証券の発行・販売コストもかからずに不動産会社が資金を調達できるという面でも好都合ですし、投資家にとっても不動産の収益がロスなく、そっくりそのまま投資家に配分されるという面でも、極めて効率のよい商品といえるでしょう。

それに対しまして、不動産の投資法人制度についてみると、いろいろな費用がかかります。証券発行費用も当然ですし、また、二年ごとの投資主総会などガバナンスの費用も相当なものにのぼります。さらに、法人の組成のためのコストとして、取締役1人、監査役に当たる取締役2人ということで、3人います。このように、このスキームは非常にコストのかかる仕組みです。それなのに、なぜこれが注目されているかというと、前述のとおり、投資家の権利が有価証券になり、上場がなされるということが、こうしたコストの問題をこえて大

表2 各不動産投資ファンドスキームの特徴

| | 不動産特定共同 事業 | 指定金銭信託 の合同運用 | 投資信託 | 投資法人 |
|-------------------|-------------------|-----------------|----------------|------------------|
| 投資家の権利の 流動性 | 譲渡可 (契約型) | 譲渡可 (契約型) | 有価証券 | 有価証券 (上場を検討中) |
| 投資家の権利の 倒産隔離 | なし | あり | あり | あり |
| 税制上の導管性 | あり | あり | あり | あり |
| 投資家の税制 | 不動産所得 (一部は雑所得) | 不明 | 配当所得 | 配当所得 |
| 特別な投資家の ガバナンス | — | — | 約款変更の異議 手続き | 投資主総会 |
| 特に必要な組 成・運用コスト | — | — | 証券発行費用等 | 証券発行費用 総会費用等 |

(注) 「特別な投資家のガバナンス」とは、ファンドの運営に対して、投資家の意思を反映させる特別な仕組みがある場合について記載した。

変大きなメリットになるということであろうと思います。すなわち、こういった投資法人商品が、これまでの証券市場の株式投資と非常に似たような仕組みで出てくると、一般の投資家にもなじみが深く、大量の資金が証券市場から集めやすいということだろうと思います。

また、もう一つの理由としては、投資法人制度がクローズエンドファンドになじむということが挙げられます。この投資信託と投資法人については、制度上は両方ともオープンエンドファンド、クローズエンドファンドの双方ができるということになっています。ですが、現在のところは、証券投資法人の実例は組成中の小さなファンドを除いてありませんで、みんな証券投資信託の仕組みをとっています。その証券投資信託はほとんどオープンエンドファンドで払戻しができる商品ですので、どうしても投信という払戻しができるという投資家の固定観念があります。それに対して、投資法人はこれまで実例がなかったということもあって、クローズエンドファンドになじみやすいといえるかと思います。特に不動産の場合、

証券と違ってすぐに売ることができません。証券の場合、払戻しに対応するためには、すぐに有価証券を売ればいいわけですが、不動産の場合は分割することもできませんし、すぐに売ろうと思っても売れないということですから、なかなかオープンエンドでやるということは難しいと思います。ですから、今後の新しい制度で不動産ファンドをつくらうというふうに検討されている方の多くは、どうも投資法人制度を活用してやっていくということを念頭において検討されているようです。

不動産投資スキームはいろいろありますが、以上のような特性の違いがあり、事業の性格に応じ、最適なスキームを選択することが望まれます。

4 不動産投資市場整備検討会の中間報告について

(1) 不動産投資ファンド及び不動産投資顧問業の政策的意義

本年2月に出された中間報告の背景としては、現在の不動産市場が、9年連続の地価下落、銀行の不良債権処理・各企業のリストラによる不動産の売却が相次いでおり、売り圧力が非常に大きい状況にあること、そういった状況の中で、資産デフレの懸念、即ち一層の不動産価格の下落が懸念されるので、これを何とかしなければいけないということが一つあります。

それから、もう一つは金融市場における個人の金融資産が昨年度で1,300兆円を超えて、個人の資産運用を超低金利の中でどうしたらいいかということが問題になっているということがあげられます。このような不動産市場と金融市場をつなぐパイプの役割を果たすのがこの不動産投資ファンド、及び不動産投資顧問業であるということがいえます。今後これらを整備していくことによって、不動産市場においては、買い手が創出され、資産デフレの傾向を何とか緩和できるのではないかという効果も期待できます。また、金融市場においては、長期超低金利で困っている中で、優良な投資先が創出されるという、そういった経済的な意義があるわけです。

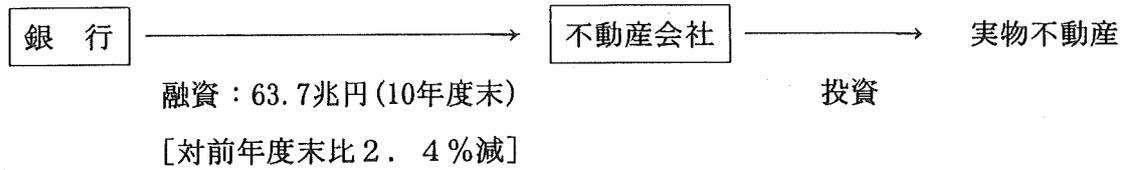
それから、良好な都市整備のための資金調達手段としてこの証券化を推進していきたいという政策的意義もありますし、不動産業の経営の所有と経営の分離、資産を所有しないノンアセットビジネス、あるいはフィービジネスを育成していくという不動産業界の将来的発展を促すという政策的な意義もあります。行政としては、そういった様々な意義を念頭に置いて、できるだけ制度面で不動産投資ファンドが使いやすいよう、またあるいは、投資家保護に資するように制度整備を行い、そういった政策目的を実現したいと考えています。

(2) 不動産証券化を使った開発事業

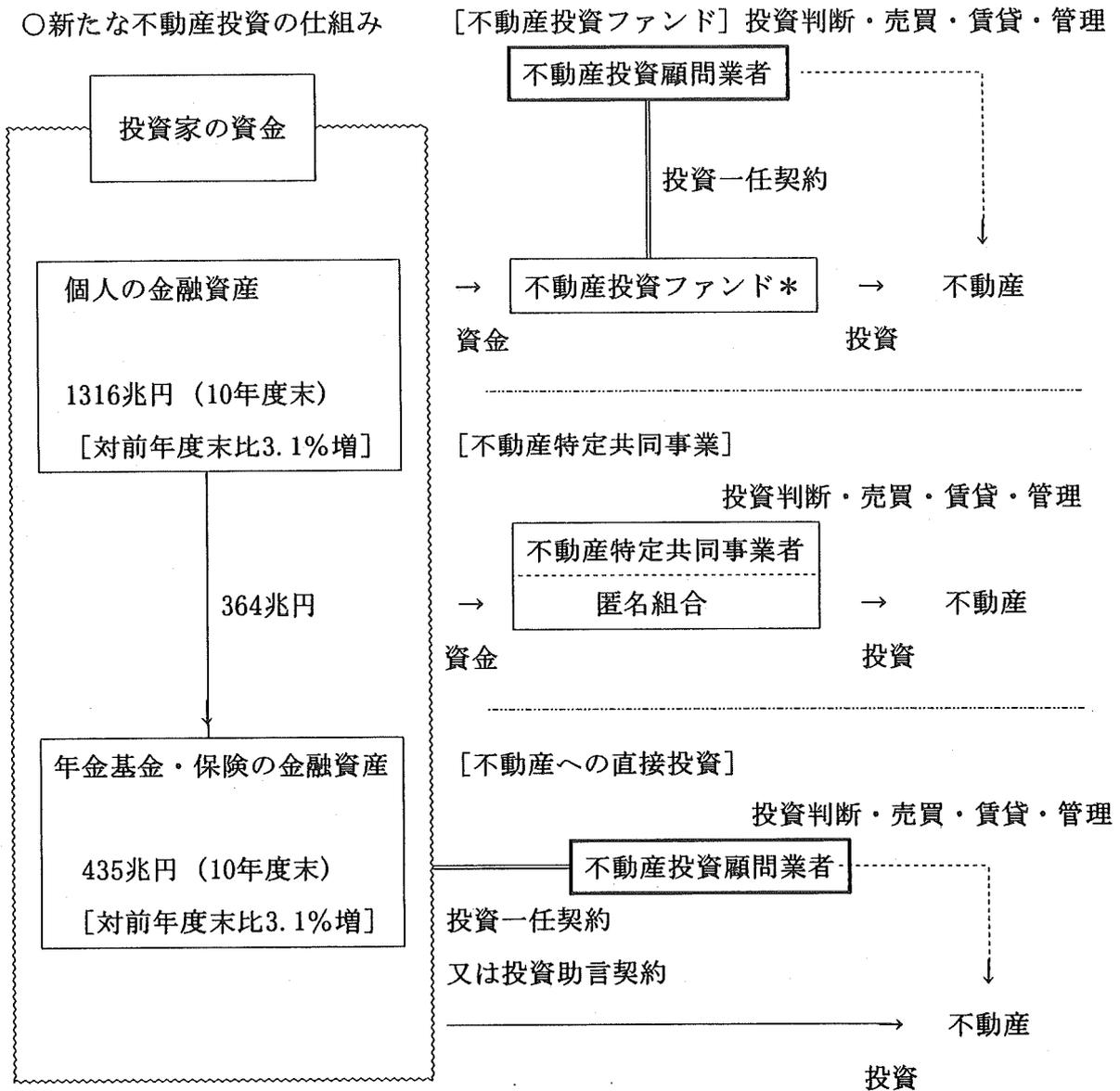
不動産の証券化には、キャッシュフローが必要ですので、大体実績は既存の稼働しておいたビルをSPCにするという形で、それをリースバックするケースも多く、実態は全く変わらないということになるケースが多いのですが、最近、開発型の証券化といったものが幾つ

不動産投資における「不動産投資ファンド」と「不動産投資顧問業」の位置づけ

○通常の不動産投資の仕組み



○新たな不動産投資の仕組み



*不動産投資ファンドには、匿名組合理型、信託型、会社型等様々な種類がある。不動産投資顧問業者は、こうした様々なファンドの不動産投資、機関投資家等の不動産投資の投資一任業務等幅広い業務分野を有するものである。

か出てきました。この3月の三井不動産の首都圏のマンションを分譲する事業がそれです。報道によりますと、総事業費が144億円で、うち105億円が証券化されたということです。これは非常に短い期間の事業であり、ことしの6月には分譲が完了し、資金回収が終わった後は随時SPCの出資持分払戻を行うそうです。マンション分譲事業については、従来特定共同事業でも三菱地所の汐留のマンション開発事業がありまして、これも総事業120億円のうち46億円が特定共同事業、それから海外SPCを経て証券化されています。こうしたことが可能なのは、やはり最近のマンションブームということもあって、かなりリスクが計算がしやすいというようなこともありますし、また、ある程度期間が限定されているので、資金回収のめどが立ちやすいということがあるかもしれません。それからまた、ショッピングセンターについて、ジャスコの新規出店5店舗について、これは第一勧銀が主アレンジャーとなって、政策投資銀行も共同アレンジをし、開発型新規出店のものを、SPC法のSPCによって証券化するという事例が出てきました。これは総事業費295億円のうち、105億円が証券化されるということですが、105億円しか証券化しないで、残りは長期のノンリコースローンが入るということです。これが9年から19年ぐらいの非常に長期のローンです。現在のSPC法のSPCは、現行法上、ノンリコースローンができないとされており、なぜこれができるのかということが疑問になります。これは資産流動化計画をみると、当初、このSPCは特定約束手形を発行して、その特定約束手形の償還のためにローンを入れるというような形態で、文理上SPC法の省令で認められる範囲内ということになります。これは金融監督庁の承認を得ているそうですので、こういった形で例外的にSPC法のSPCにノンリコースローンを入れるというような形態も可能となったということがいえます。ローンが使えると開発型も容易になるので、こういうものが出てきたというのは大変喜ばしいことではないかと思えます。

このほか、最近の事例では、森ビルのアークタワーズの証券化において、海外のSPCを使って、アークタワーズを2棟、売却代金230億円を証券化しましたが、その取得した資金を六本木六丁目再開発に投入するという形で、不動産開発が行われるというような事例もでてきました。

(3) 中間報告の概要

この中間報告には、三つ大きな柱があります。一つは、今後の不動産投資ファンドをどうつくっていくかという投資ファンドについての提言であり、良好な不動産投資商品ができるための制度の要件を提言しています。それから、次に不動産投資顧問業ですが、これは不動産投資ファンド、あるいは機関投資家の資産運用する業務を行う不動産投資顧問業者をどのように今後育成していくかという、投資顧問業者の制度についての提言です。そして3番目に、不動産特定共同事業の今後のいろいろな制度改善、特に特定共同事業で問題になってい

る倒産隔離の方式、さらに最低出資単位の撤廃の問題、持分の流動性の確保等の制度改善の提言が3番目の柱です。

この中間報告をもとに、今後の建設省の施策というのが展開されるわけですが、やはり一番大きいのは本格的な不動産投資ファンドの組成を可能にするための投信法の改正であり、中間報告で述べられた要件をほぼ満たすような形で今回の改正法案を大蔵省と協議して作成したわけです。

それから、2番目の投資顧問業の登録制度は、本年夏までには、登録を開始する予定です。

それから、3番目の特定共同事業の方ですが、これは五月雨式にやらざるを得ないかなと思います。当面急がれるのは、最低出資単位の撤廃です。その後、倒産隔離方式に着手することになりますが、これは実は、いろいろ法制上難しい点もあるので、年内をめどにやりたいというふうに考えています。このように、中間報告の3本柱については、今そういった状況で進めているわけです。

(4) 不動産投資ファンドの要件

まず第一の不動産投資ファンドの要件についてですが、大きく分けて3つほど中間報告で提言をされています。まず最初に、不動産の投資の判断実行を行う者、投資信託委託業者が投資判断業務、それから売買の代理媒介業務、賃貸業務、管理業務を各分野について、一定水準以上の業務遂行能力を有していることを的確に審査して担保するということが提言されています。これは全く当たり前かのように思いますが、実は各外国の例を見ますと、必ずしもそうではなく、例えば、アメリカのREITは、86年の法改正以前、ファンドと資産運用を行う者が一応別々の形態であり、しかも、その運用について特に要件というのがなくて特に銀行などが一般的な資産のポートフォリオとして不動産を持つという形態が多かったのです。ただ、これがバブルの影響などで、どんどん破綻し、特にチェースマンハッタン銀行が大きな破綻をしました。このため、アメリカでは86年に法改正がなされ、まさに不動産会社自身がREITになれるような制度ができたわけです。そのメリットは、やはり不動産投資のノウハウを蓄えている人がその運用を行うことができるようになったということと、もう1つは、様々な不動産の積極的な経営ができるようになったということです。従来のように消極的にポートフォリオをやるということでは利回りも良くないし、市況の変化にも対応できないケースが多いわけですが、新たなREIT、現在のREITというのは、いろいろな事業ができ、ときには開発とか再開発もやっているREITもあり、あらゆる不動産事業の収益を投資家に配分するという、そういった積極的な経営ができるようになったということが大きいと思います。

それから、オーストラリアのプロパティトラストですが、これも98年の法改正以前は、信託のファンドと運用業者が分かれた体制でやっていたりして、しかも運用業務を行うトラス

トマネージャーは特に証券ディーラーのライセンスがあればよくて、不動産の知識、経験がなくてもいいという形態でやっていました。そして、不動産ファンドをやる場合には、そのトラストマネージャーが不動産の業務をアウトソーシングして、自分は何もわからないでやっているような形態のファンドもあったわけです。それがいろいろ問題を生じて、訴訟なども多発しまして98年の法改正で責任法人（RE）という形でトラストマネージャーとファンドが一体となるような法人をつくることになり、且つ、その資産運用を行うマネージャーについては、不動産の知識経験を要求するというような法改正がなされたのです。こういった諸外国の事例をもとに、中間報告では上記の提言がなされたというわけです。

2番目は投機的な取引の抑制ですが、これは不動産特定共同事業の配慮義務規定と同じでありまして、単なる配慮義務です。したがって、投機的取引をやったからといってすぐに処分の対象になるわけではなくて、市場全体の状況も考慮して、いわば伝家の宝刀として機能させていこうとするものです。

3番目は責任の一元化というのが提言されています。これは現在の宅建業法上は、取引の一任、一任の代理媒介というのは認められておりませんで、一度不動産を特定して、書面を交付する、代理契約を結ぶというような形になっています。そういった形態だと、一体、契約当事者であるファンドの方が投資判断をしたのか、あるいは運用業者が判断したのかというのが非常に不明確になるという難点があります。これはオーストラリアの98年の法改正以前もそういった問題がありまして、訴訟の際にトラストマネージャーを訴えたらいいのか、それとも、信託の管理をしている信託銀行を訴えたらいいのかというような、そういったトラブルがありました。また、信託を扱う方としては、逆にそういった訴訟に備えていちいち弁護士に相談して、不動産取引をチェックするというようなことをやっていて取引の機会を逃してしまうとか、そういった不合理性というのもあったわけです。そういった海外の事例を踏まえて、提言では投資信託・投資法人については、投資信託業者の方に責任を集中させて、投資の一任、すなわち一任で不動産の売買の代理媒介ができるというような制度を設けるべきであるということが提言されたわけです。

5 投資信託法・宅建業法の改正について

今回の投信法の改正の概要ですが、まず最初に不動産ファンドの創設を可能にするという点です。これまで投資対象が主として証券に限られていたものを、不動産その他の資産についても可能とするということです。

2番目に運用会社の認可制ですが、まさに投資判断をする者については、金融再生委員会の認可を受けるという形になります。ただ不動産投資を行う業者については、建設大臣の協議するという形になります。

第3に、運用会社の認可の条件についてですが、投資信託委託業者は、投資法人については不動産取引をする場合、代理権をもらって取引をすることになりますし、投資信託の場合は、運用指図という形で、その投資信託委託業者の指図を受けて信託銀行が不動産売買をするという形になるのですが、この指図が宅建業法上の媒介に当たることとなります。ただ、現行の宅建業法は、そういった一任での代理・媒介というものが認めていないので、新たにこの取引一任代理等の認可というものを設けたわけです。なお、その前提として、当然不動産を扱うので、宅建業の免許は当然に必要ということになります。その免許取得の上でさらに宅建業補助の認可が必要ということになるわけです。

取引一任代理等の認可制度は、認可を受けることによって、白紙での代理媒介の権限の委任ができる、契約締結できるということと、個々の取引の際の重要事項説明をファンドに対して行う必要がないという二つの効果があります。ただ、取引の相手方に対しては当然重要事項説明が必要だというのは変わりません。

この認可制度の手続きとしては、まず最初に宅建業に基づく取引一任代理の認可を受けてもらうこととなりますが、これは何を審査するかというと、不動産投資の能力、知識経験があるかどうかという点が最大のポイントになります。取引の代理権を一任されるということは、投資家、あるいはファンドにとっては、非常に危険性の高い行為ですので、やはりきちんとした業務が行えるということを宅建業法上も確認しないと、宅建業法上の規制を緩和するということができないので、こういった基準で審査をするわけです。

それから、財産的基礎、収支見込みについても同じく審査をします。これは取引一任代理というのは当然ですが、1回きりではありませんで、一定期間資産を運用するという形になります。この場合、運用業者が途中で倒れてしまうと投資家に迷惑をかけることにもなります。そこで、きちんとした業務ができるかどうか、あるいは一定期間大丈夫かどうかを審査するために、財務要件についても併せて見るという形になるわけです。

このように、宅建業法の認可では、まさに不動産投資関係の部分だけを審査いたします。その後、投信法に基づく投資信託委託業の認可が必要になるわけです。ここで何を審査するかというと、やはりファンドをやる場合当然余裕資金の運用という形で、証券投資を行いますので、証券投資の能力があるかどうかといったこともこの投信法の認可の中で審査することになります。さらに、投資信託委託業者は、いろいろなファンドを立ち上げる能力があります。投資法人の設立企画人になるという形で、ファンドを随時つくっていくことができるわけです。設立企画人になるということはどんな証券をどういうふうに行うかということも含まれるので、まさにファンドの組成ということで、金融的な知識経験・能力も当然必要になります。そういったものはこちらの投信法の方で見ていただくということです。今後、金融再生委員会とも十分相談して、できるだけ二度手間にならないように、認可の審

査手続を定めることで、大蔵省と合意ができておりますので、そういった方向で今後協議を進めていきます。そういった意味で、宅建業に基づく認可と投信法に基づく認可は一体として機能していくということになります。

次に、投信法と宅建業法の認可の前提関係ですが、不動産に投資するファンドは大きく分けて、2種類あります。主として不動産に投資するファンド、50%以上やるものと、そうでない従としてのファンドとあるわけですが、それぞれについて、当然取引一任を行うかどうかという違いがありまして、4類型に分けられます。ところが、主として不動産に投資するファンドで、取引一任を行わないという類型は、要は不動産を特定しているということですから、こういったファンドというのは、普通SPCを使うと思いますので、レアケースということになります。これらはすべて、不動産が1つでも入れば当然宅建業の免許は必要になるということで、これは法律上投信法の認可の欠格要件になっています。

次に、主として不動産投資のファンドの運用を行うものについては、取引一任の認可が投信法の認可の欠格要件になっています。ですから、主として不動産に投資するファンドについては、宅建業法の認可を必ずとらないといけないことになります。一応法律上の整理としてはそういうふうになっているのですが、実は、不動産が49%以下のファンドでも取引一任代理をやるといようなことも概念上は考えられないことはありません。この場合は、建設大臣の協議の際に投信法の認可については同意しないという形で宅建業法の認可取得を強制をしていきたいと思います。宅建業法上、取引一任代理の認可を取らずに、一任で取引した場合は、同法34条の2、3の書面交付ができないという形になりまして、宅建業法違反になります。ですから、書面の交付ができなくなった時点で違法行為になるようなファンドをあらかじめ認可するわけにいかないのが、認可の際にそういった指導をしていくという形になるかと思えます。

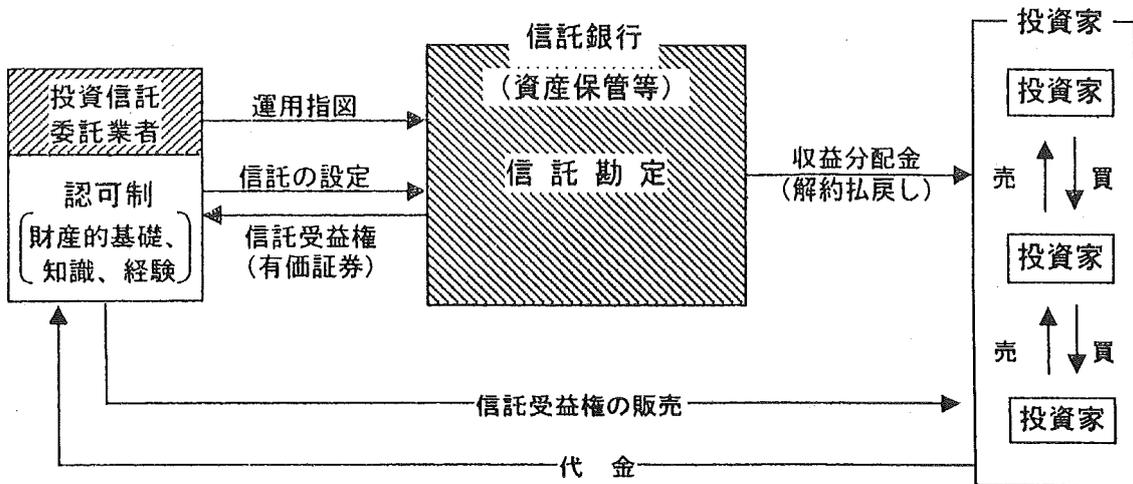
残りは全く取引一任をしないファンドがありえます。これはどういうケースかちょっと想定しづらいのですが、主として証券に投資するファンドで余裕資金があって、たまたまいい不動産があって、それを資産運用契約の中、あるいは投資信託契約の中で特定してその不動産を持つというようなことが仮にあったとすれば、これに当たると思えます。その場合には、当然宅建業法上の認可は必要ないということになります。

それから、宅建業法の認可の基準ですが、財務要件と知識経験の基準があります。具体的な要件については、今後省令で定めるということになりますが、現在の証券投資信託では、資本金1億円以上、3年以内に黒字になるなど、良好収支見込みが規定されており、それがベースになるかと思えます。

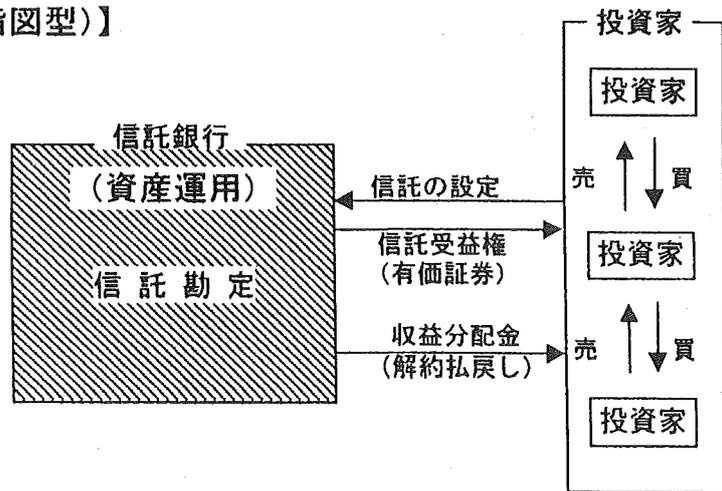
それから、知識経験の要件ですが、これも今後十分詰める必要がありますが、前述の不動産投資市場整備検討会の中間報告にあった十分な知識経験の要件をベースに、投資判断、売

証券投資信託及び証券投資法人に関する法律の一部改正 (資産の運用のための仕組み)

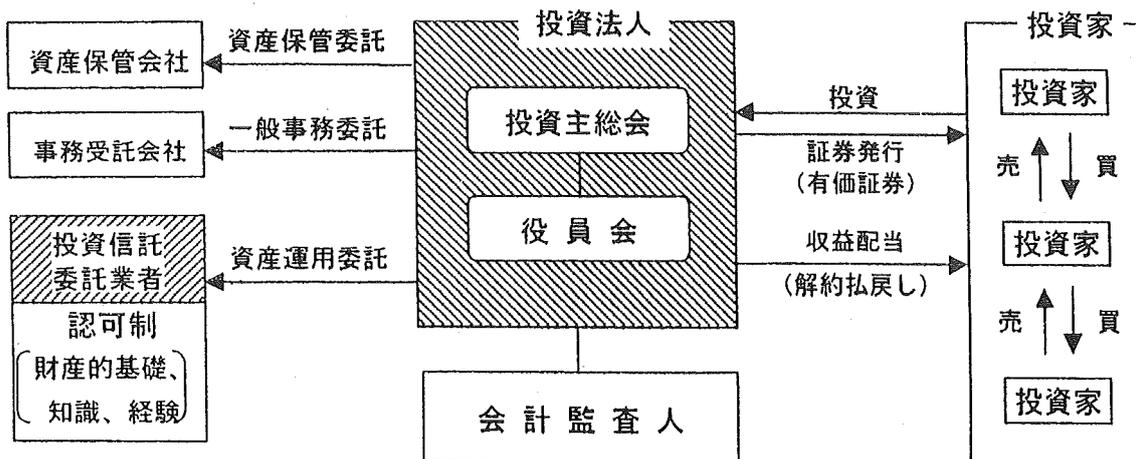
【投資信託制度 (委託者指図型)】



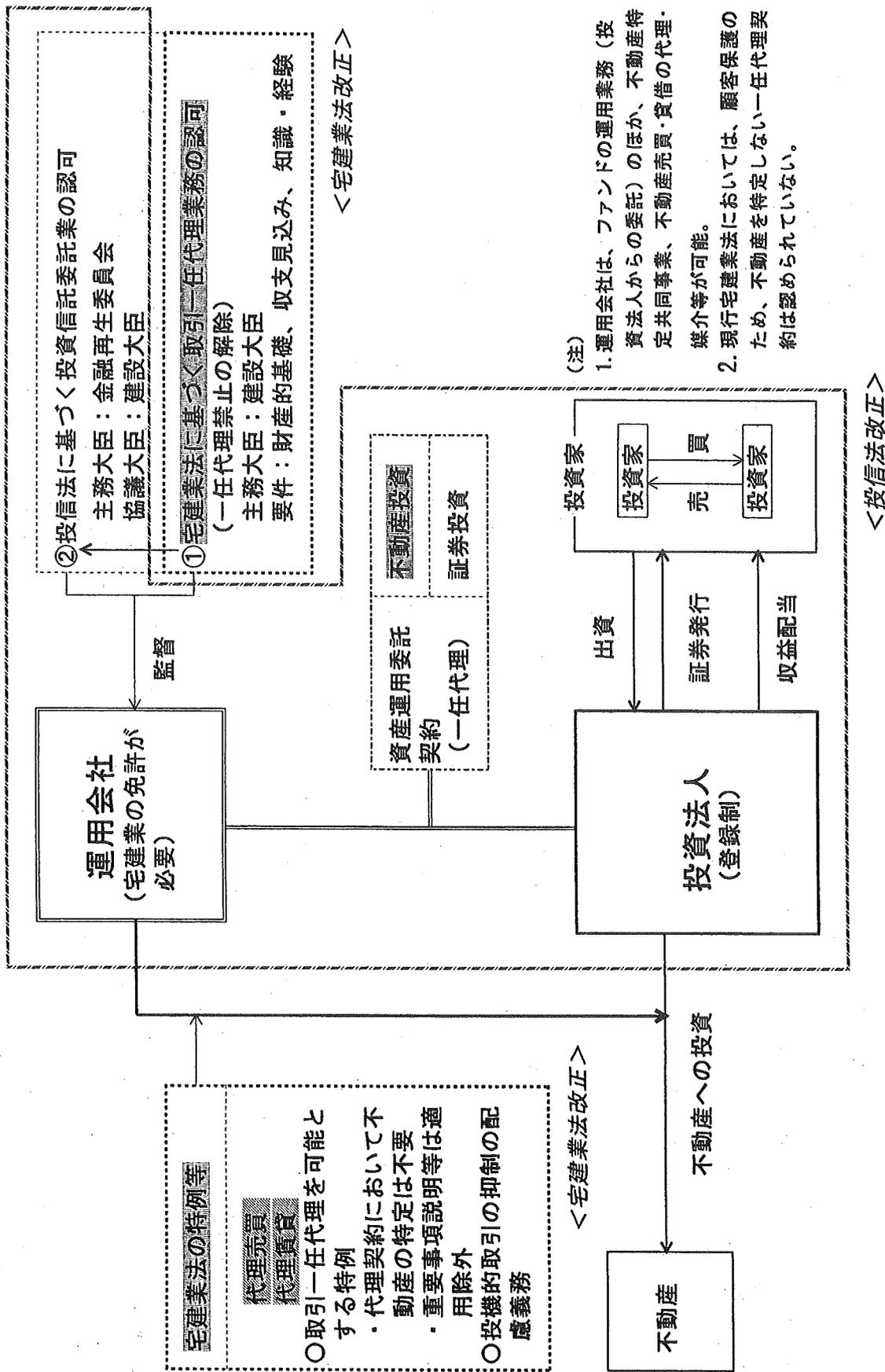
【投資信託制度 (委託者非指図型)】



【投資法人制度】



不動産投資ファンド（投資法人方式）の仕組み



買、賃貸、管理の4つの分野の能力が要件になると思います。しかもこういった投資信託、投資法人は非常に大きなファンドですから、当然、ある程度の規模以上の不動産について、投資判断等の経験があるということがこの知識経験の要件になると思います。これらについても今後大蔵省と協議する事項です。

それから、投機的取引の抑制というのがありまして、これは前述のとおり、不動産特定共同事業法でも、こういった配慮義務の規定がありまして、投機的取引をやったらすぐ義務違反になるかという、必ずしもそうではなく、仮にバブルのようにあちこちでこういったことを起こしているということになった場合には、その際の指導の根拠としてこの規定を使っていこうという趣旨で入れたものです。

次に、運用会社の兼業の範囲ですが、不動産特定共同事業、それから不動産売買媒介代理の業務については兼業できるというふうに書いてあります。これにはいろいろ伏線があって、去年の金融審議会でも大分議論になりましたが、不動産会社本体がこういった投資法人の運用とか、投資信託業はできないかということをご提案申し上げまして、いろいろ先生方も真剣にご議論いただいたのですが、やはり自分の会社で不動産投資をしているということになると、一つは利益相反的な立場に立たされる恐れがあることになります。あるいいビルの物件が出できたときに、自分でそのビルを買うのか、それともファンドを優先してファンドにいいビルを入れるのかという、利益相反の関係で投資家の疑念が生ずるのでまずいという意見がありました。それから、もう一つはリスクの管理です。当然不動産を自社勘定で持つというのは、その会社の信用リスク、倒産するリスクに影響があります。証券会社の場合は兼業を認められず、自社勘定でも証券投資をしているということなんですが、実は証券会社は、証券業法でリスクコントロールがされていまして、自己資本規制比率、すなわちリスクよりも120%以上自己資本等があるという規制を常時守ることで、大丈夫なんです。実際には不動産会社についてはそういった業法による規制がありませんので、リスクコントロールができないではないかというような指摘がありました。投信委託業者が仮に倒産したとしても、ファンドに直接影響はないのですが、ただ資産を運用する人がなくなるということは、投資家にとっては大変なデメリットですので、できるだけいい金融商品をつくるという観点から、やはり運用業者にリスクがあるというのは、業務を認可する上で望ましくないということで、不動産会社自身がこれに参入するというのは基本的にはできないということになったわけです。ですから、兼業の範囲というのは、今言ったような考え方で、利益総反的な立場に立つもの、リスクがある事業はだめということになります。また、ファンドの運用に関係のない業務もだめです。これらは個別に認可されるので、どこまで兼業できるかというのはある程度広がりがあるのですが、建設省として大蔵省との調整過程で申し上げたのは、やはり不動産会社が参入してきた場合に、ある程度兼業で収益基盤が安定するようにしてほし

いということです。まず、同じファンドの運用業務で実績のある不動産特定共同事業、これはぜひ認めてほしいということで、認められることになりました。それから、不動産の売買の媒介代理ですが、これはファンドの運用業務として、ファンドの不動産を売ったり買ったりするという事は、当然に媒介代理業務に当たりますが、これでの兼業というのはそれではなく、ファンド以外の物件について媒介代理をするというのを、兼業として認可を受けて認めようということです。

それから、政省令で規定する予定ですが、不動産投資顧問業も認められるということで、一応法案の協議の段階で大蔵省の了解をいただいています。これも資産運用の業務ですし、また、リスクがあるというわけでもないで、これも認められるとのこと。

さらに、SPCの管理受託ですが、これも自分で不動産を持つわけではないので、兼業として認められるという方向で、今後政省令を定めていくこととなります。この程度兼業を認められれば、大体業界としても十分ではないかというご意見もいただきまして、一応そういった方向での制度整備というものを進めているわけです。

最後に投資法人に対する宅建業法の適用関係ですが、SPCは一律に宅建業法を適用しないという条文の規定を置いています。投資法人については事業性があるということで、全くの適用除外ということではなくて、みなし免許の形にして、一定の規定を除外していくという方式をとっています。基本的な考え方としては、自ら売主としての責任（手付金の保証等）については、投資法人にも宅建業法の規制がかかるようにしています。ただし、取引主任者の設置とかコストのかかるようなものは除外しておりますし、重要事項説明のように、投資信託委託業者が行うような業務を二重に行う必要はないので、こういった規定はすべて適用除外にしています。

6 SPC法の改正

現在のSPC法は非常に使いづらいということが、昨年の中半から自民党の資産流動化プロジェクトチームでいろいろ問題になりまして、いろいろな業界からヒアリングをしました。その後、建設省でも実際にSPCを作られた方から様々な問題点をお聞きしまして、制度改善の要望を大蔵省に提出して、いろいろな改善をしていただいたという経緯で、今回の改正がなされました。改正の概要は次のとおりです。

まず最初に、登録制から届出制への変更ということです。現在は登録制ですから事前審査で、申請してから登録まで2カ月かかるという状況です。また、申請前の事前の相談でも1カ月ぐらいかかってというわけで、3カ月ぐらいかかってしまうということです。これは、決算期が迫って、ぜひ不動産を売りたいといっている売り主との交渉で、いきなりSPCをそれからつくるので2カ月、3カ月かかるので、決算に間に合うかどうかわかりませんとい

うのでは、非常に使いづらいものになります。そこで、今回届出制に改正され、事後審査になりますので、届出とともに業務を開始できることになります。上記の取引のタイミングという点では、改正後はそれを逸せずこのSPCが使えるのではないかと思うわけです。

次に、定款から資産流動化計画を記載するのを落としたというの也有ります。当初の設立のときに、こういった証券を発行するかというのはわからないので、投資家がある程度目星がついて、こういった利回りでこういった証券が欲しいというような、煮詰まった段階で流動化計画の中に書けばいいので、これを証券発行の直前に流動化計画を提出するというような措置で今後は変更不要になるというようなメリットもあります。さらに、最低資本金は現行の300万円から10万円に引き下げられます。

さらに、不動産の運営に関しても各種の点で柔軟化されます。優先出資の減資がこれまでできませんでしたでしたが、これが可能になります。SPCの余裕資金の運用は、安全な資産に限られておりますが、利回りが非常に低いため、減価償却により余裕資金が貯まるとSPC証券全体の利回りが低下してしまいます。ですから、これをできるだけ有利な利回りにするためには、余裕資金を投資家に返した方がむしろ利回りがよくなるのです。つまり投資家の希望としては早く返してくれということです。そこで優先出資の減資を認めることにより、減価償却費等の余裕資金を投資家に早期に還元するということが可能になったわけです。

ノンリコースローンについても規制が緩和されます。現行法上は、原則として恒常的なノンリコースはできません。認められているのは、資金繰り上、一時的に借り入れるもので、将来証券を発行して、ローンは返済するというのが基本的考え方です（ただし、前述のとおり、ジャスコの方式によるノンリコースローンは可能です）。ですから、短期借り入れというのは念頭に置かれたわけですが、法改正により、資産取得のためのノンリコースローンは可能になります。

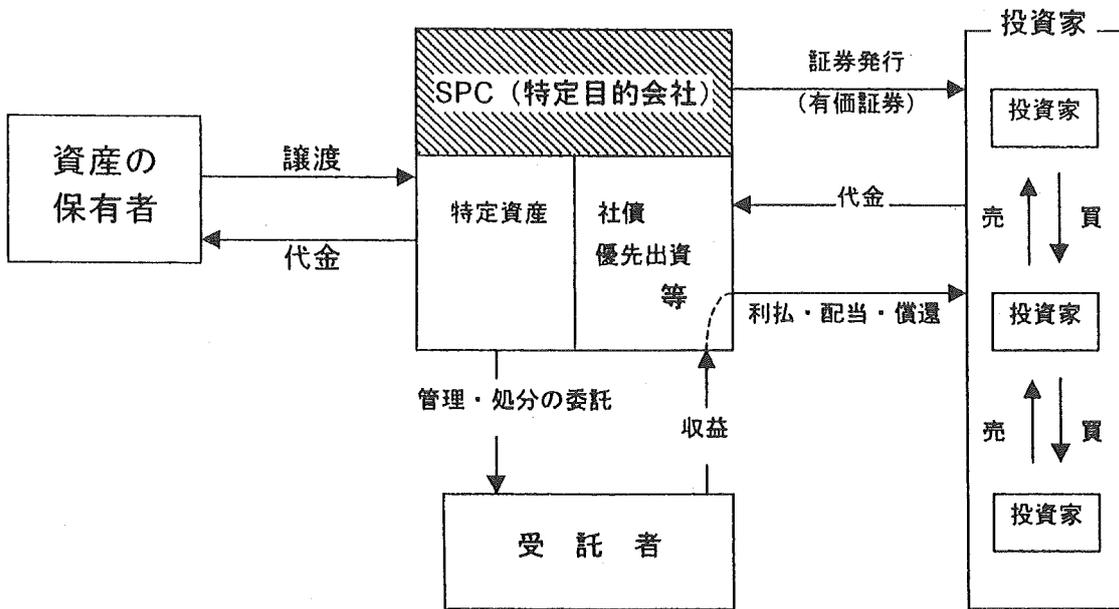
また、資金調達の上で、優先出資の時価発行増資ということも可能になります。SPCが運営を開始したのち、途中で資金がいる場合に有利な価格での証券を発行でき、柔軟な資金調達による不動産運営、投資が可能になるわけです。

倒産隔離の措置については、現在、海外SPCを使っていますけれども、これを国内の特別の信託制度でできるようになります。

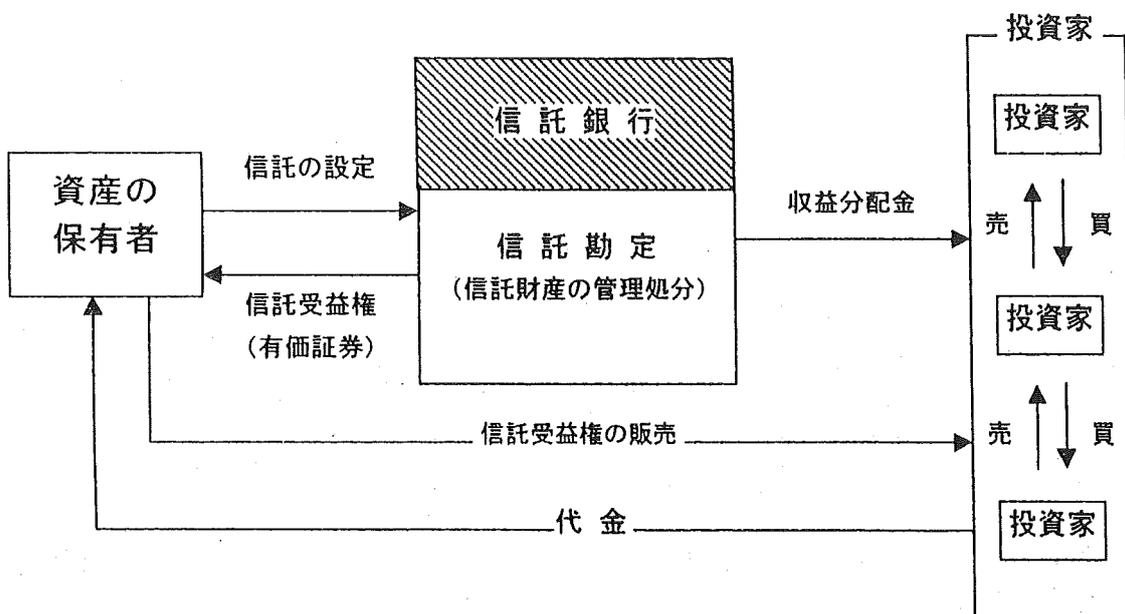
それから、不動産を譲渡したオリジネーターは、不動産の発行する証券の販売をできるようにしたということも大きな改正点です。これまで不動産会社がSPCで証券化した場合、証券の販売は証券会社に限られていたので、不動産会社の方が証券会社の方と一緒に投資家を回って販売しているというような無駄なコストがかかっていました。今後は不動産会社単独で投資家に売ることができ、販売コストも削減可能になります。ただ、これは当初の募集時だけに限られ、一旦発行されたものを二次売買する場合は、価格が証券市場の価格になり

特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律の一部改正 (資産の流動化のための仕組み)

【特定目的会社制度】



【特定目的信託制度】



ますので、その販売は証券会社に限られます。

7 不動産投資顧問業の登録制度

(1) 制度の趣旨

今般建設省で実施する不動産投資顧問業登録制度の基本的性格は、登録を義務づける制度ではなく、事業者の任意の登録申請に基づき登録するものです。登録に当たって、事業者の能力や財産的基礎を審査し、一定水準以上の業務遂行能力を担保し、それを標識や登録簿により公示すること、また、登録業者は、投資家保護のための一定のルールの遵守を義務付ける仕組みにして、業務の適正を担保することが制度の骨格です。このように、この制度は、業を規制するものではなく、要は登録を受けている方というのは、能力的にも建設省の審査を受けて一定水準があるし、また、やっている業務もルールをちゃんと遵守して投資家保護上問題のない方だという、そういう顧問業の社会的信用性を確立して、投資家の方が安心して、登録を受けている業者に不動産投資の業務を頼めるようにするという制度です。したがって、この登録制度の目的は、業務の適正な運営の確保、投資家の保護、業務の健全な発展ということになります。

(2) 投資顧問業と宅建業法との関係

・助言業務

不動産投資顧問業のうち助言業務については、原則として現行法の枠内で自由にできます。しかし、助言の報酬は、宅建業の媒介手数料の規制との関係で制約があります。宅建業の媒介行為は、通常不動産取引についての助言を伴いますが、それは不動産投資顧問業の定義から除かれています。これは、宅建業法の規制上、3%という媒介報酬の上限規制があって、その中に当然媒介に通常伴う助言の費用というのは含まれているという考え方が背景にあります。つまり、媒介の際、助言したから3%のほかに助言料を払えというのは、禁止されているということです。従って、ここでいう助言業務というのは、そういった媒介業務における助言とは異なる、特別な投資についての助言、その助言だけで報酬がもらえるような独立した業務ということになります。これは、今年の9月に不動産コンサルティング技能登録者についての報告書が出まして、同時に建設省が事務連絡というのを出しました。この中で、媒介手数料のほかに、コンサルティング報酬を収受できる要件として三つの要件を定めています。一つは、このコンサルティング（投資助言）について、必ず助言の成果である不動産取引を、当該助言業者が媒介をするということを前提としてはいけないということ。この場合、結果的に助言をした業者に媒介を頼むということはあるけれども、それをあらかじめ予約をして、拘束してはならないということです。2番目に書面でその（投資助言）契約を結ばなくてはいけないということ。3番目の要件は、書面で成果を提出するというような

ことが原則ということですが、したがって、ここでいう助言業務というのも基本的にこの三つの要件を満たすものを念頭に置いているということになります。

それから、定義規定で注意していただきたいのは、不動産鑑定業です。これは国土庁ともいろいろ調整をしたのですが、不動産の価値を価格として表示するというのが鑑定業ですが、助言業務というのは投資判断の助言ですので、単なる価値の表示というのは助言業に含まれないということです。

・投資一任業務

投資一任業務に関しては、前述のとおり、実物不動産の投資一任は、宅建業法の規定で原則として禁止されており、法改正後は取引一任代理の認可を受けなければならないという仕組みとなります。総合不動産投資顧問業の登録を受けた場合もこのような法規制の範囲内の業務しかできません。すなわち、宅建業法は、取引一任代理等ができる類型を、投資信託、投資法人、特定目的会社、特定目的信託の4類型に限定しており、一般的には取引一任代理等は認められないという法律の仕組みになっています。ただし、不動産実物売買を伴わないケース、例えば不動産を信託受益権に換えた場合、あるいは一旦SPCに移して匿名組合持分に換えたり、あるいは証券とか劣後ローンとかに権利を変換して、その変換された権利をファンドに一任で出し入れするという業務は、宅建業務上違反にはなりません。このため、この3月から運用を開始されました三井不動産のオフィスビルファンドの投資一任業務というのは、全く宅建業法上問題がないわけです。総合不動産投資顧問業者の業務として、改正宅建業法施行以前の現行法上できる業務の例としては、このようなものではないかと思います。

(3) 登録の審査基準

登録審査の具体的な内容なんですが、一般不動産投資顧問業（助言業務を行うもの）と総合不動産投資顧問業（投資一任業務を行うもの）で、大分要件が違います。この考え方としては、助言業務というのは、いろいろな助言形態があり、1回こっきりの助言もあれば一定期間やる場合もある。また、不動産投資の扱う対象不動産についても、大きなものもあれば小さなものもあるだろうし、その投資についても、投資判断そのものにかかわる部分もあるだろうし、その前段階に当たるような割と抽象的な部分もあるかと思っています。そういったような、非常に広い業務形態であるということから、特に組織的な要件というのは設けてありません。ですから、個人でもできますし、また実行行為を伴わないので、宅建業の免許は不要です。審査基準としては「公正かつ的確に遂行できる知識経験」ということになります。これは小さな不動産の経験でもいいということで、宅建主任者、不動産コンサルティング技能登録者、ビル経営管理士、不動産鑑定士、同士補といった資格については、不動産投資に係る助言業務の知識として十分考慮されることになります。

次に、総合不動産投資顧問業については、投資一任業務が主体になりますが、これは不動

産投資に関し、ある程度長い期間資産運用をするという業務ですから、継続的な業務形態であるといえます。したがって、審査基準に組織的な要件を設け、資本金1億円以上の株式会社形態と、それから収支見込みも今後3年間の収支を見るというような要件になっています。

さらに、人的・組織的な要件として、業務統括者という概念を設け、投資判断、不動産売買、賃貸、管理の4業務について、それぞれ業務統括者を置くことが求められます。ただ、これは兼務してもよく、一人の業務統括者が4業務すべてを統括するという体制でも構わないこととなります。業務統括者については、この4業務についての十分な知識経験を有しているということが要件になります。具体的には、それぞれの業務について、数十億円程度以上の不動産について、3年程度の業務経験があることが理想として望ましいと考えています。ただ、形式的にそれを満たさない場合でも、組織全体としてみて十分な業務遂行能力があれば、この要求を満たすということで、個別に審査することになります。

(4) 行為準則

利益相反行為の禁止など投資家保護のためのルールについては、登録を受けた顧問業者は遵守をする必要があり、仮に違反があった場合には、登録の取消になります。逆にみると、登録を取り消されていないということは、こういったルールを守っている適正な業者だという証明になるわけです。

勧誘や契約締結の際の書面交付義務については、基本的に証券投資顧問の規定にならって義務づけています。これらの書面については、プロの投資家については適用除外という形で規制を緩和しています。

金銭または有価証券の預託の禁止ですが、これは宅建業として売買代金等を預かるという場合がありますので、それはここには含まれないということを規定上明確にしております。それから、金銭の貸付、媒介の禁止ですが、これも宅建業の場合は、いわゆるローンのあっせんというのがありますので、それは宅建業として行う場合はこれを除くということにしています。ただ、「ローンをつけるから投資してください」というような投資判断に関わる形でのあっせん等は、投資顧問業の範囲内となり、禁止されます。

小口取引の禁止は、一般の投資家、個人投資家の保護ということで、投資一任契約については1億円に満たないものは行わないというようなことを定めています。

利益相反行為については、顧客の利益を害する行為のみが禁止されますが、自己取引から双方代理（ファンド間取引、顧客相互間取引）、通常の実行条件と異なって投資家の利益を害するような行為、親会社、子会社等利害関係者に利益を供与させるような行為、媒介手数料を稼ぐために不必要な取引を行う行為等については、助言業務の場合も投資一任業務の場合も、ともに禁止されます。

クーリングオフについては、プロの投資家は適用除外ですが、個人投資家の保護のために

10日以内のクーリングオフの規定を契約に盛り込むルールが適用になります。

プロ投資家の範囲は、不動産会社、金融機関、資本金5億円以上の会社等です。特に注意を要するのは、特定目的会社等ですが、これはファンドをつくって、そのファンドの不動産投資顧問業を行おうという場合には、一々SPCなどピークルに書面交付するということは意味がありませんので、こういったものは全部適用除外にするという考え方です。これらは今度の投信法の改正法が施行になった場合には、本規定を改正し、投資法人等をプロ投資家の範囲に加えて適用除外をしていく必要があります。

(5) 行政上の措置等

建設大臣による業務の改善に関する勧告の規定があり、投資家の利益を害する事実があったときは勧告になります。さらに、重大なケースに対しては、登録の取消の規定があります。不正行為、公益を害する行為、投資家に重大な損失を与えた場合、資産内容が不良となったとき（総合不動産投資顧問業者に限る）とか、法令違反、勧告に従わなかったときというのが要件に当たります。

(6) 不動産投資顧問業の将来

この任意の申請を基本とする登録規定は、過渡的な形態と思っており、将来的には当然投資顧問業を法律上位置づけることが必要だと考えています。一応小口の投資家の資金を集めるファンドの制度については、今回投信法ができましたので一段落ですが、やはり今後の投資顧問業法のメインは、年金基金等機関投資家の資産運用の受託でしょう。年金基金については、厚生年金基金法で投資一任業務を受託できる機関が限定されていて、信託銀行、生命保険会社、有価証券投資顧問のうち投資一任業務をできる業者、三つとされています。すなわち、現在不動産会社が投資一任を受けるということは法律上できないということになっています。現下の低金利の状況で、年金基金側も運用に困っているというような事情があり、不動産投資商品で優良なものが出れば、今後は不動産投資をしたいというようなこともニーズとしてあるわけです。したがって、今度の投信法によって、不動産投資商品がこういった優良な利回りを示すかということも注目されていますし、投信等で優良な実績を上げた信頼できる不動産投資顧問業者が登場してくれば、そういったニーズも更に高まると思われれます。そのような状況になれば、法律の形で投資顧問業法をつくり、同時に厚生年金基金法も改正するということが実現できるのではないかと思います。

現行法の規制の下では、年金基金の投資については助言業務という形でしかできないわけですが、当然、助言での実績というものが評価されれば、一任ということも将来的に十分考えられると思いますので、そういった方向でもまた実績を積み重ねていただきたいと思えます。

8 不動産特定共同事業の倒産隔離方式

倒産隔離の仕組みについては、倒産隔離会社がケイマンSPCなどをつかって、その議決権の株式をケイマンSPCに持たせ、そのSPCの議決権のある出資をチャリタブルトラストに宣言信託し、他の主体のガバナンスを排除するという方法が一般的にとられています。不動産特定共同事業の倒産隔離方式は、このような倒産隔離された会社が匿名組合を組成する、つまり、不動産特定共同事業の許可を受けて共同事業を行うという形態を想定しています。現在、不動産特定共同事業の子会社方式については、3つぐらい要件があって、(1) 他業禁止、(2) 親会社が100%子会社の株式を所有する、(3) 親会社がこの子会社の債務保証をするという要件になっていますが、不動産特定共同事業の倒産隔離方式の場合は、(1) 他業禁止のほか、(2) 倒産隔離をする、(3) 運用業務と販売代理業務を資本金1億円以上の特定共同事業者の方に全部業務を委託するという、この3つの要件を基本に仕組みをつくりたいと思っています。ただ、倒産隔離会社からの投資一任契約は、前述のとおり、宅建業の取引一任代理等の認可の4つの形態に、不動産特定共同事業は含まれていませんので、この倒産隔離方式はファンド型事業はできないこととなります。そこで、不動産を特定する通常の不動産特定共同事業を念頭に置いてこの仕組みをつくっていきたいと考えています。実際に倒産隔離に意味があるのは、社債の格付けですから、それは不動産が特定されたタイプでリスクがある程度限定されている場合がメインとなるので、このような限定があっても当面は問題はないと考えています。

9 結び

以上、投信法の改正法や不動産投資市場整備検討会の中間報告を中心としまして、現在の制度整備の状況、さらには今後の課題について述べさせていただきました。既に、投資法人方式の不動産投資ファンドの組成を目指して準備を進めている企業も多く、今後この分野は飛躍的に発展していくことが十分に期待されます。建設省としては、より使い勝手がよく、また投資家保護にも資する適正な不動産投資制度の構築に努めてまいり所存です。そのためにも、また実務に携われる皆様の率直なご意見をいただければと思います。

[えんどう まこと]

[前建設省建設経済局不動産業課不動産市場整備室長]