

(はじめに)

令和元年6月5日に金融商品取引業等に関する内閣府令等が改正され、不動産信託受益権を運用するファンドやリートについて、ファンド・リート相互間取引に係る権利者の同意要件が緩和された¹。以下では本改正の概要について、関連制度等にも言及しつつ説明を試みることにする。

なお、金融商品取引法関係の法令名については、以下の略称を用いている。

- ・金商法:金融商品取引法
- ・金商令:金融商品取引法施行令
- ・金商業府令:金融商品取引業等に関する内閣府令
- ・金商定義府令:金融商品取引法第2条に規定する定義に関する内閣府令

(従前の運用財産相互間取引の取扱い)

金商法においては、金融商品取引業者等は、その行う投資運用業に関して、運用財産相互間において取引を行うことを内容とした運用を行うことを禁止している(金商法第42条の2第2号)。例えば、アセットマネジメント会社がA投資法人とB不動産ファンドからそれぞれ資産運用を受託している場合に、A投資法人の運用資産に属する不動産をB不動産ファンドに売却するといった運用はまかりならんということである。これは、投資運用業を行う金融商品取引業者等は、それぞれの権利者に対して忠実義務を負うことから(金商法第42条)、一方の権利者の利益のために他方の権利者の利益を犠牲にする行為は許されないという趣旨である²。

しかしながら、運用財産相互間取引であればすべて忠実義務違反になるとは限らない。そこで、運用財産相互間取引については、投資者の保護、取引の公正又は金融商品取引業の信用を毀損するおそれのないものとして内閣府令に定めるものについては、禁止対象から除外されている(金商法第42条の2ただし書)。具体的には、本改正前には金商業府令第129条第1項第1号から第5号(現行第6号)までに列挙されていた。

このうち、第1号に挙げられているものは、運用終了、解約金等支払いなど運用裁量の限られた行為が主であるが、「双方の運用財産について、運用の方針、運用の財産の額及び市場の状況に照らして当該取引を行うことが必要かつ合理的と認められる場合」(同号イ(4))という一般規定も存する³。ただ、取引対象となる有価証券は、上場有価証券、公債、社債等典型的に取引価額の公正性が確保されていると認められるものに限り⁴(こ

¹ 本改正の概略については、『『金融商品取引業等に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令(案)』に対するパブリックコメントの結果等について』(令和元年6月5日 金融庁) (<https://www.fsa.go.jp/news/30/shouken/20190605.html>) 参照。

² 神田秀樹・黒沼悦郎・松尾直彦(編)「金融商品取引法コンメンタール 2」(商事法務 2014年)(以下「コンメ2」という。)p442〔石田眞得〕。

³ ここでの「必要かつ合理的と認められる場合」とは、運用財産相互間取引を行う両ファンドそれぞれにおける当該「売り」又は「買い」の投資判断に必要性・合理性があり、かつ、当該投資判断に基づく最良執行のために運用財産相互間取引が行われる(又は最良執行のために行った取引が結果的に運用財産相互間で対当する)場合とされる(「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」(令和元年8月 金融庁監督局証券課)p283)。なお、本指針では、該当する具体的事例も挙げられている。

⁴ 平成19年7月31日金融庁パブリックコメント(以下「H19パブコメ」という。)p430 No.21、コンメ2 p445〔石田眞得〕。

これらの取引を「対象有価証券売買取引等」と称している(同号ロ・同条第2項。)、不動産信託受益権は含まれていない⁵。

第2号は、双方の運用財産の全ての権利者に説明し、同意が得られた場合である。ただし、受益証券発行信託⁶の受益証券、信託受益権、いわゆる集団投資スキーム持分⁷に係る法律行為については、同意しない権利者に買取請求を認めることを条件に、全ての権利者の半数以上、かつ、全ての権利者の権利の4分の3以上の同意を得ることにより行うことができる。この同意要件については、登録投資法人⁸と締結する資産運用委託契約⁹その他投資一任契約¹⁰、投信法の受益証券¹¹により拠出を受けた金銭等の運用は、適用対象から除かれている(金商法第2条第8項第15号本文括弧書)。

第3号は、適格機関投資家等特例業務¹²について、双方の運用財産の全ての権利者の持分の3分の2以上の同意で、運用財産相互間取引を認めている。取引対象となる有価証券は、第1号と同じ上場有価証券、公社債等(対象有価証券売買取引等)に加え、不動産信託受益権も対象となっている(同号ロ・同条第2項)。適格機関投資家等特例業務であるから、集団投資スキームを念頭に置いた規定であり、投資法人への適用はない。

第4号は、適格機関投資家等特例業務であって(第3号本文括弧書)、上場有価証券、公社債等の取引(第1号・第3号で対象とされている対象有価証券売買取引等)及び不動産信託受益権の売買以外の取引について、双方の運用財産の全ての権利者の持分の3分の2以上の同意で、運用財産相互間取引を認めている。

旧第5号(現行第6号)は、投資者の保護、取引の公正又は金融商品取引業の信用を毀損するおそれのないものとして金融庁長官等の承認を受けた取引を挙げている。

したがって、不動産投資法人が不動産信託受益権について運用財産相互間取引を行おうとする場合には、個別の取引ごとに、第2号に基づき全ての投資主(投信法第12条第16項)の同意を得るか、旧第5号に基づき個別事例ごとに金融庁長官等の承認を得る必要があった¹³。これらのうち、旧第5号については、金融庁長官等

⁵ 未上場有価証券、抵当証券、不動産信託受益権等は、その価額評価に困難性を伴うことから、対象有価証券売買取引等の対象に含まれていない(日野正晴「詳解 金融商品取引法[第4版]」(中央経済社 2016年)(以下「日野」という。)p770)。

⁶ 信託行為において受益権を表示する証券(受益証券)を発行することができる旨の定めのある信託をいう(信託法第185条)。投資信託等については、特別法で有価証券の発行が認められているが、平成18年の信託法全面改正により、これが信託一般に認められることを明確化したものである(新井誠「信託法[第3版]」(有斐閣 2008年)p36・397)。

⁷ 集団投資スキーム持分とは、①権利者(出資者)が金銭等を出資・拠出すること ②出資・拠出された金銭等を充てて事業(出資対象事業)が行われること ③出資者が出資対象事業による収益の配当又は財産の分配を受けられることができる権利であることという3つの要素からなる権利をいう(金商法第2条第2項第5号、松尾直彦「金融商品取引法[第5版]」(商事法務 2018年)(以下「松尾」という。)p67)。匿名組合出資持分が代表的である。

⁸ 投資信託及び投資法人に関する法律(以下「投信法」という。)第2条第13項。内閣総理大臣の登録を受けなければ投資法人は資産運用をすることはできない(投信法第187条)。

⁹ 投信法第188条第1項第4号。登録投資法人は、資産運用会社への資産運用業務の委託が義務づけられている(投信法第198条)。

¹⁰ 当事者の一方が、相手方から、金融商品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相手方のため投資を行う(投資一任運用行為)のに必要な権限を委任されることを内容とする契約をいう(金商法第2条第8項第12号ロ)。自ら投資判断を行うか、投資判断の助言にとどまるかに、投資一任行為と投資助言行為(同項第11号)との相違がある(松尾 p351)。

¹¹ 投資信託に係る信託契約に基づく受益権を表示する証券(投信法第2条第7項)。

¹² プロ投資家のみを出資者とするファンドについて、一般投資家を念頭に置いた規制を相当程度簡素化し過剰な規制とならないように配慮した特例である(黒沼悦郎「金融商品取引法」(有斐閣 2016年)p714)。集団投資スキームを用いたいわゆるプロ向けファンドの自己私募業務又は自己運用業務であり、金融商品取引業登録が不要であり(金商法第63条第1項本文)、事前の届出で足りる(同条第2項)。出資者等は、金融商品取引業者、銀行等の適格機関投資家(金商法第2条第3項第1号、金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令第10条)及び49名以下の投資判断能力を有する一定の投資家等(金商令第17条の2第1項)に限られる(松尾 p131~132・377)。

¹³ 個別事例ごとに承認を得る必要がある点について、H19 パブコメ p429 No.17。

の承認を得るのは実務上非常に煩雑であり、事実上困難であった。

また、第2号による場合は、その取引価額は「前日の公表されている最終の価格に基づき算出した価額又はこれに準ずるものとして合理的な方法により算出した価額」による必要がある(金商業府令第129条第2号ロ・第128条第2号ロ(3))。不動産信託受益権についてこのような価格付けが可能かとの懸念もあるが、ここでの「合理的な方法により算出した価額」とは、商品属性に応じ適切な市場慣行に従った合理的な算定根拠に基づく価格を意味し、不動産信託受益権について不動産鑑定士の評価に基づき価額を算出する手法は、ここでの「合理的な方法」に当たるとされている¹⁴。

ちなみに、第3号と第4号との違いは、その取引が「公正な価額」(対象有価証券売買取引等の場合)又は「合理的な方法により算出した価額」(不動産信託受益権の場合)によるか否かである。第4号の取引対象となっている有価証券は、そもそも公正又は合理的な価額の算出が困難なもの(未上場有価証券等)ということになる。

なお、集団投資スキーム、例えば匿名組合出資による場合、その営業者であるSPC¹⁵が自ら当該匿名組合出資分を運用する行為は、金商法第2条第8項第15号ハに掲げる権利の運用に相当し、金商法第28条第4項第3号に定める投資運用業に該当することになる。したがって、SPCは投資運用業の登録を受ける必要があるが、単なるビークルであるSPCが投資運用業の登録要件を満たすことは事実上困難であることから¹⁶、投資運用業者との間で投資一任契約を結び資産運用を一任することになる。

この場合でも、SPCによる投資一任行為自体が投資運用会社の選択という投資運用行為に該当するのではないかとの懸念が残るが、この点については、金商定義府令において、改めて運用財産相互間取引禁止の例外を定める金商業府令第129条第1項第2号の同意要件を掲げるとともに、その他の要件も示した上で、当該投資一任行為を金融商品取引業から除外している(金商法第2条第8項本文括弧書、金商令第1条の8の6第1項第4号、金商定義府令第16条第1項第10号)。投資一任行為については、投資運用会社を通じた監督等が可能な場合には、委託者に金融商品取引業の登録まで求めなくとも実質的に投資者保護に支障がないということである¹⁷。これにより、SPCによる投資一任行為は、金商法上の投資運用行為には該当しないことが法的に担保されたことになる¹⁸。

したがって、以上の規制の下では、投資法人と不動産ファンドの間、あるいは投資法人間で運用財産相互取引としての不動産信託受益権売買を行う場合には、投資法人については投資主全員の同意を得た上で不動産鑑定評価に基づき売買価額を設定して行っていた。

¹⁴ 日野 p771、H19 パブコメ p429 No.14・15。

¹⁵ Special Purpose Company(特別目的会社)の略。SPCとしては合同会社が用いられることが多く、合同会社と匿名組合とを組み合わせたスキームとして、GK-TKスキームと呼ばれている。わが国における不動産証券化のスキームとしては、投資法人、資産の流動化に関する法律に基づく特定目的会社(TMKと呼ばれることが多い。)と並ぶ主要なスキームとなっている。

¹⁶ 例えば、取締役会・監査役又は指名委員会等を置く株式会社でなければならない(金商法第29条の4第1項第5号イ)。

¹⁷ 神田秀樹・黒沼悦郎・松尾直彦(編)「金融商品取引法コメンタール 1[第2版]」(商事法務 2018年)p187[松尾直彦]。

¹⁸ なお、匿名組合出資において、もっぱら営業者又はその受託者の判断で投資が行われ、匿名組合員の承認等が予定されていない場合、匿名組合出資自体が匿名組合員から営業者に対する投資一任契約に該当するのではないかとの疑問も残る。もしそうであれば金商業府令第129条第1項第2号が適用されなくなる。この点については、「金商法の下では、集団投資スキームの構成員であって、実質的に集団投資スキーム財産の「投資運用」を行っている者の業務は、基本的に、「投資一任契約に係る業務」(金商法第2条第8項第12号ロ)ではなく、「自己運用業務」(同項第15号)に該当する可能性が高いものと考えられます」とされている(H19 パブコメ p75 No.175・176)。

(不動産信託受益権売買に係る要件緩和の必要性)

上記のような金商法・金商業府令の規定に対しては、運用財産相互間取引として不動産信託受益権売買を行う際の同意要件を緩和すべきとの要望がなされていた¹⁹。その具体的理由としては、次のような事項が挙げられていた。

昨今、年金、保険、地銀等の長期安定運用を志向する投資家から、運用期間が無期限で投資口価格のボラティリティの低い私募リート²⁰への投資ニーズが急速に高まっている。また、同一の投資運用業者が不動産ファンドと私募リートの両方を運用しているケースが多いことから、両者間における不動産信託受益権の売買に特に大きなニーズがある。しかし、現行の規定では1名でも同意が得られない場合には売買取引が行えないことから、実務上大きな障害となっている。

また、運用財産相互間取引が投資家にとって最良の執行と思われる場合も存在する。すなわち、現物不動産や不動産信託受益権は、そもそも取引の個別性が強く、代替の利かない資産であり、任意のタイミング、金額で売買できるものではない。そのため投資家側から見ても、例えば自己が出資するファンドが、同一の投資運用業者が運用する私募リートとの間で不動産信託受益権を適切なタイミングで売買することが、最良執行の観点から望ましい場合も想定される。こうした場合であっても、すべての権利者の同意を取得しないと売買取引が行えないという現在の規定は、かえって投資家の利益を損ねている場合があると考えられる。

さらに、この問題は、単に投資運用業者とその投資家間の問題に留まらず、持続的な成長が期待される健全な不動産投資市場の発展にもマイナスの影響を与えていると考えられる。

上記要望理由にあるとおり、不動産信託受益権売買に係る要件緩和の念頭にあるのは、私募リートである。

既に触れたように、私募ファンド間の取引であれば、同意しない権利者に買取請求を認めることを条件に、全ての権利者の半数以上、かつ、全ての権利者の権利の4分の3以上の同意を得ることにより行うことができる(金商業府令第122条第1項第2号)。また、適格機関投資家等特例業務の届出を行うことにより、権利者の持分の3分の2以上の同意により売買することも可能である(同項第3号)。

上場不動産投資法人(J-REIT)については、一般の個人投資家を含め多数の投資主が存在し、そもそも個々の運用財産相互間取引ごとに一定割合の同意をとるということ自体実務上困難である。私募リートの場合、投資主の数は比較的少ないものの、それでも速やかに投資主全員の同意をとることが難しい場合が多かったものと思われる。

(内閣府令の改正内容)

先般の金商業府令の改正により、金商業府令第129条第1項に第5号として新たな号が付け加わり、運用財産相互間取引の禁止の例外に新たな類型が加えられた(これに伴い旧第5号は、第6号に繰り下げられている)。具体的には、以下の要件を全て満たす運用が運用財産相互間取引の禁止対象から除外されている。

¹⁹ 「平成31年度制度改善要望」(平成30年7月 一般社団法人不動産証券化協会) p2~3。具体的理由についても本要望から抜粋している。なお、平成28年に金商業府令第129条第1項に第3号・第4号が新設され、3分の2要件が加わった際にも、不動産ファンドによる不動産信託受益権取引に係る要件緩和が要請されている(平成28年2月3日金融庁パブリックコメント(以下「H28パブコメ」という。)) p102 No.371)。

²⁰ 私募リートとは、投信法上の不動産投資法人のうち投資口を上場していないものをいう。投資家の請求による払戻しをする点(オープンエンド型)で上場不動産投資法人(J-REIT)と異なる。本文にもあるとおり、上場していないことから投資口の価格変動が小さいため、最近機関投資家の需要が高まっている。

- イ 登録投資法人と締結する資産運用委託契約(金商法第2条第8項第12号イ)、その他投資一任契約(同号ロ)、集団投資スキーム持分に係る自己運用(同項第15号ハ)のいずれかに該当すること。
- ロ 双方の運用財産の全ての権利者が適格機関投資家であること(投資一任契約の相手方を除く。)
- ハ 双方の運用財産の全ての権利者に説明し、当該権利者の権利の3分の2以上の同意を得ること。
- ニ 不動産信託受益権に係る売買であって、合理的な方法により算出した価額により行う取引であること。

イにおいては、第2号が定める4分の3同意の対象からは外れていた投資法人資産運用と投資一任運用とが運用財産相互間取引の禁止の例外対象に加わっている。

ロにおいては、権利者が適格機関投資家に限定されているため、対象となる投資法人は、適格機関投資家に限定して私募を行っている投資法人(投信法第2条第9項第1号)に限られることになる。投資一任契約の相手方は適格機関投資家である必要はないため、投資一任契約を締結して運用を委託しているSPC等は、自らが適格機関投資家である必要はない。他方、集団投資スキーム持分の自己運用については、持分権者が権利者となるため、例えば匿名組合出資による場合で営業者が投資運用業者であるときには²¹、匿名組合員全てが適格機関投資家である必要がある。したがって、適格機関投資家以外の権利者が存在する集団投資スキームにおいて本条項を活用するには、投資運用業者が営業者にならずにいったんSPCを営業者とした上で、投資運用業者が当該SPCと投資一任契約を締結する形をとることになる²²。

ハにおいては、投資法人資産運用と投資一任運用については従前は信託受益権の売買について権利者全員の同意が必要であったところ、本改正により権利の3分の2以上の同意へと要件が緩和されたことになる。

ニにおける「合理的な方法により算出した価額」とは、不動産鑑定士による鑑定評価額を踏まえて調査した価格とされている²³。

なお、投資一任契約の相手方は、ロの適格機関投資家であることが求められる権利者からは除かれているが、ハの同意の対象となる権利者からは除外されていない。したがって、運用財産相互間取引を行うに当たっては、投資一任契約の委託者側であるSPC等についてもその同意が必要となる²⁴。

また、今般新たに加わった金商業府令第129条第1項第5号においても、集団投資スキームの営業者(SPC)による投資運用業者に運用を一任する行為が、投資運用行為に該当しないことを法的に担保する必要がある。そのため、金商定義府令第16条第1項第10号も改正されている。具体的には、従前の同号ハ(1)(2)を(1)(i)(ii)とし、新たに(2)が付け加えられ、ここに上記イ～ニを(i)～(iv)として加えている。

(むすび)

今回の改正は、私募リートにとっては、自らの運用委託先であるアセットマネジメント会社が運用する私募ファンドとの間での不動産信託受益権売買が行いやすくなる点で、実務上かなり有益であると考えられる。他方、集団投資スキームによる私募ファンドにとっても運用財産相互間取引に係る新たな手続が加わったことになるが、従前より権利者全員の同意までは必要ない運用財産相互間取引の手法が存していたこと(前々章参照。)や私募ファンドにとっては投資家の数が少なく全出資者の同意をとることが必ずしも難しくないことを考慮すれば、私募ファン

²¹ ただし、匿名組合出資において投資運用業者自らが営業者になることは、倒産隔離等の面で問題があるため、実務上はほとんど想定できない。

²² SPC自らが自己運用を行うことは事実上困難であることについては、前々章参照。

²³ 既に不動産信託受益権について同じ文言が第3号において用いられており、これについては「不動産鑑定士による鑑定評価額を踏まえて調査した価格」とされている(H28パブコメp104 No.375)。

²⁴ 藤津康彦・尾登亮介・小中諒「不動産信託受益権の売買に係る運用財産相互間の取引の規制を緩和する改正について」(『ARES不動産証券化ジャーナル Vol.50』2019年)p63。

ドにはさほど影響はないものと思われる。

既に触れたように、私募リートは 2010 年の運用開始以来機関投資家からの需要の拡大を受けて、右肩上がりの成長を続け、2019 年 6 月末時点で資産総額 3 兆 1,998 億円(取得価格ベース)、投資法人数 29 に達している²⁵。これは同時期の J-REIT と比較して資産ベースで 2 割弱、投資法人数で 5 割弱に相当する²⁶。今後とも順調な成長が見込まれているところであり、本改正がその一助になることが期待される場所である。

(齋藤 哲郎)

²⁵ 「私募リート・クォーターリー No.15(2019 年 6 月末基準)」(2019 年 7 月 (一社)不動産証券化協会)p1。

²⁶ 「ARES マンスリーレポート(2019 年 7 月)」((一社)不動産証券化協会)p3。