

## 日本版不動産投資信託の導入論議について

大蔵省の諮問機関である金融審議会では、集団投資スキームの一環として、不動産の証券化・投資商品化を支援する施策について提言を行った（1999年12月21日の第2次中間整理）。大きな方向性として①いわゆるSPC法（「特定目的会社の特定資産の流動化に関する法律」1998年9月施行）の改正と、②会社型投資信託（1998年12月に創設）による不動産投資の解禁（「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」の改正）が言及されている。2000年初めの通常国会に具体的な改正法案が提出され、早ければ2000年中にも施行される見通しである。特に②については、会社型投信の投資対象資産が「主として有価証券」から「広く財産権一般」に拡大される見込みで、不動産を対象とする投資信託も設立可能となる。また、東京証券取引所が会社型投信の投資証券を上場する方針が新聞報道等で伝えられており、流通性のある新しい不動産所有権の証券化市場、日本版REIT（Real Estate Investment Trust）市場が誕生するとの期待も高まっている<sup>1</sup>。本稿では、金融審議会における法制度改正の議論経過をレビューし、今後の展望について検討してみたい。

### 1. 集団投資スキームと不動産の証券化・投資商品化

金融審議会第一部会で論議された集団投資スキーム制度の整備は、今後の我が国の不動産証券化に関する重要な規制改革を盛り込んでいる。

「集団投資スキーム」とは、金融審議会第一部会が1999年7月6日に発表した第一次中間整理によれば、「仕組み行為者（スポンサー）が主として多数の投資者の資金をプールし、これを専門家（ファンド・マネージャー等）が運用・管理する仕組み」とされている。

さらに、集団投資スキームには「資産流動化型」と「資産運用型」があるとされる。前者は、SPC法や特定債権法による証券化商品等の仕組みであり、アレンジャー等が特定資産から生じるキャッシュフローを組み替えて、主として多数の投資者に証券等を販売することにより資金調達を行うものである。他方、後者は証券投資信託、商品ファンド、実績配当型の金銭信託商品等の仕組みで、投資者から集めた資金をプールし、これを専門家たるファンド・マネージャー等が各種の資産に投資・運用することによって得られたキャッシュフローを投資者に配分するものとしてとらえることができる。

これまでの経緯から、不動産事業の収益を基礎とする証券化スキームについては、SPC

<sup>1</sup> 米国REITの仕組み、歴史、市場の現状などについては、関雄太「米国REIT市場の発展と不動産ファイナンス」『資本市場クォーターリー』99年夏号参照。

法の成立によって「資産流動化型」の導入は一応できたとし、オリジネーター（原資産所有者）サイドから見てさらに利便性の高いスキームに改善すること、「資産運用型」については、証券投資信託・証券投資法人の運用対象を拡大して不動産にも投資可能な新スキームを創設することが目標となりつつある。

## 2. 金融審議会における制度改正論議の動向

ここでは、①“流動化型”集団投資スキームの改革～SPC法の改正と、②“運用型”集団投資スキームの改革～「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」の改正に関する現時点（2000年1月初頭）での論点と方向性を整理する。

### 1) SPC法の改正による特定資産の入れ替え認可について<sup>2</sup>

#### (1) 最低資本金（現行300万円）の引き下げ

一般の企業ならば、最低資本金は財産的基礎として重要であるが、資産流動化のための単なる器としてのSPCの場合、最低資本金を定める必要性に乏しい。オリジネーターとなる可能性のある企業よりでていた不満に対応した改正方向と評価できよう。

#### (2) 特定資産の弾力的処分・追加取得

現行法では、SPC設立の際に「資産流動化計画」を提出しなければならず、しかも流動化計画に記載されたとおりに資産を取得・管理・処分しなければならない。この点が、市場や経営状況に合わせた機動的な流動化<sup>3</sup>を妨げるものとして、批判を受けている。現在、金融審議会では、自由な資産の入れ替えのような形でSPC法を改正すると、もともと資産流動化を促進するための特別法制・税制として導入されたSPCの目的が曖昧となり、資産運用のスキームとして活用される可能性があるため、特に不動産の追加取得に関してはSPCでは認めず、運用型集団投資スキームの法改正で対応すべきとされている模様である。ただし、一方で、自由な商品設計を可能とするという文脈で、広く財産権一般まで対象資産を広げるべきとの意見もでており、その場合には、資産運用型との峻別をどのようにするのか、実際の改正法案において議論されることになるだろう。

<sup>2</sup> SPC法の基本的な仕組みと導入過程について、橋本基美「我が国における資産流動化を巡る法整備の動き」『資本市場クォーターリー』98年春号参照。

<sup>3</sup> 「機動的な流動化」とは若干わかりにくい表現だが、例えば、経営状況の変化によりSPC設立後にさらに資産を流動化する必要性が生じたときに、再び資本金を投じ流動化計画を策定して新SPCを設立しなければならない不都合、などを念頭に、実務界から特定資産の入替に関する緩和が要請されていた。

### （３）借入制限の緩和

資産流動化計画に記載することを前提に、特定資産取得のための借入金を認めるべきである、とされている。また、不動産流動化に関して、予想外の事態により建物の大幅な修繕が必要となった場合に、流動化計画に記載された限度を超えて借入ができるようにしたいとの要望がでていたようだが、投資者の利害に影響が及ぶため、投資者の多数決による流動化計画の変更が必要という方向で調整されている。

### （４）組織・手続きの簡素化

「器にすぎない」はずの SPC で、取締役の義務や禁止規定が詳細に定められ、監査役を設けなければならないことが不便であると指摘されていたが、取締役の義務（兼業禁止、競業避止等）の緩和や監査役の廃止は、投資者保護の観点から認められそうにない。一方、設立時の流動化計画における定款記載事項から、実務上発行直前まで内容が確定できない証券に関する事項を外して内容を簡素化する<sup>4</sup>（別途、流動化計画違反に対する罰則規定を強化する見直し）。さらに、登録制による事前審査は、届出制に改められる。

### （５）信託型スキームの導入

従来型スキームに加えて、ベークルとして信託を利用した資産流動化スキームを整備する。また、信託型スキームの信託受益権を、証券法上の有価証券とする。これは、実績として、特定債権法に基づく特定債権の流動化（1998 年度取扱 4 兆 459 億円・通産省取引信用室による）のうち信託方式が 75%（3 兆 280 億円）を占めていることに鑑み、選択肢の多様化、信託受益権の流通性向上をねらったものである。しかし、投資者保護の観点から、受益権を取得した者の権利を明確化する必要があるとされており、詳細は今後決められるものと考えられる。

## 2) 資産運用型集団投資スキームの運用対象拡大について

### （１）資産運用型スキームの概要

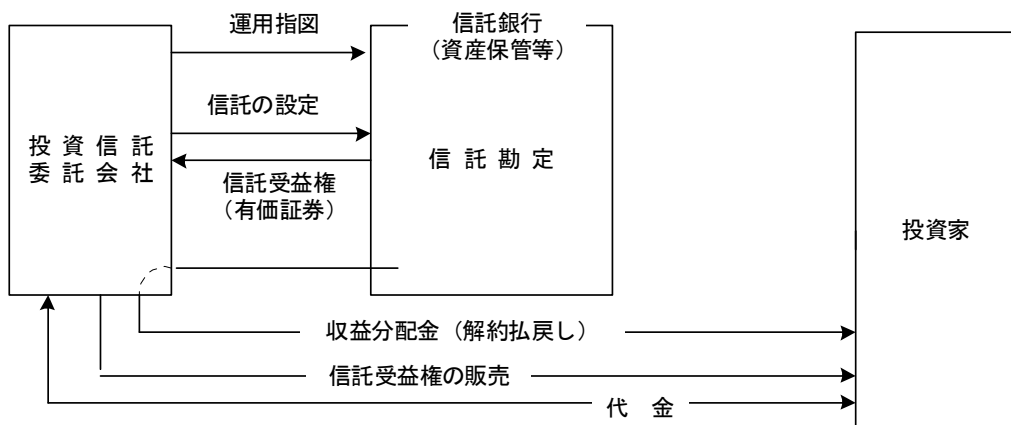
#### ① 契約型と会社型

証券投資信託及び証券投資法人法の改正<sup>5</sup>による資産運用型スキームの拡充は、不動産ファンドなどの新商品を視野にいれつつ、投資者ガバナンス、販売ルールなどを明確化するための議論が展開している。スキームは下図の「信託型」「会社型」が検討されている。

<sup>4</sup> SPC は登録完了後でないと証券発行はできない。登録審査の標準的処理期間は 2 カ月程度とされる。

<sup>5</sup> 会社型投信（証券投資法人）の導入経緯と制度の概要については、大崎貞和「証券投資法人について－会社型投資信託の導入」『資本市場クォーターリー』98 年夏号参照。

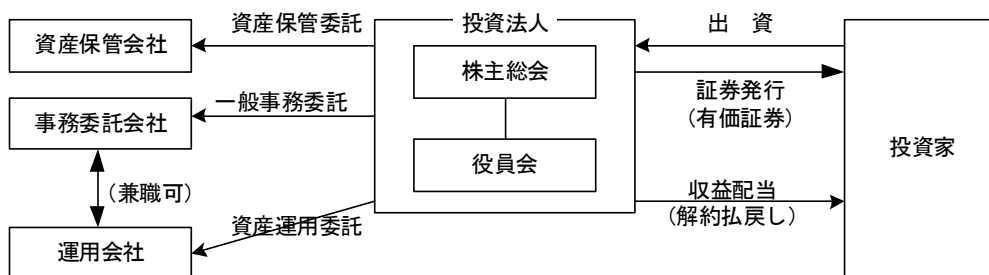
図1 信託型スキーム  
(下図では証券投資信託のような委託者運用型を想定)



注1) 委託者運用型：外部の運用会社（投資信託委託会社）の運用指図により運用される。  
 注2) 受託者運用型では、投資信託委託会社ではなく、信託銀行が受託者として投資家から集めた資金を自ら運用する。

(出所) 大蔵省資料より野村総合研究所作成

図2 会社型スキーム



(出所) 大蔵省資料より野村総合研究所作成

② 対象資産の拡大

資産運用型スキームは「金融イノベーションを促進し、自由な商品設計が可能となるよう、横断的な運用型集団投資スキームを整備する必要があり、広く財産権一般を運用対象とした総合的なファンドとすべき」と方向づけられている。すでに制度化されている契約型・会社型投資信託は、「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」第1条・第2条で「主として有価証券」に投資すべき主体とされていたが、「有価証券」定義の拡大という形で、不動産投資などを自由化する模様である。

③ 発行証券と借入規制

投資者間のコンフリクトを避けるため、エクイティ型発行証券は一種類とする。クローズドエンド型（随時の追加投資・償還をしない）ファンドについてデット型証券の発行を可能とするかどうか、引き続き検討中である。ファンドの成長手段としての借入に対しては、必要性が認知されており、オープンエンド型（請求に応じて解約・償還可能）における債権者・投資者間の利害調整措置が導入される方向である。

④ 運用（指図）会社

認可制とし、財務力、知識経験、人的構成などから適格性を判断すべきものとされる。証券投資信託委託会社・一任契約認可証券投資顧問業者が従来から行っていたファンドの運用については、引き続き継続できる方向である。リスクの遮断、利益相反の防止、検査監督の実効性などから、専門制が基本となる見通しである。また、受託者責任の明確化は今後とも大きな論点となろう。

⑤ 資産保管会社

コミングルリスク（ファンドの投資者に属する資産が分別されずに保管される危険性）への対応から、資産運用会社と資産保管会社は原則として分離する。ただし、信託勘定については破綻の場合に独立性が担保されているため、受託者運用型について信託銀行の他にさらに資産保管会社の設置を義務づける必要はなくなる方向で検討されている。金銭、有価証券等、即時取得の可能性がある資産については、コミングルリスクに対応するため資産保管会社を一定の者に限定する可能性がある。

（２）不動産を運用対象とする投資信託（不動産投信）に関する検討動向

① 資産の適正評価

不動産投資信託においては、「運用」の概念に、単に不動産の売買だけでなく、賃貸や修繕・改築等の管理業務における判断を含むものとする。不動産投信の場合、資産を公正な時価評価で表示することが困難、流動性が低く大規模な入れ替えも困難なことから、追加投資や一部解約に柔軟に対応しにくいいため、クローズドエンドとする案が有力のようである。この場合、一般投資者がいつでも購入・換金できるよう、投資証券を取引所に上場する必要があるとされている。

② 受託者の利益相反防止

不動産投信の場合、ファンドのパフォーマンスをあげるために利害関係人との取引が有益な場合があり、不動産のような個性の強い資産と、大量・流通性のある資産とでは、区

別して利益相反防止規定を考えるべきとの意見が出ている。不動産投信の組成においては、既に不動産業者等に保有されている物件を取得することが予想されるので、取引行為そのものを禁止するのではなく、情報開示やガバナンスの確保により、受託者の運用の透明性を高めるべきとの考え方であろう。

### ③ 会社型投信の税制と不動産投信

証券投資法人に対する税制は、98年の投信法改正と同時に、租税特別措置法が改正され、二重課税の問題への対処が行われた。すなわち、証券投資法人が支払う金銭の分配のうち、利益配当部分は当該事業年度の所得計算上、損金に算入することができる（租特法 67 の 15 条 1 項）。ただし、この措置を受けるには下表に示す要件を充足しなければならない。

表 1 証券投資法人：支払利益等の損金算入要件

<p>1. 証券投資法人について</p> <p>1. 登録証券投資法人であること（証券投資信託及び証券投資法人に関する法律 187 条）</p> <p>2. 次のいずれかに該当すること</p> <p>I. 設立に際して発行・募集した投資口の発行価額の総数が 1 億円以上</p> <p>II. 当該事業年度終了時の発行投資口が、50 人以上の者によって所有されているもの、または、適格機関投資家（証券取引法 2 ③一）のみによって所有されているもの</p> <p>III. その他政令で定める要件</p> <p>2. その他</p> <p>1. 証券投資法人の能力の制限に違反していないこと（証券投資信託及び証券投資法人に関する法律 63）</p> <p>2. 資産運用業務を、投信法が指示する運用会社に委託していること（証券投資信託及び証券投資法人に関する法律 199）</p> <p>3. 資産保管業務を、投信法が指示する保管会社に委託していること（証券投資信託及び証券投資法人に関する法律 208②）</p> <p>4. 当該事業年度終了時に、同族会社に該当していないこと（法人税法 2⑩）</p> <p>5. 当該事業年度の配当等の支払額が、配当可能所得の 90%を超えていること<sup>(*)</sup>。なお、当該事業年度の配当可能所得の金額は政令で定める。</p> <p>6. その他政令で定める要件</p> <p>(*) 配当可能所得の算定における棚卸資産および有価証券の評価にあたって、オープン・エンド型の証券投資法人は時価を、その他の証券投資法人は簿価を用いる（租特法 8 の 2⑤）。</p>
--

（出所）高月昭年「改正投資信託法」より野村総合研究所作成

米国の REIT が「各事業年度のキャピタルゲインを除く課税所得の 95%以上を配当した場合に法人税免除」となっており、不動産投信における法人税の取扱いについては上記のままであればほぼ米国と同様の思想と考えるとよく課税レベルは投資家に一本化される。

一方、現在 SPC を使った不動産証券化への不満として、SPC に課される不動産取得税・登録免許税の高さ<sup>6</sup>がたびたび指摘される。現状のままでは、会社型投信による不動産取得

<sup>6</sup>取得税・登録免許税は、それぞれ固定資産税評価額の 2%、2.5%に達する。ただし、2000 年 3 月までの時

でも、同様の問題が生じるのではないかとみられる。ちなみに、流通税コストを節約するために、これまで発行された不動産賃料の証券化スキームでは、土地建物をいったん信託し、信託受益権をSPCに売却するという形で、オリジネーター（原資産所有者）とSPCの間に信託を仲介させることが多かった。同じような複雑さ、不便さは、会社型投信をベークルとする場合にも顕在化しよう。不動産関連税制は、金融審議会の本来の検討事項ではなく、今後の関係当局の検討が鍵となる。

### 3. 今後の展望 ～運用型スキームによる不動産投信のインパクト

これまでみたように、SPCによる資産の追加取得については完全に自由化されない見通しであることから、ここでは、資産運用型集団投資スキームによる不動産投信の導入を想定して、課題と今後の展望について指摘しておきたい。

#### 1) REITとの比較 ～運用会社について

まず、スキーム面で、会社型投信による日本版不動産投資信託と、REITとの最大の相違点は、前者が、現在の法制度では運用会社に資産運用に係る業務の委託をしなければならない（証券投資信託及び証券投資法人に関する法律第198条）のに対し、REITの多くは、自ら経営権・投資決定を行う内部運営（Internally Managed）方式であることである。

米国の経験では、1986年の制度改正前に、REITが外部への運営委託を義務付けられていたころには、第三者であるオペレーターは投資家のエクイティ価値を最大化するインセンティブを持たない（パフォーマンスに関係なく運用報酬は発生する）という批判があったことは留意されるべきであろう。現在では、大手REITのほとんどが、実績・評価のある有力な不動産投資家あるいは経営者に率いられている。一般的には、不動産投資事業には独特の専門性があると考えられるので、誰が日本版不動産投信の運用を担うのか、という問題がクローズアップされていくはずである。

前述のように、運用会社の新しい適格要件はまだ明らかでないが、「証券投資法人に関する法律」第199条は「運用会社は①証券投資信託委託会社、②投資顧問業者（有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律第24条1項）、③その他総理府令・大蔵省令で定める法人でなければならない」とする。不動産投資のスキルを持つということであれば、信託銀行や新規制次第では大手不動産業者の参入も予想される。

ちなみに、日本版不動産投資信託は、REITにならってクローズドエンド型にする一方で、上場によって出資証券に流通性を付与するという方向で検討されているが、ドイツにお

---

限立法措置として、土地の評価額を半分または1/3に軽減できる

る不動産ファンド（契約型投信で不動産に純資産の80-95%が配分される）はオープンエンド型で、金融機関を通じて基準価格を常に開示し、投資家への償還を保証するという方法をとっていることは注目される。

## 2) 投資魅力を左右する可能性がある投信の資産規模と販売力

ある程度の規模の資金がなければ、東京その他の大都市において収益性の高い不動産を購入できないであろうから、投資信託の規模や販売力も重要な要因となろう。これまでのエクイティ型不動産投資商品としては、不動産特定共同投資組合の持分出資権の事例がある。1995年4月の特定共同投資事業法施行後は、全商品合わせて年間240億円の販売実績（96年に達成）が最高であった（不動産シンジケート協議会による）。しかし、1999年に出資権の最低金額が一口1000万円以上から500万円以上に引き下げられたことで、1社で5000口以上、250億円超を販売した実績がでてきている（住友不動産「SURFファンド」）<sup>7</sup>。また、東証は2000年春頃を目指して会社型投信出資証券の上場規定を検討中であるが、新聞情報等によれば、投資口数4000口以上、純資産額50～100億円から上場可能としている模様である。借入が認められる場合でも、仮に総資産の50%まで債務で調達できたとして（REITの債務比率は一般に15-35%程度）1ファンド100～160億円というのが、上場するための不動産投信のイメージと想定できよう。

## 3) 上場不動産投信市場の「評価」

米国におけるREITセクターが、現在200銘柄超、時価総額1500億ドルに達することを引き合いに、我が国でも、大量の資金が不動産投資信託市場ひいては実物不動産取引に流入することを期待する向きもあるようだが、実際にはそれほど単純ではないであろう。ただし、新市場によって不動産市場の透明性が向上するという期待は高まる。

現在の米国REITセクターが出来あがったのは1990年以降であるのに対し、東証1部・2部にはすでに上場不動産株セクターが形成されている（セクター比重は米国同様1%前後）。法人税制の違いによる利回り格差、所有する資産の収益性など、ファンダメンタルズやパフォーマンスについて、既存の不動産株との比較などが行われるであろうから、資金調達者からの情報開示がすすみ、投資家の評価手法も洗練されていくことが期待される。

日本版不動産投信市場が、新しい証券化マーケットを切り開くのか、誰が新市場の担い手となるか、規制改革後の行方に注目したい。

（関 雄太）

<sup>7</sup> なお、1999年9月27日に、建設省は不動産特定共同事業法の施行規則を一部改正し、投資対象不動産の追加・入れ替えを可能としており、このスキームによる不動産ファンドも今後組成される可能性がある。