

一、はじめに

日本では1990年代から資産流動化が進んでいるが、その中でも近年特に大きな動きが見られるのが不動産の証券化である。

2001年3月1日、東京証券取引所は不動産投資信託の市場を創設した。そして同年9月10日、いわゆる「J-REIT」といわれる会社型不動産投資信託の投資証券が初めて上場され、不動産証券化は新たな局面を迎えた。

そこで本稿では、この不動産の証券化について若干の考察を行う。

二、不動産証券化の経緯と現状

1、不動産証券化とは

(1)「流動化」と「証券化」

まず、不動産の流動化、不動産の証券化とは何を意味するか、しばしば論者により異なることがあるので、本稿での使い方を明らかにする。

不動産の「流動化」とは、売買や賃貸などの不動産取引が活発にすることを表す。

一方、「証券化」には形式的意味の「証券化」と実質的意味の「証券化」がある。

形式的意味の「証券化」とは、不動産上の権利が一定割合の均一的なユニットに小口化され、付随的にその権利が証券や証書という紙の上に表されることをいう¹。

実質的意味の「証券化」は、単にそのような状態が存在するだけでは不十分であり、「不動産市場(及び不動産金融市場)と資本市場を直結させる仕組みないし手法であって、プライマリーマーケット及びセカンダリーマーケットにおいて相当数の参加者が確保され、ないし合理的に予測されるもの」と定義する²。この場合、「流動化」されることは必ずしも必要としないが、實際上、不動産の取得・売却や賃貸がさかんになる場合が多いと考えられる。

本稿においては、目指すべき望ましい状態としての「証券化」は実質的意味の「証券化」の方を指す。

(2)証券化の態様

証券化の態様は、大別して「資産流動化型」と「資産運用型」がある。

「資産流動化型」とは、不動産の所有者が何らかの事情で資産を売却したいが、望ましい条件で売却ができない場合、これを小口化することによって多数の者に売却し、資金調達をするという類型である。

他方、「資産運用型」とは、実物不動産に対して投資をするほどの資金的余裕はないが、不動産投資のメリットを享受できる選択肢が欲しい、という多数の投資家が

¹ 田村・57頁参照

² 西口・34頁参照

ら集めた資金を一括して不動産に投資するという類型である。

(3) 証券化商品の類型

不動産証券化商品は、大きく分けてデッド型とエクイティ型が存在する。

デッド型とは不動産に関する債権を証券化するものであり、通常は元利金の優先受取が保証されている。一方、不動産の持分や収益権を証券化するのがエクイティ型である。証券化の初期段階においては抵当証券、住宅ローン債権などデッド型のものが多かったが、最近はエクイティ型のものが主流である。また、両者の性質を併せ持つハイブリッド型も存在する³。

2、不動産の特殊性

不動産の証券化は、債権の流動化・証券化にくらべて法制度や市場の整備がやや遅れた。それは、不動産には株式や債券とは違った特有のリスクがあり、投資スキームの担い手からも投資家からも敬遠されがちであったことも一因と考えられる。

そこで、不動産特有のリスクとは何か、その特長を活かした有効な証券化をなすにはどのような条件が必要か、について整理する。

(1) リスクの種類⁴

一般的に資産流動化には、SPCや投資法人の倒産リスク、サービサーリスクなど、さまざまなリスクが存在する。ここでは、これらについてはふれず、不動産に関するもののみについて言及する。

不動産の保有に関するリスク

ア 市場変動リスク

景気動向や不動産需給動向の変動により生ずるリスクのことである。株式などは、価格が景気動向により変動するとは言え、市場全体の需給動向はそれほど大きくは変動しない。それに比べて不動産は、ここ数年は土地取引金額が1990年におけるピーク時の半分程度に落ち込むなど、「市場の萎縮」「買い手の不在」に直面している。

イ 陳腐化リスク

時の経過や外部経済の影響等に伴い、不動産の換価価格が下落するリスクのことである。株式などは、時の経過そのものにより価値が下落することはない。

ウ 不動産の滅失・毀損劣化リスク

地震や風水害などの天変地異によって不動産の滅失・毀損・劣化が生ずるリスクのことである。株式などでは全く想定できない。

エ 法制度等変更リスク

³ 国鉄清算事業団の株式変換予約権付事業団債の証券はこれにあたる。

⁴ 平野・174～178頁参照

不動産税制や投資に関する税制等の変更により生ずるリスクである。これは株式など関しても同様に存するかもしれないが、単価が高い不動産の場合は、税制などの変更などはきわめて大きな影響を与える。

オ 不動産の所有者としての損害賠償責任（民法717条）を負うリスク

不動産の所有者は、民法717条により、土地工作物の設置・保存の瑕疵により他人に損害を与えた場合、無過失の損害賠償責任を負わされる。ゆえに、不動産共有持分権の小口化商品などの場合は、その保有者があらかじめ想定しえない無限定の損害賠償義務を負うこともありうる。

それにひきかえ、株主は株式の引受価額を限度とする有限責任しか負わない（商法200条1項）。債券の保有者も、デフォルトが生じた場合に購入価格を限度とする事実上の損害を蒙るとどまり、それ以上の義務を負うことはない。

不動産の使用収益に関するリスク

ア 賃料支払い不履行リスク⁵

文字通り、予定された賃料が支払われないリスクである。

株式・債券でも配当・利子が支払われないことはある。しかし、これらに対しては格付けの下落や担保権の執行など、法律上・事実上の大きなペナルティが与えられる。他方、賃料の不払いの場合は、通常は一度や二度で賃貸借契約が解除されることはあまりなく、賃借人が受けるペナルティは少ない場合も多い。ゆえに、不動産の場合は予定した収益が確保できない可能性がより高いと言える。

また、貸しビルなどではテナントからの賃料が唯一の収入源となるが、プライバシー保護の必要性から、テナントに関する情報を投資家に完全に開示するわけにもいかない。この場合、投資家はそもそもリスクを判断する情報すら持ち得ないことになる。

イ 不動産不稼動リスク

これも文字通り、不動産が有効に稼動しないリスクである。

株式や債券の場合、配当や利子という収益をもたらす相手（会社、債務者）が必ず存在する。これに対して不動産は、それを使う人がいてはじめて賃料収入などの収益をもたらされるのであり、使う人がいない場合は収益を見込めない。また無事にテナントが入ったとしても、契約期間の途中で出て行かれてしまうと予定していた賃料収入が得られなくなることもある。

このように不動産の場合は、収益があがることすら未確定というリスクがある。

⁵ 同様のリスクとして、いったん賃貸契約を結ぶとその後は賃料を引き上げることが困難であり（借地借家法32条）、また、正当理由がなければ解約の申し入れもできず（同法28条）、賃貸先をよりよい条件のところに変更することが困難である、ということもあったが、2000年に定期借家制度が導入され（同法38条）、ほぼ解消された。

不動産の処分に関するリスク

証券化においても、何らかの時点において実物資産である不動産そのものを処分することが必要になる場合が多い。市場が整備されている株式や債券であれば一定のマーケットプライスが存在し、売却はさほど困難ではないが、市場が不安定な不動産の場合、適時に希望価格で売却することは非常に難しい。

事業リスク

不動産を資産として活用するためには、更地の上に建物を建てたり、古い建物を改築したりしなければならない場合が多い。これらの事業にあたっては多額の借入金が必要となる場合が多く、もし資産運用計画が失敗したら債務のみが残されるといいうリスクがある。また、建設工事が予定通りに進まなかったり、適切に行われなかったりするリスクもある。

(2) 証券化の条件

このように、不動産にはさまざまな特有のリスクが存在する。それに加えて、不動産は金額が大きく分散投資が困難である。しかし裏を返せば、ハイリスクであることということはハイリターンが望めるということである。このような不動産の特殊性を生かした証券化が達成されるための条件は何であろうか。

まずは 不動産からの収益発生の見込みが相当期間にわたることである。証券化スキームは長期の運用を予定して組むものである。収益が見込まれる期間が短い場合は、わざわざスキームを組む必要はない。

もうひとつは、証券化商品が高利回りであることである。低利回りの商品しか作れなければ、投資家があえてリスクの高い不動産に投資することはない。高利回り確保のためには、的確な投資計画を立て、かつスキームの運営費用を最小限に抑えることが必要となる。

さらには、投資の容易性・安全性が保証されることである。実質的な証券化のためには、投資家が従来の証券投資と同様の感覚で投資できることが不可欠である。

そのためには、まず適正に投資ビークルを適正に設立し、適切な管理・運用者を行うことが必要である。ビークルには信託銀行をはじめとして多数の者が参画するが、そのすべてが適切に業務遂行するような規制がなされなければならない。

また、投資単位を小口化する⁶、投資商品のバラエティを用意する、譲渡・換金を容易にする、などということも必要である。

⁶現在、東京証券取引所における不動産投資信託商品の上場基準は一口5万円以上であるが、実際に上場されている商品は50～60万円台であり、やや高価である。諸外国では、最低可能投資単位はアメリカでは10ドル～30ドル程度、オーストラリアでは100豪ドル程度、フランスでは1000フラン程度である。(『ハンドブック』54～55頁)今後、幅広い投資家の参加を図るためには、諸外国にならってより一層の小口化が必要と考える。

さらに、株式などと同様に、商品に関する情報開示が十分になされることも必要である。投資の指標として、格付けが規格化されること、不動産インデックスが普及することも望まれる。

3、アメリカ、オーストラリアの不動産証券化

(1) アメリカ

不動産の証券化がもっとも発達しているアメリカでは、1930～40年代から住宅ローンの証券化が行われていた。1980年代にはリミテッド・パートナーシップも普及したが、1986年の税制改正で加速減価償却が認められなくなり、それ以降は減少傾向になった。1960年の内国歳入法改正により誕生したエクイティ型のREIT(Real Estate Investment Trust)は、1993年以降は年金基金からの投資も認められるようになり、急速に繁栄している。1990年代後半はデッド型のCMBS(Commercial Mortgage Backed Securities)も普及した。

2000年の上場REITの発行済み時価総額は約1387億ドル、CMBSの年間発行額は約609億ドルである⁷。国土交通省の発表によると、日本の不動産証券化市場全体の規模は2000年末で3兆円弱である⁸ので、REIT市場だけでも日本の数倍の規模に相当する⁹。

(2) オーストラリア¹⁰

不動産証券化が成功しているもうひとつの例として、オーストラリアがある。その代表的商品は、1971年以降に人気が高まった不動産小口化商品「プロパティ・トラスト(Property Trust)」である。商業不動産市況がピークを過ぎた1990年以降、オープンエンド型の非上場プロパティ・トラストの多数がその請求に応じられなくなり崩壊したが、その後は経営基盤の弱い非上場プロパティ・トラストの整理と上場化が同時促進され、上場プロパティ・トラスト市場は急成長を遂げてきた。

⁷ 『ハンドブック』57頁、60頁参照

⁸ 13年度末には4兆数千億円の規模になると見込まれている。そして今後10年で10兆円規模に達成することが予想されている。

⁹ そのため、日本の文献においてもアメリカを紹介するものが多い。ただその前提として、日米では土地慣行や金融慣行に違いがあることも念頭におく必要がある。たとえば、土地の価格は予定収益額の現在価値を基準に決定されるという発想は、アメリカでは常識化しているが、日本ではまだ十分に浸透しておらず、都心部や駅前の土地にはほぼ無条件に高値がつく。また、日本では都心の一等地に自社ビルを構えることは企業のステータスシンボルであるが、アメリカではそういう観念はない。むしろ、テナントが満室状態になっているビルが不動産としての価値が最も高く、その時点で売却するのが効率的、と考えられる。さらに、日本では最近でこそ銀行の貸し渋りが問題となっているが、基本的に間接金融による資金調達は容易である。アメリカの場合、銀行は簡単に多額の融資はせず、直接金融の必要性が非常に高い。(西口・34～36頁参照)

¹⁰ 住友信託銀行のホームページ参照

非上場プロパティ・トラストの崩壊等を受け、投資家保護の観点から共同投資スキームを規制する必要性が高まった。そこで、1998年7月にMIA法(Managed Investments Act)が施行され、各種証券化共同投資スキームを包括する「Managed Investment Scheme (MIS)」の概念が導入された。従来のスキームは Trustee と Manager からなる2段階の管理システムとなっていたが、この改正で廃止され、両者の役割を兼ねる Responsible Entity へ責任が一元化された¹¹。

上場プロパティ・トラストの2000年の市場規模は約315億豪ドル(約2兆円)である。規模そのものは日本と同程度であるが、同国の証券市場全体の中で占めるシェアは約5%に達している¹²。

4、日本の不動産証券化の流れ

(1) 法制度の経緯

わが国における不動産証券化の黎明は、1987年3月に登場した信託型不動産小口化商品である。その後1989年4月に任意組合理型不動産小口化商品の供給が始まり、1990年12月には国鉄清算事業団の不動産変換ローンが登場した。さらに、1995年4月には「不動産特定共同事業法」が施行され、以降これにもとづく商品が次々と登場した。

1998年9月には、不動産の証券化を含む資産流動化に関する法制度の本格的な変革が起こった。すなわち、「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」が施行されたのである。流動化対象の資産には不動産も含まれており、これにより法制度上、特定目的会社(Special Purpose Company)を利用した不動産の証券化が可能となった。

同法は2000年5月に改正され、法律名も「資産の流動化に関する法律(以下、SPC法と略す)」と改められた。今回の改正では、資産流動化スキームという現行法の基本的性格を維持しつつ、流動化対象資産を知的財産権なども含めた財産権一般に拡大した。また、SPCに関する規制を簡素・合理化してより使い勝手のよい制度とするほか、新たに特定目的信託制度を創設するなど、大幅な改正が行われた。

同じく2000年5月には「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」も改正され、「投資信託及び投資法人に関する法律」(以下、投資信託法と略す)となった。今回の改正において、従来は認められていなかった不動産を主な対象資産とす

¹¹ このREがMIA法の規定に違反した場合、投資家が蒙った損害に対して無過失の賠償責任を負う(同法601MA条)。

¹² オーストラリアでは証券投資に対する意欲が盛り上がり、オーストラリア証券取引所のレポートによると18歳以上の国民の約41%が直接的に証券投資をしており、投資信託や個人年金等の間接的な投資を含めると約53%が証券投資をしているといわれる。その中でも不動産証券化商品は非常に人気があるとみられる。

る投資信託も可能となった。同時に不動産投資に特化する投資法人も認められることになり、いわゆる「J-REIT（アメリカの不動産投資ファンドREITの日本版）」の創設が可能となった。

（２）社会的背景

日本で不動産の証券化が政策的に議論され始めたのは、地価高騰を背景にした1987年頃からである¹³。

1988年頃には、国鉄清算事業団が地価を顕在化させない土地の処分方法として証券化を提案した。国鉄清算事業団は旧国鉄の債務を整理するため、旧国鉄所有地の売却に乗り出した。しかし折からのバブルで地価は異常に高騰しており、駅前周辺にある大量の土地の売却は地価の高騰に拍車をかける危険があったため、証券化という手段が考えられたのである。

1990年代のバブル崩壊後はいわゆる土地神話が消え、地価が大幅に下落した。これにより大きな含み損をかかえた不動産事業者に対しては銀行が貸し渋るようになり、不動産事業者をはじめとする企業にとって新しい資金調達法が必要となった。そこで、所有する不動産を処分しやすくしたり、売却処分をした後にも事業資産としての利用を可能にしたりする方法として、証券化の需要が高まったのである。

またバブルの崩壊による景気の悪化は金融機関の不良債権も増大させた。そこで金融機関は、担保不動産を売却してバランスシートから切り離す手段として証券化を利用しようとした。1997年3月に「担保不動産総合対策」¹⁴が発表されたのもその一環である。

最近では、都市再開発計画において莫大な資金調達を可能にする手段としても重要視されている。また国際的なキャッシュフロー会計導入の流れを背景に、企業が固定資産である不動産をバランスシートから切り離して財務評価を上げる手段としても利用されている。

5、日本の不動産証券化商品

では、日本には実際にどのような商品が存在してきたか、新しいものから順に紹介する。

（１）投資信託法上の商品¹⁵

多数の一般投資家から資金を集め、それを一括して不動産に投資する、「資産運

¹³ 脇坂俊「不動産投資信託 日本への導入、今が好期」日本経済新聞1987年5月19日朝刊24頁 当時の経済企画庁審議官がアメリカのREITを紹介し、日本でもこの制度を導入すべきことを提唱した。

¹⁴ 担保不動産収益性の向上 担保不動産の証券化 担保不動産の情報化の推進 民間の取り組み 情報交換の場の設置を5本の柱とする。（片桐）

¹⁵ 稲本（金融法務事情1583号）参照

用型」の商品である。

不動産投資信託

信託銀行が信託勘定で不動産投資を行い、収益を投資家に分配するというものである。これには委託者指図型と委託者非指図型がある。前者は従来から認められているもので、内閣総理大臣の認可を受けた投資信託委託業者が、受託者である信託銀行に管理・運用の指図を行うというスキームである。一方、後者は2000年5月の改正により新しく認められた型で、信託銀行が独自の判断で投資を行うスキームである。

J - R E I T

不動産を主たる対象資産とする投資法人が投資証券を発行し、収益を分配する、という商品である。前述のように、2000年5月の改正により認められるようになった。この投資法人はいわゆるペーパーカンパニーであり、資産運用、資産保管、一般事務はそれぞれ外部の投資信託委託業者、資産保管会社、事務受託会社に委託する。これはアメリカのR E I Tが実体のある組織であり、自分自身で管理・運用を行うこととの違いである。

(2) S P C 法上の商品¹⁶

不動産がS P Cまたは信託会会社に譲渡され、これらがその収益分配権を表象する証券を発行するというものである。その名の通り、「資産流動化型」の商品である。

S P C (Special Purpose Company: 特定目的会社) の証券

不動産の所有者がS P Cにこれを譲渡して¹⁷代金を取得し、S P Cは優先出資証券、特定社債券などの証券を発行し、不動産から得られる収益を投資家に分配する商品である。会社という法形式をとっていることにより、オリジネーター(原資産保有者)からの資産の切り離し¹⁸、投資家の有限責任性という点において、信託や組合などを利用した商品よりも優れていると言える¹⁹。

S P T (Special Purpose Trust: 特定目的信託) の証券

不動産の所有者が信託会社²⁰にこれを信託し、信託会社は信託受益権を発行し、

¹⁶ 稲本(金融法務事情1583号)参照

¹⁷ 実際は不動産をいったん信託に入れ、その受益権をS P Cに譲渡するが多い。税務上の理由や、倒産隔離の確実化などのためである。

¹⁸ 現実にはオリジネーターが自分で買い戻したいと考えるケースも多い。しかし、あらかじめオリジネーターに買い戻権を与えると真正売買の問題が生じるので、S P Cが不動産を売却処分する前にオリジネーターに通知する、ということにしていることが多い。

¹⁹ 法改正前の2000年においては、特定目的会社61社のうち不動産や不動産受益権を対象商品とするものは32社あった。法改正後、さらに4社が設立されている。

²⁰ 信託銀行である場合がほとんどである。

これが投資家に販売されるという商品である²¹。

SPTにおける信託当事者の関係も信託法の規律を受けることになるが、集団的信託にはふさわしくない事項についてはSPC法上で修正されている。信託受益権が有価証券化されたこと（同法173条1項、証券取引法2条1項7号の4）、受益者の権利者集会の意思決定に多数決原理が採用されたこと（同法182条）、受益者の閲覧請求に正当事由は不要とされていること（同法206条）などである。

（3）不動産特定共同事業法上の商品²²

1987年から供給され始めた不動産小口化商品の中には、バブルの崩壊にともなう経営基盤の脆弱な業者の倒産等によって投資家に被害をもたらしたものがあつた。このため、投資家保護の観点から法規制を求める声が高まった。そこで1994年6月に不動産特定共同事業法が公布され、1995年4月に施行された。

同法は、「複数の投資家が出資し、不動産会社などの専門家が不動産事業を行い、その運用収益を投資家に分配する」という不動産共同投資事業を対象とし、そのような事業を行う業者に規制を行うことで投資家保護を図っている。商品の種類には任意組合型（1号商品）²³、匿名組合型（2号商品）²⁴、賃貸型（3号商品）²⁵などがある。

これらの商品は通常、一口が500万円以上であり、またセカンダリーマーケットも存在しないので、一般投資家が気軽に購入できる実質的な証券化商品とは言え

²¹昭和61年土地信託通達において、受益権を分割する土地信託は適用除外されていたため、この手法は事実上認められないと考えられていたが、明文で認められることになった。

²²『ハンドブック』12～23頁参照

²³ 不動産特定共同事業法2条3項1号。ディベロッパーから土地の共有持分権の分譲を受けた投資家が不動産特定共同事業者に出資し、損益分配を受ける。所有権そのものではなく、賃借権を出資する場合もある。法律上、投資家は無限責任を負うが、内部関係においてディベロッパーが全責任を負うとしている場合が多い。税務上は、組合には課税されず組合員へ分配された収益についてのみ課税される点に特徴があり、組合員が損益通算のメリットを得る手段として利用することも多かった。2001年3月現在で5件の供給実績がある。

²⁴ 不動産特定共同事業法2条3項2号。投資家が不動産特定共同事業者と匿名組合契約を結び、金銭を出資する。そして営業者たる事業者が不動産取得・賃貸等により金銭を運用し、投資家はその収益の配分を受ける。投資家は有限責任である（商法536条2項）。不動産特定共同事業法上の商品のほとんどがこの匿名組合型であり、今後も発展が期待される手法である。2001年3月現在の供給実績は46件である。

²⁵ 不動産特定共同事業法2条3項3号。ディベロッパーから不動産の共有持分権の譲渡を受けた投資家が、これを不動産特定共同事業者に賃貸する。そして事業者はテナントにこれをサブリースし、賃料収益を投資家に分配する。一定期間後、不動産を売却してその売却損益を投資家に分配する場合もある。このスキームにおいては、投資家は不動産の共有者となるので、投資家から共有持分権につき分割請求があつた場合や、不動産の売却を行う場合には合意の形成が困難となる可能性がある。2001年3月現在、4件の供給実績がある。

ない。しかし、投資信託法上の商品やSPC法上の商品などに比べると不動産事業の資金調達のため利用に適しており、新しい法制度が設けられた今後も独自の存在意義を持つと考えられる。

たとえば、特定目的会社は資金の借入れについて大幅に制限されている（SPC法150条の6、150条の7）。また、あらかじめ資産流動化計画を内閣総理大臣に届けなければならず（同法3条3項2号）、変更の度にあらたに届出が必要となる（同法9条3項2号）。一方、不動産特定協同事業法では対象不動産変更契約が認められており、（同法施行規則4条1項2号）契約期間中は事業者の判断で対象不動産の変更および追加取得しながら事業の収益力を高めていくことが可能となる。

今後もプロ投資家を中心的な購買層として、都市開発型の案件などにおいて有効利用されていくものと思われる²⁶。

（４）それ以前の商品

不動産証券化の初期段階においては抵当証券や住宅ローン債権の証券化などが行われていた。しかし、これはそもそも実質的な意味では証券化といえない傾向が強い。たとえば抵当証券は、実際に取引の対象となっているのは抵当証券そのものではなく、証拠証券たるモーゲージ証券であったが、これはセカンダリーマーケットが不在であった。また住宅ローン債券はインターバンク取引に使われるのみで、一般投資家の投資対象とはなっていなかった。

三、不動産証券化に関する諸問題

以上、不動産の証券化の概要を紹介したが、不動産証券化に関しては、さまざまな法的問題がある。本稿では、近年に新しく法制度が作られたものの、いまだ整備が不十分と思われる二つの問題について検討する。

一つはスキームの仕組み規制に関するもので、信託法上の問題である。SPC法および投資信託法の2000年5月の改正により、不動産を対象とする特定目的信託や不動産投資信託が可能となった。ただ、その有効利用のためには投資家の有限責任性や受託者の義務・責任の明確化など、解決すべき問題が残されていると考える。

もう一つは業者規制に関するもので、特に投資顧問業規制の問題である。証券投資顧問業は従来から発達しており、法制度も整えられているものの、不動産投資顧問業はまだ一般的に普及しておらず、十分な法規制が設けられていない。実質的な不動産証券化のためには、投資家に的確なアドバイスを提供する投資顧問業者の存在が不可欠である。その健全な育成のためにはどのような規制が必要か、これを検討する。

²⁶ 事業の開発段階は不動産特定共同事業で、建設後の運営段階はSPCで資金調達を行うというように、二つの手法を組み合わせることも考えられる。（黒崎ほか・131～133頁参照）

1、信託法上の問題

前述のように、不動産証券化手法において信託を利用する手法の選択肢が広がったが、ここで一つの問題が浮かび上がる。キーワード的に表現すれば、「器貸しとしての信託」か「本来の信託」か、という問題である。

従来からも証券化における信託の役割は重要視されてきたが、その倒産隔離効果(信託法16条)や税法上のパス・スルー取り扱い²⁷、登録免許税の優遇措置など、いわば信託の器としての利便性のために利用されることが多かった²⁸。そのため、信託当事者の権利義務関係の問題はそれほど重要視されていなかったと考えられる。

しかし、委託者非指図型投資信託の導入もなされた現在、信託の役割は単なるスキームの中の器にとどまっているとは言えない。いわば器としての役割よりも、本来的役割、すなわち受託者がその資産管理・運用能力をフルに活用して受益者の収益向上に努める、という役割の方が重要になってくると考えられる。この場合、証券化スキームの中において受託者や受益者がどういう権利義務を負うのかを明確にしておくことが必要と考える。

(1) 受益者の責任の限定

まず大きな問題と思われるのが、受益者責任の限定である。信託法36条は受益者の責任について定めているが、投資家保護のため、これに一定の制限を設けるべきではないか、ということについて検討する。

信託法36条の概要

信託法36条は、信託事務を遂行するにあたって発生した費用や損害の負担について規定している。1項は受託者が他の権利者に先立って信託財産の上に費用・損害の補償請求権を行使しうることを定めている。また2項は受託者が受益者に対しても直接に補償請求をなしうることを定めているが、3項により受益者がその受益権を放棄した場合には補償義務を免れることを認めている。

2項は受託者の補償請求権の範囲につき特に制限を設けていないので、条文上、受託者から補償請求を受ける受益者は無限責任を負わされていることになる。もっとも3項により、受益者が受益権を放棄した場合は、受託者は補償請求から免れる。この場合、今度は受託者が結果的に無限責任を負うことになる。

受益者責任の限定の必要性と方法

²⁷ 現在では、投資信託や特定目的信託の信託財産に帰せられる収入・支出に関しては、実質所得者課税の原則は排除されている(法人税法12条1項、所得税法13条1項)。

²⁸ このようなものは受働信託(受託者に財産権の名義が移されるけれども、受託者が積極的に行うべき権利義務を有しない信託)として無効ではないか、という問題もあるが、否定するのが通説である。受託者が委託者などの指図に従う場合でも、受託者が一定の管理・処分権を有している場合は、能働信託(受託者が積極的に管理・処分を行う信託)と区別するべきでないと考えられる(四宮・9頁参照)

この規定は、信託に関して発生した費用や損害は、一次的には信託の利益を享受する受益者が、最終的にも信託当事者のいずれかが負担すべきであり、部外者たる第三者に負担させるべきではない、という考え方に基づいていると思われる。

しかし、このような規定は必ずしも不動産証券化の実態には適合していない。すなわち、実質的な証券化がなされた場合の受益者は一般投資家であり、これに信託に関して発生する損害について無限責任を負わせるというのでは、とても投資家のニーズを満たすスキームを組むことはできないだろう。

ゆえに、受益者は出資額を限度とする有限責任しか負わないことを少なくとも信託契約に定めておくことが妥当である。受益者は第三者に対して直接に債務を負担することはなく、受託者からの補償請求を受けるのみであるから、受託者・受益者間の対内的な関係において受益者の責任を限定すれば目的は達成される。

ただ、特定目的会社や投資法人の場合は、株式会社の株主と同様、社員・投資主の責任は出資額・投資口の引受価額を限度とする有限責任とされている（SPC法27条1項、投資信託法77条1項）。特定目的会社と特定目的信託は、あるいは投資信託と投資法人は、投資家から見た機能はあまり変わらないにもかかわらず、投資家の責任が両者において全く異なるのは妥当ではない。やはり、特定目的信託や投資信託の場合も、投資家の有限責任を法定することが望ましいと考える。

この点、信託法36条3項は受益権の放棄を認めているので、無限責任を負わされるような場合、受益者はこの権利を行使すればよいとも考えうる。しかし、証券化された場合、受益者は多数になるのであり、その一部の者のみが受益権を放棄するということが認められるかどうかは明らかでない。仮に認められるとしても、法律上、端的にあらかじめ有限責任と定めておく方が、法律関係が明になると思われる。

（２）受託者の責任の限定

このように解すると、今度は受託者の責任が問題となる。信託法は信託財産の独立を認めていても（信託法15条）受託者の固有財産の信託からの独立を認める規定はない。よって受託者は、信託事務の遂行するにあたって発生した費用や損害について、自己の財産の上にも無限責任を負うことになるが、これにもまた問題はある。受託者は信託によって利益を得るものでないにもかかわらず、費用は負担しなければならないというのは片面的だからである。

たしかに、証券化スキームをはじめ営業として信託が行われる場合は、信託銀行などの大企業が受託者となる場合が多く、これらは無限責任に耐えるだけの資力やリスクコントロール能力を持っているとも言える。しかし、これらに当然にリスク負担をさせるとすると、受託者の地位が敬遠されるようになり、結果的に証券化における信託の利用が不活発化になる恐れがある。特に不動産投資信託の場合は分

散投資を行いにくく、それに加えて天災など不可抗力のリスクもあり、予期しない費用や損害が発生する可能性が高い。

そこで、受託者と債権者との間において、受託者の責任は信託財産を限度とする責任財産限定特約（ノンリコース特約）を設けるべきである。このような特約は日本では従来あまり存在しなかったが、プロジェクトファイナンスの手法とともに普及しつつある。

この特約を設けられるのは受託者と債権者との間に契約関係がある場合に限られるが²⁹、受託者が信託事務の遂行にあたって借り入れをする場合などに利用できる。証券投資信託であれば投資家から集めた資金のみを元手にしても利益をあげられるので、特別に信託事務のために借り入れを行う必要性は小さい。しかし不動産投資信託では、特に開発事業も行う場合³⁰などは、収益をあげるために必要な資金量が大きく、借り入れが必要になる場面も多いと考えられる。ゆえに、本来はすべての信託において受託者の責任が限定されるのが妥当と思われるが、特に不動産証券化においてはノンリコース特約の利用を原則とする規定を設けるべきであると考えられる。

もっとも、ノンリコース特約があったとしても、受託者が適切な資産の管理・運用を怠っていた場合にまで責任が限定されるのは妥当でない。実際に責任が限定されるのは、受託者が適切に業務を行っている場合に限られると考える。すなわち、借り入れをする場合であれば、借り入れ自体が信託契約に違反していれば、責任限定は認められないと考えられる。借り入れ自体は信託契約に違反していなくても、契約のその他の条項に違反した場合や、忠実義務・善管注意義務違反などの法律違反を犯したような場合も、やはり責任は限定されるべきでないだろう。

この考えを前提にすれば、信託契約の内容が融資契約上の債権の強制執行に影響してくることになる。よって信託契約の内容の変更にあたっては債権者の同意が必要になると考えられる。また、信託事務の遂行状況について、債権者が一定のモニタリング権限を有しておくことも必要となる。これらの要件についても、標準的な類型を法定しておくことが望ましいと考える。

（３）受託者の義務の拡大

S P C法や投資信託法は受託者たる信託会社の義務について、いくつか規定を設

²⁹ 受託者は民法717条の所有者としての責任も負うが、不法行為責任の場合には受託者と債権者との間に契約関係はない。現行法の解釈としては、このような契約外の債務について受託者を有限責任とするのは難しい。しかし、営業として信託が行われる場合は、受託者は通常、損害の発生を予見しうるだけのノウハウを持っていると思われるので、不当な結論にはならないと考える。また、実務上は損害賠償責任保険が利用されることが多いと思われる。

³⁰ 事業そのもの（事業経営権）の信託は信託法上認められていないが、信託財産を管理運用する結果、事実上事業が営まれることについては認められている。（鴻・320頁参照）

けている。ただ、いずれも抽象的な忠実義務・善管注意義務（SPC法219条、投資信託法49条の8）や損害賠償責任（同法49条の12）を規定するのみであり、権利義務の内容が具体的にいかなるものであるかは読み取れない。SPC法や投資信託法に規定されていない事項については信託法が適用されるが、これもまた証券化スキームにおける権利関係を明確に示すほど具体的な規定ではない

従来、証券化といえば債権の流動化が中心で、受託者の資産管理・運用の裁量の幅はあまり大きくなく、それに相応して、受託者の権利・義務も小さく設定されていた。また信託報酬も、たとえば不動産売却対価の数%など、手数料的なものとして低水準に設定されることが多かった。

しかし前述のように、不動産には特有のリスクが多数存在するので、不動産証券化に必要な資産管理・運用能力は債権の流動化の場合よりも格段に高い。ゆえに、受託者の義務もより拡大されるべきであると考えられる。また、ノンリコース特約が利用される場合は、受託者は特に厳格に業務遂行をなすべきである。

これも個別の信託契約で対処することで対応できるとも考えられるが、投資家保護のために法律でより具体的に規定することが望ましいと思われる。そうすれば、その規定はノンリコース特約により責任限定が認められる場合の要件としても機能すると考えられる。

たとえば信託銀行が受託者の場合、これが不動産の管理・処分や開発などすべての業務を行うことは不可能なので、不動産管理会社やディベロッパーなどと連携してスキームを組むのが通常である³¹。このとき、受託者以外の者が分担する業務に関しては、その者の指図に従っている限り、たとえ何らかの損害が発生したとしても受託者は免責されるような契約にしている場合も多い。しかし、受益者は受託者のノウハウを信頼して投資しているのであるから、外部委託は完全に自己の責任において行うことを望むであろう。とは言え、契約締結や契約変更の場面でそれを主張できる一般投資家というのもあまり考えられず、事実上、信託銀行等が提示するままの内容を受諾することになるのが通常と思われる。ゆえに、業務の外部委託に関しては、受託者のモニタリング義務を具体的に法律で定めておくことが必要と考えられる。

また義務の拡大に相応させて、受託者の報酬もより高水準にすべきであると考えられる。そうすれば受託者は自らがアレンジャーとなってスキームを組むことに積極的になるはずであり、不動産証券化の発展が促されると考えるからである。

³¹ 信託法26条1項は受託者の自己執行義務を定めているが、これは厳格なものではなく、必要に応じて自己の責任において他者を使用することも許されると解されている（四宮・236～241頁参照）。投資信託法49条の10は投資信託財産の運用権限の一部を委託できることを明文化している。

2、不動産投資顧問業規制

(1) 不動産投資顧問業とは

不動産証券化に携わる各当事者に対し、不動産投資に関する情報を提供する業務のことである。これはスキーム形成のために必須の業務ではないが、不動産証券化においてはきわめて重要な業務である。

不動産は前述のような様々なリスクが存在する。証券化を成功させるためには、これらのリスクを的確に勘案し、適切に資産運用をすることが必要である。それにあたっては、正確な情報提供者の存在が不可欠である。不動産投資顧問業者とは、その役割を担うものである。

従来の不動産特定共同事業法などのスキームにおいては、不動産のプロであるディベロッパーやプロ投資家のみで形成される場合が多かった。この場合、当事者はそれぞれ情報収集力を持っているので、外部から調達する必要性はそれほど強くはなかった。しかし、実質的な証券化においては、自ら情報収集力を持たない一般投資家も参加する。これらに対し中立的な立場で情報を提供できるのは、外部機関たる不動産投資顧問業者なのである。

また、単に情報提供などの助言を行うだけでなく、投資一任業務を行う場合もある。このとき投資顧問業者は、顧客の多くの財産を管理・運用するものとして、信託の受託者と同様の重要な役割を担う³²。

このような重要な役割を担う不動産投資顧問業について、日本におけるその現状と法的問題について検討する。

(2) 不動産投資顧問業の登録に関する規定

投資顧問業規制の態様

不動産投資顧問業も、様々な金融商品に関する投資顧問業の中の一つとして位置付けられるが、この投資顧問業に関する法制度は以下のようになっている。

投資顧問業規制においては、まず「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」(以下、投資顧問業法と称す)が存在する。この法律において投資顧問業とは、当事者の一方が相手方に対して、有価証券の価値や、その分析に基づく投資判断に関して助言を行い、それに対して相手方が報酬を支払う契約に基づいて、助言業務

³² 証券化が進んでいるアメリカでも不動産投資顧問業の役割は大きい。中でも企業の年金基金は資産の2～5%程度を不動産で運用していて、そのほとんどの基金が不動産投資顧問を通じて投資を行っている。そのため不動産投資顧問は包括的な企業年金法であるERISA法(Employee Retirement Income Security Act)上の受託者責任を果たすことが要求されている。(『ハンドブック』83頁参照)ERISA法では受給権保護のため、直接の受託者にとどまらず、制度の管理・運用につき裁量権を有するものの全てを受託者(fiduciary)と見なして厳しい信託義務(fiduciary duties)を課している。(友松(2)52頁参照)

や投資一任業務を行う営業のことである（同法 2 条 1 項・2 項）。つまり、投資顧問業法は業者と投資家の一対一の投資顧問契約に関する規制である。

投資顧問業法は、投資対象資産を有価証券とするもののみを規制している。本来は有価証券に限らず、あらゆる金融商品に関する投資顧問業について全般的に規制を設けることが望ましいと考えるが、そのような立法作業にはかなりの労力がかかる。投資顧問法の制定当時（1986年）は、いわゆる「投資ジャーナル事件」³³などの発生により、投資顧問業の弊害の除去が緊急問題とされていた。ゆえに、当面の間は特に問題が大きく、また投資家からの需要も高い有価証券に関する投資顧問業だけを規制することにしたものと推察される。

よって、不動産をはじめとする他の商品については一般的な規制はなく、不動産に関する投資顧問業は、宅地建物取引業法（以下、宅建業法と称す）の規制を受けるのみである³⁴。宅建業者の業務は不動産売買・交換の代理・仲介であるが（宅建業法 2 条）仲介には適切な助言が求められるので、投資顧問業務もこれに含まれるものである。国土交通大臣の認可を受けた場合は、委託者指図型投資信託や投資法人、SPC などのために投資一任業務を行うことができる（宅建業法 50 条の 2）³⁵。

一方、多数（2人以上）の投資家のために投資を行うことを営業とするのは³⁶、法律に特別の規定がある場合に限り（投資顧問法 3 条）現行法では投資信託法の下で投資信託委託業者認可を受けなければならない（投資信託法 2 条 18 号、6 条）ことになっている³⁷。これも、かつては有価証券を対象とする投資信託のみに関するものであったが、2000年5月の改正により、不動産を対象とするものもこれに含まれるようになった。ゆえに、不動産の投資信託委託業者のように、多数の投資家のために不動産投資を行うものは、投資信託法の規制の下におかれる。

³³ 1984年、「投資ジャーナル」という会社が「株式サロン」というテレビ番組の放映を通じて投資相談者を募り、多数の顧客から金銭や有価証券を預かりながら、その大部分を投資顧問業者が横領していた。また「10倍融資」などと称して顧客に有価証券の買付代金を融資することが行われていた。（近藤他・376頁、判例タイムズ731号208～211頁参照）

³⁴ 証券の場合は、投資顧問業については証券取引法とは別の法律を設けているが、不動産の場合は投資顧問業も売買の仲介業も同一の法律の中に規定されている。

³⁵ ここで規定されているのはスキームを相手とする契約であり、一般投資家を対象とするものではない。もっとも、不動産は価格が高いため、一般投資家が実物不動産について投資一任契約を締結することはあまり考えられない。宅建業法附則（2000年5月31日）68条は、SPC法や投資信託法の施行状況などを勘案し、5年以内にこの制度に再検討を加えると規定している。

³⁶ 多数の者に同一の助言をする業務というのは考えられず（出版業は投資顧問法の規制も及ばない（同法 2 条 1 項））、事実上、投資一任業務のみを念頭におくことになる。

³⁷ アメリカの投資顧問法は一対一の契約の場合も一対多数の契約の場合も区別せずに規定している。（USC 15 § 80b - 2（11）参照）

しかし、一人の投資家を相手とする投資顧問業に関しては、依然として有価証券のみを対象とする投資顧問法があるのみであり、不動産に関して新たな立法措置がなされたわけではない³⁸。もっとも、J-REITの証券など、有価証券化されている不動産証券化商品については、この商品を対象資産とする投資顧問業も営もうとする場合は、投資顧問業法の規制の下におかれる。ただ、この法律は元来、株式や債券などを念頭におくものであるから、何も手を加えないままで不動産証券化商品にも適用することはできない。有価証券化されていない商品については、従来通り宅建業法の規制のみである。

いずれにせよ不動産投資顧問業の育成を図ることは必要であり、それにあたっては業務の適切な運営を確保するための最低限の規制が必要である。そこで、立法による規制の前段階として、任意の登録制度が設けられた。これが不動産投資顧問業登録規定である。

不動産投資顧問業登録規定の内容

2000年9月1日、建設大臣（当時）の告示として不動産投資顧問業登録規定が公示・施行された。この登録制度は、任意の登録申請を行った不動産投資顧問業を営む者の人的構成、財産的基礎、収支状況等を審査し、不動産投資に関し一定水準以上の業務遂行能力を有する業者を登録し、情報を開示するものである。登録業者には投資家保護のための一定のルール遵守を義務付けることにより、投資家が安心して登録業者と取引を行うことができる仕組みを確立し、新たな不動産投資顧問業の健全な育成を目的としている。

認可制ではなく登録制をとったことは、行政の監督下におくことにより弊害の発生を防止を図るとともに、誰でも参入ができるという市場原理により不動産投資顧問業が育成・強化されることを目指していると考えられる。また、登録簿を公衆の閲覧に供し（同規定10条）登録業者についての情報を開示することは、不動産投資顧問業が広く社会的に認知されることにつながる。

登録は任意であるため、不動産投資顧問業者はこの規定での登録を受けなくても宅建業法上許される範囲において業務を行うことができる。

不動産投資顧問業は、不動産投資に関する助言業務のみを行う一般不動産投資顧問業（同規定2条5項）と、それに加えて投資判断・取引代理を伴う投資一任業務も行う総合不動産投資顧問業（同規定2条6項）とに分類されている。

³⁸投資信託法が対象資産の範囲を拡大したにもかかわらず、投資顧問法はいまだ改正されていない背景には、縦割り行政の弊害もあると考えられる。というのは、対象資産の拡大のためには証券業を所管する金融庁と不動産業を所管する国土交通省の折衝が必要となる。不動産業の中に大きなウェイトを占める仲介業や顧問業に関する規定を他省庁の所管する法律の中に盛り込むというのは、難しい行政判断なのであろう。

総合不動産投資顧問業者には資本の額が1億円以上の株式会社であることや、黒字が見込まれること、適正な経営・管理体制が整っていることなど、投資一任業務に耐えうるだけの様々な財産的基盤・人的構成が要求されている(同規定6条2項)。実際に登録されているのも、信託銀行や、不動産会社、証券会社、建設会社のなどの子会社、あるいはこれらの合併会社などが多い。

一方、一般不動産投資顧問業に関しては、その審査基準は「登録申請者又は重要な使用人が投資助言業務を公正かつ的確に遂行することができる知識及び経験を有しているかどうか」(同規定6条1項)ということのみである。すなわち、助言業務を行う実力のみが問われ、個人の登録者も多い。

規制態様の妥当性

前述のように、本来は不動産も含めたあらゆる金融商品に関する投資顧問業について一般法的・横断的な規制を設けるほうが、基準の明確化や投資家保護には資する。そのような観点から見れば、このような任意の登録制度を設けるのみではまだ不十分とも言える。

しかし、登録制度が実施されたことにより、不動産投資顧問業に対する認知は確実に広がった。登録申請も増加の一途であり、2001年7月現在では、一般不動産投資顧問業者が312件、総合不動産投資顧問業者が11件で、合計323件が登録されている³⁹。とは言え、投資顧問業はいまだ株式や債券などを対象とするものが中心であり、不動産証券化商品などはまだこれからである。弊害が発生してから規制をすればいい、というわけではないが、不動産の場合はまずは従来の仲介業とは一線を画した本来の投資顧問業の発達を待ち、本格的な規制を設けるのはその後にするのが適当と思われる。

(3) 利益相反の防止

利益相反行為の可能性

このように証券化において必要な役割を担い、法制度も整備されつつある不動産投資顧問業であるが、いくつかの問題もある。その一つが利益相反の問題であると考えられる。

前述のように、総合不動産投資顧問業者は不動産関係の会社が多い。また一般不動産投資顧問業者も、従来から不動産関係の事業を行っているという場合もある。これらは情報とノウハウの蓄積を生かした有能な投資顧問業者になりうる。

しかし、特に総合不動産投資顧問業者の場合、不動産会社系列の業者がその親会社の物件が関係する商品を、あるいは信託銀行である業者が、自らがアレンジャーとなっている商品を推奨したりする、ということが大いに考えられる。このような

³⁹ 国土交通省のホームページ参照

場合、顧客である投資家と業者の間に利益相反関係が発生するが、これを取り締まる十分な規定はない。

従来の証券投資信託の場合においても、信託銀行や委託業者が投資家の利益を犠牲にし、自らと関わりのある商品で運用するという弊害は存在した⁴⁰。ただ、不動産証券化の場合は自らが商品設計の当事者となっている場合もあり、利益相反の程度は著しく高い。ゆえに、利益相反行為への対処はより厳正であるべきである。

利益相反防止の規定

現行法においても、利益相反防止に関しては様々な規定がおかれている。

まず、不動産投資顧問業登録規定では、不動産歳顧問業者に忠実義務を課している（同規定 11 条）。この忠実義務には、利益相反行為を行わないことも含まれると解される。また、総合不動産投資顧問業者には不動産投資事業の担当者と投資一任業に係る運用部門の担当者の兼任を禁止している（同規定 6 条 2 項 2 . カ）。

宅地建物取引業法においても、信義誠実義務（同法 3 1 条）が定められている。また、報酬額が規定されている（同法 4 6 条）ことは、すべての顧客を平等に扱うインセンティブとなると考えられる⁴¹。

投資顧問法においても、忠実義務（同法 2 1 条、3 2 条の 2）や投資一任業務を行う投資顧問業者の兼業制限（同法 3 0 条、3 1 条）の規定などがある。また、禁止行為の規定の中に、利害関係人である投資信託委託業者や証券会社の利益を図る行為というのが明記されている（同法 2 2 条 2 項）。

投資信託法においても、15 条において投資信託委託業の行為準則が詳細に定められており、自己取引や利害関係人の利益を図る行為が禁止されている。

このように、現行法においてもそれなりに規定は整備されているものの、一般的な忠実義務や兼業制限の規定だけでは、あまりに抽象的である。とは言え、細かな行為準則を設けたとしても、現実の取引行為をすべて網羅することはできない。仮に網羅したと言っても、プロの投資顧問業者が明らかな違反行為を行うとは思われない。また、投資の性質上、結果責任を追及するというのも難しく、結局、違法行

⁴⁰ 有価証券の投資一任業の場合、チャージング（不必要な取引を行うことにより、顧問業者が手数料稼ぎを行うこと）やスカルピング（投資顧問が顧客に対し証券の買い付けの推奨を行う前に、自ら推奨する証券を買い付け、推奨の結果として市場価格が上昇したときに買い付けた当該証券を売却し、不当な短期的な利益を得ること）などが利益相反行為の代表例としてあげられることが多い。しかし、不動産の場合は、通常、取引回数も多くないし、市場価格が短期間に上下することもあまりない。ゆえに、このような利益相反行為が発生するおそれは比較的少ないと考えられる。

⁴¹ 成功報酬とすると、投資一任業務の場合に投資顧問業者が健全なポートフォリオ管理から離れて投機的運用に走るおそれがある。

為として罰則を適用できるのは明白な詐欺的行為などに限られるだろう。

ゆえに、禁止行為を列挙するだけでなく、投資顧問業者の関係会社の事業や不動産価格の評価などについて情報開示を徹底させることが必要である。また助言業務に関しては、同時に複数の銘柄を推奨するなどの義務も課すことも考えられる。これにより投資家に判断資料を十分に与え、最終的には自己責任に委ねるしかないであろう。

(4) 一般不動産投資顧問業の発展

ビジネス基盤の確立

不動産投資顧問業者の中で、数の上では圧倒的多数を占めるのは一般不動産投資顧問業者である。しかし、そのビジネスの基盤はいまだ確立されていない。

その大きな理由は、助言業務の困難性である。一般不動産投資顧問業者は一任業務を行えないので、その収益は助言に対する対価としての報酬のみである。しかし前述のように、不動産には様々なリスクが存在するので、十分な情報収集力を持たない個人業者などがそのすべてを勘案して適切な助言を行うことは難しい。

また日本の場合、情報に対して対価を払うという観念が希薄で、フィービジネスがなかなか定着しにくいという事情もある。またバブル崩壊後は、不動産業に対しては一種の不信感も蔓延している。これらの不利な条件を払拭するに足りるくらいの助言的確性を確保し、サービスの質の向上に努めることがビジネス基盤確立の第一歩と考えられる。

サービスの内容の明確化

助言業務の場合、サービスの質は情報力が決めてとなる。各業者は多数の事例をこなしてデータを蓄積することが望ましい。従来、不動産仲介業などを行っていた業者が兼業する場合は、情報の蓄積があり、一定の信用も築いている場合が多い。住宅投資のインデックスを作成した業者などもある⁴²が、このような業者が他の業者をリードし、不動産投資顧問業全体の地位を高めていくことが望まれる。

また報酬体系を明確にしておくことも、顧客が安心して依頼できるようにするためには必要である。サービスの質を維持させるために、自主規制などにより契約書の標準化やマニュアル作り⁴³などをすすめることも有用である。

四、おわりに

以上に検討したように、不動産証券化に関しては市場も法制度も徐々に整備されてきているが、いまだ不十分な部分もあり、今後も再検討を加えていくことが必要と考

⁴² ケン不動産投資顧問株式会社(プロパティマネジメント12号75~81頁)

⁴³ ただ、投資判断は元来マニュアル化になじまないものであり、このことと投資家保護の必要性をいかに両立させるかもまた問題である。

える。

このような発展途上の市場において法制度のあり方を考えるにあたっては、投資家への配慮が難しい。リスクテイク能力の育成を図りつつも、しかるべき保護は与えるためにはどのような方策が望ましいのか、調和点を模索しなければならない。

また、証券化スキームには多数の者が参画することが多いが、商品設計の適正を確保するために、各当事者間の権利義務関係を明確にしなければならない。損失が出たら投資家に押し付けられれば、というような発想を許さないことが必要である。

本稿が不動産証券化のさらなる進展のための一助となれば幸いである。

< 参考文献 >

1. 不動産証券化全般に関して

- 『不動産証券化ハンドブック 2001』不動産シンジケーション協議会（2001.5）
平野嘉秋『不動産証券化の法務・会計・税務』税務経理協会（2001.10）
岡内幸策『不動産証券化と不動産ファンド』日本経済新聞社（2001.1）
田村幸太郎『不動産証券化の法的基礎』勁草出版サービスセンター（1994.1）
財団法人・財政経済協会『信託方式による土地の流動化に関する基礎研究』
総合研究開発機構（1986.3）
高瀬博司「不動産の証券化」信託 165号 33～51頁（1991.1）
西口昌良「『不動産の証券化』についての一考察」信託 160号 33～42頁（1989.11）
片岡義広「不動産の証券化 その意義と基本概念」自由と正義 51巻 11号 84～97頁
（2000.11）
小野傑「わが国における不動産証券化の状況 米国との対比」自由と正義 51巻 11号
98～111頁（2000.11）
小林政秀「不動産証券化のリスク 投資家および消費者保護の観点から」自由と正義
51巻 11号 112～123頁（2000.11）
三國仁司「不動産証券化への新たな挑戦 導入に伴う諸問題」不動産研究 40巻 2
号 1～13頁（1998.4）
森岡健「不動産の証券化 証券化ファイナンスの基本構造と二つのアプローチ」金融
法務事情 1328号 22～25頁（1992.8）
川上嘉彦「不動産担保付ローン債権の証券化・流動化と法的諸問題（上）（下）」金融法
務事情 1493号 15～23頁（1997.9）、1494号 28～37頁（1997.9）
座談会「不動産の流動化・証券化の現状と課題（上）（下）」銀行法務 21・515号 4～
17頁（1996.1）、516号 22～37頁（1996.2）
佐藤潤「金融機関における担保不動産証券化の現状」金融法務事情 1491号 6～13頁
（1997.8）
高瀬博司「担保不動産流動化・証券化の前提 キャッシュフローを中心として」
金融法務事情 1491号 14～19頁（1997.8）
片桐聡「不良債権処理と不動産市場活性化に向けて担保不動産流動化総合対策を策定
担保不動産証券化パッケージを導入」金融財政事情 48巻 19号 30～33頁（1997.5）
丸山秀平「不動産の証券化と証券の役割 国鉄清算事業団の特別債券方式を例として」
『証券・証書・カードの法的研究 長谷川雄一教授古稀記念』13～28頁（1996.11）
加賀山順「国鉄清算事業団における「地価を顕在化させない土地の処分方法」について」
金融法務事情 1328号 38～41頁（1992.8）
山崎成人「開発型不動産証券の可能性について」プロパティマネジメント 17号 38～43

頁(2001.12)

早坂芳文「都市開発と証券化 都市開発における不動産の証券化に関する研究会報告について」NBL476号18~23頁(1991.7)

石塚孝「都市開発における不動産証券化に関する研究会」最終報告の概要」金融法務事情1286号10~11頁(1991.5)

「都市開発の推進と不動産の証券化 都市開発事業の動向に対応した新たなファイナンス・システムの提案」金融法務事情1286号12~17頁(1991.5)

松本恒雄「不動産の証券化と小口不動産投資」法学セミナー482号96~100頁(1995.2)

福井修「住宅ローン債権信託」金融法務事情1328号42~45頁(1992.8)

酒井忠之「土地信託の税務」信託147号7~13頁(1986.8)

佐藤英明「受益権が証券化された土地信託の課税方法」ジュリスト951号134~138頁(1990.3)

藤木一彦「米国における最近の不動産証券化の動きと不動産鑑定人の位置づけ」不動産研究40巻2号14~27頁(1998.4)

堂園昇平「不動産投資信託(REIT)」金融法務事情1328号26~29頁(1992.8)

堀裕「不動産に関する権利の証券化と小口化(上)(下) オーストラリアの場合を踏まえて」NBL517号15~19頁(1993.3)、523号28~34頁(1993.6)

2. SPC法、投資信託法に関して

黒崎浩・根本忠宣・波田野桂『SPC法 新法解説と活用法』金融財政事情研究会(1999.1)

片山さつき『SPC法とは何か 資産の証券化と流動化に向けて』日経BP社(1998.8)

稲本護昭「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律等の一部を改正する法律について」金融法務事情1583号33~39頁(2000.7)

国枝繁樹「不動産投資信託(日本版REIT)を可能にするSPC法の創設 幅広い投資家を対象にリスクのある資産を証券化、併せて投資化保護を図る」時の法令1581号6~28頁(1998.11)

3. 信託法に関して

四宮和夫『信託法(新版)』有斐閣(1989.9)

鴻常夫(編)『商事信託法制』有斐閣(1998.10)

宮川俊秀「不動産証券化における信託の役割」信託200号36~51頁(1999.11)

日本銀行金融研究所「金融取引における受託者の義務と投資家の権利」(1998.3)

北村恵美「信託財産に帰属する債務に関する一考察」信託法研究18号3~26頁(1994.6)

中西英人「第三者に対する受託者責任の限定」信託法研究 20 号 53～77 頁（1996.6）
松本崇「第三者に対する受託者責任の限定 最近の信託法学会の研究発表のなかから」
判例タイムズ 880 号 51～54 頁（1995.9）
築瀬捨治「不動産証券化における信託の活用と投資家保護の問題」金融法務事情 1613
号 48～56 頁（2001.6）

4．投資顧問業規制に関して

近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎『証券取引法入門』商事法務研究会（1995.6）
神崎克郎・竹中正文・清原利行「証券投資顧問業のあり方の答申をめぐって（上）（中）
（下）」商事法務 1063 号 2～11 頁（1985.12）、1065 号 19～28 頁（1986.1）、1066 号
17～22 頁（1986.2）
シンポジウム「投資顧問業の法的規制」金融法研究 4 号 1～41 頁（1988.5）
証券取引法研究会「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律について（6）」
インベストメント 41 巻 2 号 39～68 頁（1988.4）
「一般不動産投資顧問業の実力と可能性」プロパティマネジメント 12 号 66～85 頁
（2001.7）
「投資顧問業に関する法律上の問題点」証券 385 号 50～62 頁（1981.4）
友松義信「信託受託者の開示義務と守秘義務の関係（1）（2） 情報の利益相反に関する一考察」民商法雑誌 118 巻 6 号 61～90 頁（1998.9）、119 巻 1 号 35～77 頁（1998.10）