

不動産投資信託

堂園昇平

目次

1. はじめに——不動産の証券化における不動産投資信託の意義
 - (1) 不動産の証券化
 - (2) 証券化の手法
2. 欧米における不動産投資信託の現状
 - (1) 米国
 - (2) 英国
 - (3) スイス
 - (4) ドイツ
3. 日本における不動産投資信託導入の問題点
 - (1) 地価問題
 - (2) 不動産投資信託の類型
 - (3) 指定合同型における信託法上の問題点
 1. 信託目的
 2. 受託者の義務
 - ① 忠実義務
 - ② 善管注意義務
 - ③ 自己執行義務
 - ④ 分別管理義務
 3. 信託財産による債務の負担
 4. その他の信託法上の問題点
 - ① 合同運用団への追加的信託設定
 - ② 受益権の中途換金
 - ③ 受益権の公平性
 - ④ 受益権の評価方法
 - (4) 指定合同型におけるその他の問題点

1. 税法上の問題
2. 不動産登記法上の問題
3. 信託業法, または, 兼営法の適用
4. 投資家の保護
 - ①信託法, 業法による投資家保護
 - ②ディスクロージャー
- (5) 特定分割型の問題点
 1. 特定分割型の特徴
 2. 委託者の義務
 - ①忠実義務
 - ②善管注意義務
 - ③自己執行義務
 - ④分別管理義務
 3. 投資家の保護
 4. 債務の負担の修正
 5. 受託者の義務の修正
 - ①善管注意義務
 - ②忠実義務
4. おわりに——今後の展望

1. はじめに——不動産の証券化における不動産投資信託の意義

(1) 不動産の証券化

わが国では、不動産事業に関する資金は、専ら、不動産の所有者である不動産会社が金融機関からの借入で調達してきたと言われております。

この背景としては、金融機関とりわけ銀行の資金力が大きく、不動産会社の膨大な資金需要に貸出で応えることができて来たことや、規制金利のもとでは、貸出金利が相対的に低い水準で安定していたため、不動産会社は長期間にわたる不動産事業ではあっても、その資金調達コストが変動するリスクを負担できて来たことなどがあると考えられております。しかし、今後は、BIS 基準な

不動産投資信託

どの影響もあり、金融機関が貸出を一本調子で拡大させることは困難となってきました。また、金融の自由化が進むにつれ、銀行の調達コストである預金金利が経済情勢等の変化に連動して上昇し、これによって、銀行の貸出金利が大きく変動することもあり得ます。これらの事情から、わが国でも、従来金融機関からの借入に頼っていた不動産事業の資金調達の方法を多様化させるため、不動産事業の資金調度を直接金融や資産の流動化で行うこと、すなわち、不動産の証券化が急務となってきていると考えられます。

例えば、すでに、昭和62年に出された、大蔵省の「民間プロジェクト推進のための新ファイナンス方式に関する試案」（いわゆる長富試案）では、社会資本を充実するためのプロジェクトを推進することに民間資金を活用するとの観点から、資金調達の方法として、証券化の方式が提示されており、また平成3年、建設省が中心となって行われた「都市開発における不動産の証券化に関する研究会」の最終報告「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」でも、都市開発事業の資金の調達における不動産の証券化の活用と、その可能性が提案されております。⁽¹⁾

(2) 証券化の手法

証券化には、資産を帰属させ、資本市場につなぐための仕組みが必要となりますが、この仕組みの法技術の一つとして、二重課税を回避する目的から信託が用いられていることが報告されております。

ところで、ここでの信託は、資産が帰属する主体となる役割、すなわち単なる受け皿としての役割に、ともすれば焦点が当てられがちであります。⁽²⁾

しかし、信託には、例えば、投資家からまず資金が信託され、受託者が自らの裁量により投資を行うような役割を持つものがすでに相当に存在しており、むしろこちらの役割の方が信託に通常期待されている役割であると思われます。

すでに制度として存在している仕組みが、証券化に適合する場合には、その制度を利用して証券化が行われることが当然と言えます。証券化の先進国であるアメリカの例でみれば、既存制度利用型の代表例としてREITと呼ばれる

不動産投資信託が挙げられます。⁽³⁾

アメリカに限らず、ヨーロッパその他の地域にも不動産投資信託と呼ばれる不動産投資についての制度が広く行われている国々があり、不動産に対する投資の手法として、それぞれの国の投資環境・不動産の条件に応じた発展と特徴がみられます。

わが国には、現状、不動産投資信託は存在していません。

しかし、投資信託は、多数の投資家からの資金が、信託にプールされ、専門家の投資判断に基づき運用されるものでありますから、小口の投資家でも投資の経済的利益を享受できるというメリットがあります。したがって、証券化の一般化を推進するうえで、証券化の仕組みの中で、重要な地位を占めるものと思われれます。

本報告は、不動産投資信託の具体的な商品スキームの提案を行うことを目的とするものではありませんが、今後、不動産投資信託の実現のために検討していく過程で想定されます、法律上、実務上の問題について、論点を整理するものであります。

報告としましては、まず、最初に、欧米諸国の不動産投資信託の現状を簡単にご報告し、続いて、日本における不動産投資信託導入の社会的な影響、ならびに法律上、実務上の問題点のうち、主として受託者に関係する事項についてご報告いたします。最後に、将来の展望として若干の私見を述べさせていただきます。

なお、報告中で意見にわたります部分は、報告者の個人的な意見でありますことを予めお断りいたします。

(1) 不動産の証券化による資金調達方法は、都市開発事業の促進という観点からは、次の意義があるとしている。

- ①事業の長期性に対応（長期資金）
- ②大規模事業の円滑な資金確保（資本市場から直接の資金調達）
- ③プロジェクトの良否による資金調達（プロジェクトに着目した資金調達）
- ④事業リスクへの対応（多様な資金運用ニーズを持つ投資家に直接アクセス）

不動産投資信託

- ⑤資金調達・資金回収の弾力化（都市開発プロジェクト実施のための資金還流を促進、不動産の所有と開発・経営体の分離）
 - ⑥金融機関による資金供給の弾力化（金融機関の保有資産の流動化）
- (2) わが国の信託銀行に期待される、証券化におけるより積極的な信託の機能があるとの指摘として、神田秀樹「金融の証券化と信託の役割」信託163号78頁。
- (3) これに対し、既存の仕組みがない場合、または、既存の仕組みでは、資産の管理や二重課税を回避などの面で不十分な場合に、個別のケースに合わせて、オーダーメイド的に仕組みをつくることになる。このようなオーダーメイドによる仕組み金融型の代表例は、ジニーメイ、CMOなどのモーゲージ証券である。

2. 欧米における不動産投資信託の現状

一つの国の不動産投資信託の内容を説明するだけで、一つの報告テーマとなるくらいの時間を要するものと思われますので、ここでは、別表をご参照頂き、沿革及び主要な特徴についてのみ報告いたします。

(1) 米国

古くから、マサチューセッツ州では、土地の保有を目的とする法人が認められなかったことから、法人形態によらず、信託（ビジネストラスト）の形態で、不動産への投資が行われていたと言われております。当初、このような信託は信託段階では、課税されませんでした。1935年の Morrissey 事件でビジネストラストは会社と同じく課税されるものと判示されたことを契機に、このような形態での不動産投資は殆ど行われなくなるとされております。その後、1960年内国歳入法の改正で「受動的な投資組織」としての要件を満たす信託の場合には、信託段階では課税されないこととなり、これにより、信託形式での契約型不動産投資信託が復活し、また、1976年の内国歳入法改正で、会社形態であっても、同様の要件を満たすものに適用が拡大され、会社型の不動産投資信託も始まったとされております。契約型、会社型のいずれも Real Estate Investment Trust, REIT と呼ばれております。この間の経緯ならびに不動産投資信託につきましては、海原教授の一連のご論文⁽⁴⁾があります。

米国の不動産投資信託の特徴は、第一に、二重課税を回避するための厳格な税法適格要件の影響があることであり、また、第二には、米国では不動産投資信託のような投資契約が、連邦および州の証券諸法上「証券」に含まれると規定され、証券取引に関する法令による投資家保護が図られると同時に、上場基準⁽⁵⁾という形で投資契約は内容等についての規制を受けていることでもあります。

北米証券規制官協会 NASAA が制定した「REITに関する規制監督基準」⁽⁶⁾は、過半数の州で採用されているとされております。

NASAAの基準には、受託者の要件、義務、また、投資対象、その評価方法等も定められており、特に、受託者の過半数をREITと直接利害関係に立たない独立受託者が占めることとし、この独立受託者の監視のもとにREITが運営されることとされていることに特徴があると考えます。

(2) 英国

英国では、不動産への共同投資は、法意識上、また、登記技術上信託によるとの考えが強いといわれておりますが、つい最近まで不動産投資信託は存在しておりませんでした。また、英国では、伝統的に、追加設定・中途解約のできるオープンエンド型のユニットトラストが好まれているとされておりますが、オープンエンド型のユニットトラストは、1986年金融サービス法により、集合投資スキーム⁽⁷⁾に対する権利の一つとされ、同法に基づく公認を得る必要があります。また、集合的投資スキームの設立・運営等を取り扱うことは投資業とされており、同法に基づく公認を得た業者しか取扱えないこととなっております。オープンエンド型ユニットトラストでは、金融サービス法上、受託者が法人に限られ、また、Managing TrusteeとCustodian Trusteeとに分かれる必要があります。また、証券投資委員会SIBが定める規制により内容が定められております。不動産を投資対象とするオープンエンド型ユニットトラスト Authorised Property Unit Trusts APUTsの公認基準を定めたSIB規則は1991年7月に施行され、現在二つのAPUTsが設立されております。なお、受託者がManaging TrusteeとCustodian Trusteeとに分かれていることについて

不動産投資信託

て、通商産業省 D T I ⁽⁸⁾ は、政府による規制によらず、受託者の相互監視により、投資家保護を図ることが目的であるとしております。

(3) スイス

スイスにおいては銀行の信託業務が存在するとされておりますものの、Anlagefond が信託であるか否かについては、問題となり得るところではあります、が、しかし、本報告では同一の機能を果たすものとして Anlagefond を投資信託と呼ばせていただきます。

スイスでは、国内に有価証券による適当な投資対象たる企業が少なかったため、国外の有価証券への投資が大宗を占めていましたが、1930年代の世界的不況により国外への投資ができなかったことから、不動産投資信託が1938年に設立されたと言われております。⁽⁹⁾

その後1966年までは、民法および債務法の委任等の規定に基づき、約款で投資信託の仕組みがつくられてきましたが、不動産投資信託が盛んになるにつれ小さな不動産投資信託が乱立し、これらの中には十分な分散投資ができず、経営不振に陥ったものもあり、1965年には三つの不動産投資信託が破産手続きにより清算されるような事態もあったと伝えられております。

1967年2月から連邦投資信託法が施行され、その後は同法により不動産投資信託の内容が規定され、運営されることとなっております。

信託の受託者に相当する管理者は、連邦投資信託法に基づき、監督官庁である連邦銀行委員会の免許を得る必要があるとされており、その免許の基準が定められております。また、管理者が銀行でない場合は、投資家保護のため保管銀行を設置し、重要書類の管理、金銭の支払等を取り扱わせていることが特徴といえます。

(4) ドイツ

ドイツの Anlagefond も、本報告では、同一の機能を持つものとして投資信託と呼ばせて頂きます。⁽¹⁰⁾

ドイツでは、第二次大戦前に組合方式を用いた不動産への投資形態があったと言われておりますが、盛んにはならず、1949年に、スイスの不動産投資信託に倣って不動産に投資する投資信託が設立されたとされております。

その後1969年までは、民法の委任等の規定に基づき、約款で投資信託の仕組みがつくられてきましたが、1969年の投資会社法の改正で、それまで証券投資信託にのみ適用されていた投資会社法が、不動産投資信託にも適用されることとなり、その後は同法により不動産投資信託が運営されることとなっております。

信託の受託者に相当する投資会社は、投資会社法に基づき、監督官庁である銀行監督局の免許を得る必要があるとされており、その免許の基準が定められております。また、投資会社は専業の会社等であることから、投資会社法により、投資家保護のために必ず保管銀行が設置されることとなっております。

(4) ビジネストラストの団体性と課税の問題（復刊信託63号23頁以下）、ビジネストラスト（アメリカ商事法ハンドブック358頁以下）、ビジネストラスト（国際商事法務2巻5号3頁以下）、アメリカの不動産投資信託（日本法学35巻4号59頁以下）、アメリカにおける土地信託（復刊信託77号3頁以下、同78号14頁以下）、ビジネストラストと土地信託（信託論叢130頁以下）、日米土地信託法の対比（四宮古希記念「民法・信託法理論の展開」437頁以下）、アメリカの土地信託再考（信託152号41頁以下）。

(5) この投資契約は証券の定義についての包括的な条項であり、ある契約がここでいう投資契約にあたるか否かを決定するうえで、最高裁が Howey 事件で示した基本的な判定基準は、「ある人がその金銭を共同事業（Common Enterprise）に投資し、かつ、それによって、収益を、ただプロモーターまたは第三者の努力のみによって挙げることを期待するようになっている」場合とされている。

このような投資契約については、一般投資家との間で広く締結すること、すなわち、投資契約をはじめて売り出すことは、1933年証券法により発行市場の問題となり、同法の公募の方法に関する規制が適用される、また、このような投資契約をその後売買することは1934証券取引所法により流通市場の問題とな

不動産投資信託

り、同法の各当事者ごとに規制が適用されることになる。

- (6) 州によっては、これより厳しい独自の基準が設けられている。
- (7) 同法による集合投資スキームとは、「通貨を含むあらゆる種類の財産に関する取り決めで、その目的または協力が取り決めの参加者に（財産の全部またはその一部の所有者となるか否かを問わず）財産の取得、保有、管理もしくは処分によって生ずる利益もしくは所得またはその利益もしくは所得から支払われる金銭に参加し、またはそれらを受け取ることを可能とするもの、かつ、参加者は協議を受けまたは指示を与える権利を有するか否かを問わず当該財産の管理を日々支配しない者であって、次の特質のいずれか一方にでもあたるものである。(1)参加者の出資金及び参加者に対して支払われることとなる利益または所得が共同計算(Pool)されること。または、(2)当該財産が分割されずに計画の運営者により、または運営者の意向に即して管理されること」。
- (8) 主務官庁が通商産業省から大蔵省に変更されることが報道されている。(日経金融新聞平成4年6月12日)
- (9) 不動産は高価であり、一人一人の資力では危険分散ができないことから、投資信託を利用した不動産投資が盛んとなったとされている。
- (10) ドイツ連邦銀行が刊行している月報の英訳版においては Immobilienfond は単に Real Estate Funds と訳されている。

3. 日本における不動産投資信託導入の問題点

(1) 地価問題

わが国には不動産投資信託は存在していませんが、しかし、すでに、昭和⁽¹¹⁾38年に、不動産業界を中心として、証券投資信託に倣った不動産投資信託の提案がなされ、また、その翌年、これを承けて、政府が検討を行った際に、不動産投資信託導入の問題点が論議されたことがあります。

この時に挙げられた問題点は多岐にわたりましたが、そのうち、主な事項は、次の三つであったと思われます。

第一に、不動産投資信託による資金の流入が地価の上昇をもたらさないか。

第二に、不動産価格の評価は難しいが、投資信託受益権の価格を適正に評価するにはどうすればよいか。

第三に、不動産は一般に流通性に乏しいとされるが、不動産に投資している場合、解約に応ずる為の流動性を確保するにはどうすればよいか。という事項であります。⁽¹²⁾

中でも最大の問題点は、第一に挙げました不動産投資信託による資金の流入が地価の上昇につながらないかという点でありました。

この時の不動産投資信託は、導入意見の背景が分譲宅地の開発資金を調達することでありましたため、地価の上昇を前提とするものであるとの強い批判を受け、結局は実現に至りませんでした。

地価の問題は、その後も今日に至るまで、社会政策上の重大な問題でありましたので、不動産投資信託の検討は長らく行われなかったものと思われます。

しかし、昭和62年5月に当時経済企画庁物価局審議官の脇山俊氏が、「不動産投資信託をわが国に導入し、不動産資金調達の多様化の一策とし、併せて、土地問題解決の一助とする」との構想を発表されたことを契機として、今度は、不動産の証券化の一環として不動産投資信託が研究されてきております。

さきに述べました、大蔵省の「長富試案」では、証券化の方法として、ファイナンス型土地信託、社会資本開発総合信託と呼ばれる集合信託が提案されており、また、建設省の「都市開発における不動産の証券化に関する研究会」の最終報告でも、新たなファイナンスシステムの一つとして、不動産投資信託の導入が提唱されております。

また、土地政策の観点からも、例えば、一橋大学の野口悠紀雄教授は、土地問題の本質は、所有者が、土地を、資産価値を維持する手段として考え、そのため土地の利用を抑えることから、地価が利用価値を離れた上昇をしてきたことにあるとされた上で、土地の証券化は、土地と同じ経済的価値を持つ金融資産を創り出すこととなり、土地に関する利用と所有の分離を実現させ、土地の有効利用を通じて、土地問題の解決に大きく寄与する。また、将来の住宅取得資金のための資産形成をこのような金融資産により行うことは、土地の価格にゆがみを生じさせない。との主旨を述べておられ、⁽¹³⁾また、筑波大学の宮尾尊弘教授は、不動産の証券化の結果、土地だけに大量の資金が流れ込む可能性を小

不動産投資信託

さくし、かつ、反対に、土地を有効利用して収益を生み出すプロジェクトに資金を向けることとなるので、望ましいストックの蓄積、利用、分配の実現に役立つとされた上で、不動産の証券化は土地についての規制、税制の見直しとならんで、重要な土地政策の柱と位置づけられる。また、特に不動産の証券化が不動産投資信託のような形で行われれば、一般投資家にまで投資機会が広がることから資産格差の是正に役立つとの主旨を述べておられます。⁽¹⁴⁾

以上のような地価対策の面も考慮された不動産投資信託導入の期待意見がありますことから、わが国においても、地価への影響を回避する為の投資の形態、関与する業者の規制を行うことを前提に不動産投資信託の実現を検討すべき時期にきているものと思われまます。

(2) 不動産投資信託の類型

不動産投資信託とは、「信託財産を不動産に対する投資として運用することを目的とする信託」ですが、以下の二つの分類が考えられます。

一つは、「投資対象とされる不動産」は特定の不動産か、指定された種類の不動産かによる分類であり、もう一つは、投資家の集団と信託との関係による分類です。

不動産、とりわけ、その中心となる土地は不代替物であり、世の中にふたつと同じ物はありません。しかし、土地の場合でも、例えば、地方中核都市の商業地、大都市近郊の住宅地、との種類の指定は可能であると考えます。一方、建物については、すでに建っている建物でなくても、確定した建築計画があれば、これによる特定は可能であると考えますし、また、例えばオフィスビル、⁽¹⁵⁾ 居住用建物といった種類による指定も可能であると考えます。

さて、最初の、「投資対象とされる不動産」は特定の不動産か、指定された種類の不動産かによる分類につきましては、まず、信託行為で不動産の種類が指定されている場合は、受託者が、その種類に適合する不動産を特定し、その不動産を信託法または信託行為の範囲内で取得・処分して、信託目的である不動産への投資を行うこととなります。

一方、委託者が、信託行為に、受託者は信託財産の管理・処分について委託者の指示に従うべき旨を定めた場合、委託者が特定した不動産に対して、受託者は、投資することとなります⁽¹⁶⁾。

次に、もう一つの、投資家の集団と信託との関係による分類につきまして、投資信託は、投資単位をできるだけ小口のものとして、広く一般投資家に投資機会を提供するものですから、投資家の集団との信託関係となりますが、いわゆる集団信託には、次の二通りの形態があります。

第一の形態は、一般投資家が信託した小口の信託財産を他の目的を同じくする信託財産と合同して運用する形態であり、第二の形態は、当初の委託者兼受益者が、その受益権を一般投資家が投資のために取得しやすい大きさにまで分割して、一般投資家に取得させる形態であります。

以上の分類から、不動産投資信託の類型は下表の通りと考えられます。

不動産投資信託の類型

	投資する不動産は	
	受託者が特定	委託者が特定
投資家＝受益者＝委託者	指定合同型	特定合同型
投資家＝受益者≠委託者	指定分割型	特定分割型

これらの類型のうち、特定合同型は、不動産の特定に必要な委託者全員の意思の合致を得る手続きの面で問題がありますので、事実上、多数の投資家から資金を集めて行うスキームとしては限界があるものと考えられます。また、指定分割型は指定合同型の受益権のセキュリタイゼーションの問題と考えられますので、本報告では割愛させていただきます。

以下では、まず、指定合同型について、信託法および関係する諸法ならびに実務上の問題を検討し、その後、これを踏まえて特定分割型における特別な問題についての検討を行います。

不動産投資信託

(3) 指定合同型における信託法上の問題

1. 信託目的

不動産投資信託の信託目的は、「信託財産を不動産に投資して運用する」こととあります。ここで想定しております不動産への投資とは、不動産の具体的な有効利用に基づき収益を得ること、すなわち、受託者が、土地・建物を適切に賃貸・処分して収益を得ることとありますから、不動産投資信託は、信託財産の管理処分が結果として事業、例えば、貸ビル業等の事業でありますから、事業の経営となる信託ということになります⁽¹⁷⁾。

信託財産の管理処分が結果として事業の経営となる信託の可否の問題につきましても、「信託された財産権を基礎として事業を営むことはそれが信託行為の定める目的上必要であるなら認められ⁽¹⁸⁾」るとされております。

不動産投資信託の場合、不動産の有効利用にともなう事業の経営は信託目的上必要であること、事業の執行とはいえ、不動産の取得・建築とその賃貸・処分に限られ、その不動産上で別個の事業を営むことを目的とするものではないこと（これは土地信託でも同様であります）、さらに、また、当初の信託財産が金銭である場合でありましても、この金銭は信託目的に従って不動産に変わることが予定されているもので、信託された財産権に基礎をおくことには変わりはないということなどから、不動産投資信託に伴う事業の経営は認められるもの⁽¹⁹⁾と考えます。

2. 受託者の義務

①忠実義務

受託者は信託事務の遂行にあたっては、専ら受益者の利益のために行動するものとされております。

特に、信託法22条は受託者は信託財産を固有財産となしまたはこれにつき権利を取得することを禁止しております。不動産投資信託において、この条文が問題となる場面としましては、まず、受託者が固有財産である不動産を信託財産としたり、または、逆に、受託者が、信託財産である不動産を固有財産を以

て取得することが典型的でありましょうが、しかし、その他にも、例えば、受託者である信託銀行が信託財産であるオフィスのテナントになることや、信託銀行がテナントとしてすでに入居しているビルを投資対象とすること、または、信託事務遂行上必要な資金を受託者の固有財産である銀行勘定から借り入れることなどが考えられます。

信託法22条は強行規定と解するのが通説とされており、これらの行為は禁じられていることとなります。しかし、この信託法22条が強行規定であるとされることに対しましては、従来から批判があります。⁽²⁰⁾

とはいえ、不動産投資信託は委託者兼受益者が一般投資家であり、信託行為も約款で締結されますことや、受託者に投資判断の裁量権があり、特に忠実義務が求められるべきものでありますことから、かりに任意規定とされた場合でも、受託者としては、条件・価格について、例えば不動産鑑定士の鑑定をうけるなど、慎重な対応が必要であると考えます。

一方、受託者が引受けている他の不動産投資信託またはその他の信託勘定との間で信託財産である不動産を取得・処分することや、また、信託事務遂行上必要な資金を受託者の他の信託勘定から借り入れることは、信託行為で定められており、条件・価格が妥当であれば許されるものと考えます。

②善管注意義務

受託者は、善良なる管理者の注意を以て、信託事務を処理しなければならないとされております。⁽²¹⁾ 不動産投資信託の信託事務は、第一に、どの不動産にどのように投資するかを決定する投資判断と、第二に、その不動産での賃貸事業を適切に運営する投資管理とに分かれますが、その双方について、具体的な場合に応じ、取引の通念に従い、相当と認められる人がなすべき注意の程度を以て信託事務を遂行することが求められます。

第一の投資判断において、善管注意義務が問題とされ得る場面は、例えば、不動産の値下がりがあった場合が挙げられます。不動産の価格といえども長期的には需給等による変動があるものですが、一般に不動産の価値は安定したものとされていますから、このような値下がりがあった場合、トラブルになりが

不動産投資信託

ちです。その他にも、不動産を購入・建築した後に、経済情勢の変化等で十分なテナントが集まらなかった場合などが考えられます。投資の判断時点において、受託者が、その要求される程度において、市場調査等を行うなどのうで判断したものであれば、受託者には責任はないものとされるものでありますが、個々のケースでは争いとなりやすいものと思われま

善管注意義務を求める信託法20条は任意規定と解されておりますから、投資判断の基準を、信託行為に定め、これを遵守することについて善管注意義務を尽くした場合には、受託者は免責されるとして、この責任の範囲を明確に定めておく取扱いが、無用のトラブル防止となるものと思われま

とはいえ、「故意による損害」に対しても責任を負わないとするのは公序良俗に反しますし、また、特約の内容によっては、特約が認められない場合もあり得ますので、この投資判断の基準としては、例えば、投資不動産の所在地を大都市または地方中核都市の中心部に限るとすることや、価格の妥当性については信頼できる不動産鑑定士の評価により判断すること、また、不動産価格の下落等を回避するべく分散投資を行うなどの方策をとるといったことなどが検討されて良いものと考えま

ところで、この不動産鑑定士の評価を、信託銀行が自行の不動産鑑定部門に行わせることにつきましては、不動産評価の重要性からも、また、善管注意義務上の疑念を生じさせやすいことから問題があり、第三者機関を用いるべきものと思われま

また、信託銀行が自行の不動産鑑定部門に不動産の評価業務を行わせることにつきましては信託法22条との関係で留意が必要と思われま

次に、第二の投資管理におきましては、賃貸事業の遂行および建物等不動産自体の保守管理⁽²²⁾が重要と思われま。賃貸事業は収益の源泉ですから、事業を継続させることに必要なテナントとの契約募集やその管理、ならびに共用部分等の運営サービス等に善管注意義務を尽くすことが求められま

投資判断の場合と同様に、投資管理についての基準と免責について信託行為に明確にすることとなると思われま

③自己執行義務

信託における信任関係は、受託者が自ら信託事務を処理することを要求しており、信託事務の全部または一部を代人、すなわち、「独立の所見を以て事務を処理、⁽²³⁾ 決行する者」に行わせることはできないとされております。

したがって、受託者は、投資判断と投資管理の双方を、自ら執行するのに十分な能力を備えていなければ適格ではないと思われます。

この点、信託銀行は、不動産管理信託、土地信託の業務における経験と実績から、投資判断・投資管理など事業執行に求められる十分な能力を有しておりますので、受託者として適切であると言えます。

なお、投資判断において不動産鑑定士を使用することは、投資不動産の取得・処分価格が妥当であることを確保するための手段であり、投資の決定は受託者が自ら行いますから、自己執行義務に違反しませんし、また、投資管理においても、テナントを募集するために不動産仲介業者を利用したり、または、受託者が修理等の必要ありと決定して、専門の建築業者等に工事を施行させることなども、自己執行義務には違反しないものといえます。これらの費用は信託事務の処理に関わる費用であり、信託財産に請求できると考えます。

④分別管理義務

ここでは、分割管理義務の例外とされる、合同運用の問題を取り上げます。

まず、金銭が信託され、金銭で償還される金銭信託の場合、合同運用されることに、特に問題はありません。

ところで、合同運用は金銭のような代替物に限られず、信託行為で定めれば、⁽²⁴⁾ 不動産のような不代替物でも合同運用することができるとされております。例えば、一団となる土地の所有者の間や、一棟の建物の共有者全員の間のような意志の合致を得やすい場合など、不動産を合同して運用することが考えられます。

さらに、信託行為で定めれば、不動産を信託し金銭で償還される信託も、金銭信託と合同運用できる、すなわち、指定された種類に合致し、かつ、信託目的にもかなうような不動産を信託した場合、他の投資家が信託した金銭と合同

不動産投資信託

運用されることを信託行為で定めることができると考えます。

3. 信託財産による債務の負担

信託行為に定めがあれば、信託事務に必要な資金を借り入れることも可能とされており、不動産投資信託の場合であれば、例えば、当初の信託財産だけでは不動産の取得資金に不足がある場合、信託目的不達成として信託を終了させず、借入金で不足を埋めて不動産を取得すると判断されることがあり得ます⁽²⁵⁾、あるいは、信託財産たる不動産に大きな修繕の必要が生じた場合や大口の解約が生じた場合などでも、資金がないとの理由で信託財産を、放置したり、処分したりするより、将来の収益から負担した方が有利と判断される場合は、その費用や、払戻し金の調達を借入でまかなうこともあり得ます。

借入による資金を加えて不動産を取得することは、レヴァレッジ効果があり有利と言えると同時に、金利の変動や固定費の増加などがあり、リスクも高いと言えます。この債務の負担は、受益者に帰属しますから、借入が信託事務を遂行する上で、適切になされたか否かの問題であり、結局は、受託者の善管注意義務の問題であると考えます。

4. その他の信託法上の問題点

①合同運用団への追加的信託設定

不動産への安定した投資には危険分散が好ましいこと、また、一方では、不動産は高価でありますことから、合同運用団は、相当な規模の大きさを持つことが望ましいと言えます。したがって、受託者が、随時にまたは必要に応じ、信託を募集し、その新しい信託の信託財産を既存の信託の信託財産と同一の合同運用団に追加する形態がメリットが多いと考えます。

②受益権の中途換金

すでに昭和39年の議論でも指摘されていた通り、中途解約や満期による払戻しなどが大量に起きた場合、受託者は、信託財産を処分して、払戻しを行うことができるかが問題となります。

不動産投資信託では、不動産の短期の値上がり期待を誘発しないように、信託行為によって、相当程度長期間にわたって解約が制限されることが望ましいものと言えます。しかし、一般投資家の投資であることから、換金のため中途でも解約できることへの選好度合は高く、現実には、中途解約の完全な制限は難しいものと思われま

す。払戻しに必要な資金を得るために、流通性に乏しい不動産を急いで処分することは、実勢価格以下での処分を招き易く、他の投資家の損害にもなり得ますので、何らかの信託行為上の手当が必要であると思われま

す。具体的には、信託行為上で、受託者は、払戻しに備えた流動性ある資産を信託財産の一定割合程度保有することができることを明確にすることで、大部分の場合は対応できるものと考えられますが、しかし、異常な事態の場合の信託期間の延長手続きを定めることや、解約の申し出から解約払戻し金の支払までの間に、一定期間の猶予、または、期限の利益を認める特約等が検討されるべきものと思われま

③受益権の公平性

合同運用されている各信託の受益権は、合同運用団の価値全体に対してその持ち分割合に応じた価値も持つと信託行為で定めることも有効であり、受益権の公平性にも合致すると考えま

す。すなわち、新たに信託契約を締結して委託者兼受益者となる者は、払込額、または、不動産で信託する場合はその不動産の時価額の、その時点における合同運用団の価値に対する割合の持ち分を合同運用団に対して取得することとなり、一方、信託を解除する場合、合同運用団からその時点における受益権の価値に相当する払戻しを受けることとなります。

④受益権の評価方法

新たな信託契約の締結を行ったり、受益者への払戻しを行うためには、受益権の価格を決定することが必要ですから、信託財産の時価をどの様にして決定するかが問題となります。信託財産の評価方法も、前述のように昭和39年の議論の際に大きな問題として指摘されておりました。

不動産投資信託

対応としては、信託行為に信託財産の評価の方法を規定して、それに従って信頼できる不動産鑑定士が、定期的な評価および必要に応じた臨時の評価を行い、その評価に基づく時価額に従って新たな信託契約の締結や受益者への払戻しが行われるとの特約を置くことは、合理性があり、有効であると考えます。

これにより、例えば、新たに信託契約を締結した者が、締結の基準となった信託財産の評価より、締結後になされた信託財産の評価が下がっていることを理由として、要素の錯誤による信託契約の無効を主張することなどは、信義則上許されないと解してよいと考えます。

(4) 指定合同型におけるその他の問題点

1. 税法上の問題

「不動産の証券化」に限らず「証券化」においては一般に二重課税を生じるような仕組みは商品性がないことが指摘されております。

合同運用信託の場合は、利子所得税が課税され、二重課税にはなっておりません。しかし、不動産の減価償却の取扱いや、他の所得との損益通算、譲渡所得への課税など、税務問題については、不明な点が多いことに、留意が必要と思われれます。

2. 不動産登記法上の問題

不動産が信託財産である場合は、第三者に信託を対抗するには、信託の登記⁽²⁸⁾が必要であります。この信託の登記に添付される信託原簿に、記載されるべき項目として、受益者名がありますが、不動産投資信託の場合、多数の受益者の全員の氏名・住所を登記し、追加設定、解約等で受益者の変動があれば、その都度、登記を行わなければならないこととなります。不動産投資信託のような信託の登記の場合は、簡略な受益者の登記の方法が検討されるべきものと考えます。

3. 信託業法、または、兼営法（以下総称して業法とよびます）の適用

業法上、金銭、土地およびその定着物、地上権および土地の賃借権は、信託の引き受けをなすことのできる財産であり、また、同時にこれらは信託事務の処理により取得できる財産でもあります。

ところで、形式上信託契約によらない場合でありましても、不動産に対する投資スキームが、第三者から不動産に投資するべく資金の提供を受けて、その利益を当該第三者に享受させる契約を締結し、その利益の支払が当該不動産に結び付けられている場合は、やはり、信託であり、業法の認可を受けなければ取り扱えないとされるべきものと考えます。

4. 投資家の保護

①信託法、業法による投資家保護

受託者には信託法上の種々の厳格な義務が課せられており、また、投資家（受益者）にも信託法理上種々の権限が認められております。また、信託の引受けを業として為すには、業法により、主務大臣の免許が必要であり、また業務の種類および方法等において基準を定めるなど主務官庁による広範な規制監督が行われておりますので、投資家の保護は図られることとなると考えます。

②ディスクロージャー

証券化においては、投資家に対する十分なディスクロージが必要とされておりますが、不動産に対する投資では、事業性がありますから、事業の仕組み、投資不動産の評価などが重要であること、また、不動産は個別性が高いことなどから、不動産投資信託に適したディスクロージャーが必要と考えられます。⁽²⁹⁾

(5) 特定分割型の問題点

以下におきましては、指定合同型と共通の問題は、省かせて頂いております。

1. 特定分割型の特徴

特定分割型におきましては、信託財産の名義は受託者にありますが、運用裁

不動産投資信託

量権は委託者にあります⁽³⁰⁾。このような信託は、一般投資家には、実質的には、本来受託者の権能である信託財産の名義と運用裁量権が、受託者と委託者とに分かれて所属しているようなものと見えるのではないかと考えられます⁽³¹⁾。

また、一般投資家は申込金の形で委託者に金銭を払い込み、委託者はこの金銭をもって受託者との間で信託を設定し、その受益権を分割して一般投資家に移転するのが実態となると考えられます。

このため、一般投資家である受益者の地位は、指定合同型の場合⁽³²⁾に比べ、次の二つの点で不安定なものとなっているとされております⁽³³⁾。

第一に、受託者が受益者に対して負担するような信認関係に立った関係は、信託法上は、委託者と一般投資家の間には無いと解されています。このため、委託者が、信託財産の運用裁量権を行使する際に、いかなる義務を負っているかが不明確であるとされております。

第二に、一般投資家が委託者に対して払い込んだ申込金は、受益権を取得し、対抗要件を得るまでの間は、せいぜい委託者に対する消費寄託に過ぎませんから、委託者の一般財産に混入するおそれがあると言えます⁽³⁴⁾。

2. 委託者の義務

特定分割型におきましては、委託者が実質的に信託財産の管理・処分を行いその経済的な利益だけを、委託者から受益権を購入した投資家に享受させる関係にあります。このような、特殊な委託者には、信託法上の受託者の義務に準じた義務が課されるべきであり、その具体的な内容は、以下の通りであると考えます。

①忠実義務

委託者は信託財産の投資の指図を行う際は、専ら受益者の利益のために行わなければならないと考えます。また、委託者は、受託者に対し、委託者本人またはこれと実質的に同視される者の所有する不動産を投資対象とする事を指図することや、これらの者に信託財産に属する不動産の権利を取得することは、受託者の忠実義務の場合と同様に解されるべきであると考えます。

②善管注意義務

委託者は、投資判断につき善管注意義務を負うと考えます。

③自己執行義務

委託者の職務は投資判断です。委託者の責任を明確にする上でも、委託者は自らこれを執行するべきものであり、受託者と同じように、代人、すなわち独立の所見を以て事務を行う者に依頼する事は許されないものと解されます。したがって、委託者となろうとする者は、少なくとも不動産に対して投資判断をするのに十分な能力を有していなければ適格ではないと言えましょう。

④分別管理義務

委託者が、一般投資家から受領した払込金を以て信託を設定するまでの間、委託者は、当該資金を分別して保管する義務を負うものと考えます。この点からは、分別して管理されている払込金は、第三者に保管させる、あるいは、銀行等の保証を利用するといったことも検討されることが望ましいと思われま

3. 投資家の保護

特定分割型の場合、指定合同型におけるような業法による投資家保護の手法が委託者には直接及びませんし、また、わが国には投資家保護の一般法があり⁽³⁵⁾ませんから、投資家保護の方法が別に考えられなければならないと考えられま

す。その場合は、わが国における特殊事情としての土地問題に対する政策上の必要な行為規制・行為者規制も併せて検討されるべきものと考えます。

そのほか、特定分割型での特殊な問題として、第一に、一般投資家が、委託者に払い込んだ資金が、委託者の倒産リスクにさらされますから、十分な信用力の認められる者以外は特定分割型の委託者となることはできないとされるべきであると考えます。第二に、委託者についても受託者に準じた忠実義務が求められますから、証券投資信託委託会社が証券会社から厳しく分離されていると同様に、不動産投資信託の委託者も、不動産業者、建築業者から厳しく分離経営される必要があるものと考えます。

不動産投資信託

以上、これまで述べましたように、委託者が運用指図権を持つ特定分割型の問題点には、信託法、業法だけでは解決できないものが多々あるものと言えます。

4. 債務の負担の修正

受託者が委託者の指図に従って借入を行った場合、その債務は信託財産に帰属しますが、同時に、受託者個人もまた、第三者である債権者に対して「負担部分のない連帯債務」に類似した債務を負うとされており、すなわち、委託者の借入の指図は、受託者に対して、信託財産に対する支払承諾類似の与信行為を求めるものと言えます。とりわけ、債務が信託財産を超えている場合は、受託者は不足部分を受益者に請求できますが、信託法36条によれば、受益者は受益権を放棄すれば、これを免れることができるとされており、

したがって、受託者は、委託者の指図に従って信託財産を管理・処分する義務を負ってはいますが、借入などの債務の負担は、その範囲外であると考えます。すなわち、受託者は、自らが負担をする可能性のあるような債務負担は、拒否できるものと考えます。

5. 受託者の義務の修正

①善管注意義務

受託者には運用に関する裁量権がありませんから、運用についての受託者の善管注意義務はないとする特約は有効であると考えます。

②忠実義務

委託者が、信託法22条に抵触するような信託財産の管理・処分についての指図をした場合、信託目的に適合しているならば、裁量権の無い受託者は、指図に従っても良いのではないかとの指摘があります。今後検討すべき点と思われます。

- (11) 信託法・信託業法施行前、大正9年から10年にかけて、神戸信託が投資対象を不動産に限定した投資信託を設定したことが知られている。

麻島昭一「神戸所在の諸信託会社——神戸信託の分析を中心として——」信託復刊54号79頁～80頁，藤尾幸一「不動産投資の機会均等方法」信託第三年第二号23頁以下，「神戸信託の投資信託約款」同36頁以下。

なお，約款によれば，同不動産投資信託は指定合同型の金銭信託と解されるが，当該信託勘定が予め約款で定めた価格で受託者の固有勘定に属する特定の土地を購入することや，その土地の上に建物を建設して分譲する上で受託者が元本・最小限利益を保証することなどの特約が付されていた。

- (12) そのほか，業法的監督はどのように行われるべきか，また，商品としての経済性はあるか等の問題もあった。鴻常夫「不動産投資信託の問題点」土地住宅総合研究第2号20頁以下。
- (13) 野口悠紀雄「土地の経済学」15頁～28頁，195頁～197頁。
- (14) 日本経済新聞「経済教室」平成2年5月16日。
- (15) 建物が既存または建物の計画が確定の場合は，当然建物は特定されているといえる。建物の計画が未確定の場合は，建物が種類で指定されなければならない。
- (16) 委託者による不動産の特定が信託設定の時点で行われ，その後は，委託者の受託者に対する管理・処分の指示の権限は留保されない形態も特定型の特別な場合として考えられる。このうち，特定の既存の土地建物に投資する場合は，実質的には特定不動産の小口化による流動化と考える。
- また，特定の土地に特定の開発の青写真をもって投資する場合，委託者が多数であれば事態の変更等に基づく信託の変更の必要性に対処することができないことから事実上多数の投資家から資金を集めて行うには適さないものと考えられる。
- (17) ①信託財産を貸付債権として運用することは，現在の貸付信託，指定合同運用金銭信託でも行っており，受託者たる信託銀行が信託行為で指定された種類の不動産事業に対して貸付をする指定合同型信託をデット型の不動産投資信託とする事に問題はない。しかし，委託者が受託者に対し，特定の債務者に貸付を行うことを指図する投資信託については，実質的には，委託者が一般投資家から集めた資金を持って貸付を行うことを業とすることとなり得，信託業法，または，出資法等の僭脱になりかねないと思われるので，特定分割型の形態のデット型不動産投資信託は問題が多い。
- ②米国では，不動産事業は不動産が形成される過程に応じて，開発段階と所

不動産投資信託

有段階との二つの段階があると言われている。(例えば、不動産が賃貸用のオフィスビルの場合であれば、開発段階は用地を取得し、建物を竣工させることであり、所有段階は、その後の賃貸である。)

このように分ける理由は、段階によって、不動産事業の性格・リスクが異なるからであると言われている。すなわち、開発段階の不動産事業への貸付は、リスクが高いことから、相対的に短期でも金利が高いとされ、所有段階の不動産事業への貸付は、長期で、金利は安定している(固定金利の場合もある)とされている。

米国では、1970年代に、多くのデット型 REIT が、開発段階での高金利をねらい、また、レヴァレッジ効果を期待して多額の借入れを起こしていたため、その後の不動産不況による貸付金の焦げ付きと、金利の変動による借入れ金利の高騰で、苦境に陥り、この苦い経験から、今日のデット型 REIT では、所有段階の不動産事業への貸付が行われていると言われている。

わが国で、デット型不動産投資信託を実現させる場合でも、資産の健全化、所有段階の貸付が主に投資対象とされるべきであろう。

(18) 四宮和夫、「信託法(新版)」133頁。

なお、東洋信託銀行の井元氏も第6回信託法学会での研究報告において、「受託者が信託財産で事業を営むことは信託法において認められ……個々の信託契約の受託者がどのような事業を営むことができるかは、当該信託契約の信託目的・信託財産・受託者の権限などの内容によ」とされている(「信託財産による事業の経営について」信託法研究第6号83頁)。

(19) 前述神戸信託の不動産投資信託は、その後信託法・信託業法制定にあたって、信託法案第1条から「事業の経営の受託」が削除されたことから、信託法に抵触するとして廃止されたともいわれているが、はっきりしたことは判らない。麻島昭一「日本信託業立法史の研究」411頁、同86頁注(1)、信託会社協会の大正10年11月付照会状に対する神戸信託の回答「廃止すべき運命の下に立てる信託会社の付随業務」信託第三年第二号36頁。

しかしながら、信託法制定当初から、同法第1条の解釈としては、財産権を受託者に移転した上で、財産の管理処分が事業の経営となるものも信託として有効であると解されており(例えば、三淵忠彦「信託法通釈」24頁、細矢祐治「信託法理及び信託法制」666頁、青木徹二「信託法論(全)」115頁、遊佐展夫「信託法制評論」17頁、入江眞太郎「信託法」12頁等)、当時においても、

神戸信託の不動産投資信託が信託法に抵触するとされたものとは思われない。

むしろ、当該投資信託勘定が、神戸信託が昭和2年に在神戸の他の4信託と合併して兵庫大同信託が設立されるまで、ほぼ不動産の簿価のまま残っていることから、約款上の信託期間は3年であったものの、投資不動産の処分が殆ど進まず、また、償還もできず、その後も新たな設定ができなかったものと思われる。

- (20) 概要については、第15回信託法学会における、大和銀行、大宮氏の研究報告（「信託法上強行規定とされているものについて——信託法第22条を中心とした実務上の問題点——」信託法研究第14号3頁以下）を参照。
- (21) 善管注意義務の意味は民法の一般理論に従い、「受託者の属する社会的地位・職業や信託設定の事情などによりこの程度の注意は必要として、一般的・客観的標準に要求される注意」義務であると解されている（田中實、信託法78頁）。
- (22) 建物は、保守の如何によっては急速な劣化をきたし、不動産の価値を損じることになるので、専門的な技術が必要とされている。
- (23) 四宮、前掲書237頁。
- (24) 四宮、前掲書222頁。
- (25) ①不動産投資信託においても、他の事業性ある信託と同様、信託目的遂行上必要な場合には金銭の借入を行うことができる。また、わが国の商業用不動産の賃貸においては、高額の入居保証金（または建設協力金とも呼ばれることがある）差入れの慣行があり、これも資金調達方法の一つと考えられる。
②信託財産が不動産の取得代金に十分でない場合でも、借り入れ等の負債により賄うことは有り得る。しかし、投資家から抛出された信託財産を補完する程度の債務負担に限られよう。したがって、例えば、金銭の借入等の債務負担によって、次々と信託財産を増加させていく、いわば、無限増殖型の投資形態は、投機性が高く、信託目的から言っても、また、土地政策の面や投資のリスクの点から、また、事業そのものの信託にきわめて近いという点からも、許されないものとする。

③このような観点からは、例えば、英国の APUS では、当初の信託財産が5百万ポンドを下回った場合は、信託を終了させるものとしており、また、米国の REIT では、設立の際に最低20万ドルの当初財産を設立に関与する者（Sponsor）が払い込むことが必要とされているので、不動産投資信託の信託財産が不動産への投資に十分な大きさを下回った場合は、信託目的不達成として、

不動産投資信託

受益者全員の同意無くとも、信託契約を終了できる旨を定めておく必要がある。

- (26) ドイツ投資会社法36条、スイス投資信託に関する連邦法36条では、1年間の猶予を認める。
- (27) 信託契約締結時が異なれば、その時点での合同運用団の時価によっては、合同運用団への持ち分割合が異なることとなる。

兼営法施行細則5条により、信託銀行は信託契約書上に「信託契約の締結の際における信託財産の種類および価額または数量」「信託の収益の計算の時期および方法に関する事項」「受益者に交付する信託財産の種類並びにその交付の時期および方法に関する事項」を記載する必要があるため、前述の計算上の持ち分割合計算の方法を明らかにしておく必要がある。

- (28) 受託者が信託財産を以て第三者から不動産を購入取得したときは、受託者が登記権利者当該第三者が登記義務者となって、売買を原因とする所有権移転および信託の登記をし、信託原簿を添付する。
- (29) 不動産に対する投資は事業性があること、また不動産は個別性が高いことから、不動産投資信託に適したディスクロージャーが必要である。

この点につき諸外国の例としては、

①米国の REIT では、募集にあたって、証券監督当局への届出の他、受託者は投資家に目論見書を交付することとされており、この目論見書には、NASAA の基準では、投資の方針、今後の投資を予定し、または、計画している不動産の内容、借り入れの方針などを記載することとされている。また、その後は、受託者は、継続的に年度営業報告書、四半期報告書を作成することとされ、この報告書には、NASAA の基準では、一般に承認された会計原則に従って作成され、かつ、利害関係の無い独立した公認会計士が監査を行った計算書類のほか、資金の調達コストの比率、投資顧問業者及びその関係者への支払手数料額、投資顧問業者及びその関係者が、REIT に何らかのサービス取引を行っている第三者から受けた手数料額、REIT または受託者、投資顧問業者、その利害関係者が当事者となっている重要な事項などが記載されることとなっている。(最後の重要な事項とは、具体的には REIT と受託者、投資顧問業者との利益相反する事項が主となると解されている。)

②ドイツの投資会社法では、投資会社が、投資家と不動産投資信託に関わる契約を締結するにあたっては、当初に、投資家に対しては、目論見書を交付す

るものとされており、目論見書には、投資会社の状況、保管銀行の状況、投資の方針、受益権を発行または償還する場合の計算方法などの重要な事項を記載することとされている。また、投資会社は、継続的に、不動産投資信託の年度営業報告書、半期報告書を銀行監督官庁とドイツ連邦銀行に提出の上、投資家に交付することとしている。

当初に交付することとされている目論見書には、直前の年度営業報告書（もし、半期報告書が出されていれば、その半期報告書も）添付することとなっている。また、年度営業報告書、半期報告書には、信託財産の内容、受益者数、収益計算、過去三年間の信託財産の時価総額と受益権の発行価額の概要を記載することとされており、信託財産の内容としては、個々の不動産の大きさ、性質、位置、取得または建築の時期、建物の有効面積、市場価格、特徴を記載するものとされている。このうち、年度営業報告書での市場価格については、鑑定人委員会の評価によるとされている。

以上の諸外国での例を参考に、わが国でのディスクロージャーを考えた場合、不動産投資信託を設定する当初のディスクロージャーとしては、仕組みについての他に、投資判断、投資管理、信託財産評価方法の基準等の特約や、実績配当であることなどの重要な約款内容についての説明が必要となってくるものと考えられる。

また、継続的なディスクロージャーとしては、基本的には信託法39条、40条に定める帳簿備付、財産目論の作成、利害関係人による帳簿閲覧請求権に基づき考えることになろうが、信託事務処理に関する書類の作成にあたっては、信託財産である不動産は時価評価によるべきであり、この時価は、信託契約に定められた方法として不動産鑑定士の評価によることで考えることになろう。

その他ディスクローズされる事項としては、信託財産に基づき行われている貸ビル業などの経営内容、不動産の現状、不動産の評価額の推移、今後の不動産の取得・処分の方針、借入金の残高・条件などの事項が考えられる。

また、信託の追加設定、中途解約等の事態を想定すると、継続的なディスクロージャーは、適切な頻度で行われるのが望ましいが、このためには、決算期毎の他に、例えば、四半期毎にディスクローズするといったことも検討されるべきであろう。

- (30) 特定分割型には、①信託行為で不動産が当初から特定されているものと、②委託者が裁量権を留保しており、その裁量権に基づいてその後に不動産が特定

不動産投資信託

されるものがある。前者は不動産の小口化商品と同様である。以下、本稿では、後者のみ取り扱う。

- (31) 大阪谷公雄「証券投資信託における委託会社の自己取引指図について」信託法の研究（下）324頁以下。

このように信託財産名義と運用裁量権のような本来受託者の兼用が分属するような関係は、英国の信託における、Managing Trustee と Custodian Trustee に相当するものは、わが国の信託法上も積極的に解されている。四宮、前掲書 217 頁。

- (32) 指定合同型においては、信託名義及び運用裁量権の両者が受託者にある。

- (33) 大阪谷公雄、前掲。

- (34) 指定合同型であれば、払込時点から信託財産となる。

- (35) 有価証券に主として運用する信託契約の受益権を分割する方法で投資家に売却する場合には証券投資信託法が適用され、また、主として商品に運用する投資の場合には、「商品投資に係わる事業の規制に関する法律」が適用されることとなっている。この有価証券は証券取引法によりまた商品は商品投資に係わる事業の規制に関する法律により規制列挙されており、包括的な規制とはなっていない。

4. おわりに——今後の展望

わが国においては、地価問題が社会的にも、経済的にも不動産投資信託の実現を難しいものとしてきたといえます。

昭和39年に議論された問題点が、今日、解決されている訳ではありませんが、しかしながら、今後の金融の自由化、金融の証券化の趨勢からは、都市開発、社会基盤整備の資金調達において、不動産の証券化が進展することが予想され、その中で、広範な一般投資家と直結する不動産投資信託は、有力な仕組みとされていくものであると考えます。不動産の証券化の拡大によっては、多くの者が、様々な形態での不動産投資信託を提案し、さらにはこれと同様の経済的機能を持つ他の法律形態に基づく不動産投資スキームの提案をすることも予想されます。

前述のように、特定分割型の不動産投資信託は、信託法及び業法上での投資家保護が不十分であることから、また、他の法律形態に基づく不動産投資スキームにつきましても投資家保護の問題があることから、実現には、立法等の手⁽³⁶⁾当がなされるべきではないかと考えます。その場合には、取扱いをする当事者の義務・責任、投資家保護のための措置などの他、特に、地価問題は、今日でもわが国の最大の社会問題の一つでありますから、土地に対する投機的手段とされることを回避するための、行為者規制・行為規制が、十分にかつ慎重に検討されるべきものと考えます。また、指定合同型の不動産投資信託は、さきに検討したように、制度的にも地価問題・投資家保護について、十分その対策がなされるものと考えられます。

以上、本報告におきましては、不動産投資信託をわが国に導入しました場合の、法律上、実務上の問題点を、受託者の義務を中心に報告いたしました。報告者の能力不足で、十分な掘り下げができず、問題点の羅列に終始した感ではございますが、不動産投資信託は、社会資本の充実、および、都市開発事業の推進のための資金を供給し、かつ、一般投資家に優れた投資機会を提供するものとして、期待されているものと考えますことから、今後の不動産投資信託導入の検討にあたり、何らかの参考になれば幸甚に存じます。

- (36) 実質的に信託を意図しているものについては信託と解して信託法及び信託業法等を適用すべきものとする。例えば、民法上の組合の形態を取るが、業務執行者が、出資金運用の裁量権を持ち、また、不動産の所有権登記を同人名義で行う場合などは、信託の対抗要件を欠くものの、実質的には信託に他ならないので、信託業法に基づく監督（及び罰則）の適用の他、投資家保護のためには業務執行者の義務・責任などについて受託者として信託法を準用する必要がある。

附 記

本稿は第17回信託法学会において発表の機会を与えられました原稿をほぼそのままの内容にて掲載させていただきました。学会における報告後、東京大学

不動産投資信託

能見善久教授，三菱信託銀行松本崇氏，三井信託銀行荒居良彦氏および大和銀行大宮克己氏より貴重なお質問，ご教示を賜りましたことは，身に余る光栄であり，深く感謝申し上げる次第であります。また，当日ご司会をいただきました大阪谷公雄大阪大学名誉教授には，研究発表の原稿作成の時より，ご指導を賜り，ここに改めて深く感謝申し上げます。

なお，当日ならびに後日，ご質問あるいはご教示賜りました諸点のいくつかにつきましては，本稿の脚注において，言及させていただきました。

(住友信託銀行法務部調査役)

別表 欧米諸国における不動産投資信託の現状

米 国	英 国
<p>①根拠法 内国歳入法：REITたる信託・法人の要件 1933年証券法：REITの発行 1934年証券取引法：REITの流通，開示 北米証券規制官協会（NASAA）の基準 ：REITの内容 契約型^{*1}の場合：信託法（州法） 会社型の場合：会社法（州法）</p> <p>②形態 契約型（ビジネストラスト） 会社型</p> <p>③受託者^{*2}の要件：NASAAの基準によるREITが投資対象とする種類の不動産に関連する3年以上の実務経験^{*4}をもつこと。受託者は，3名以上で，そのうち，REITの利害関係人^{*5}以外の者から任命される。Independent Trustee（独立受託者）^{*6}が過半数いること（実務経験ある者は，うち1名以上でよい）</p> <p>④投資対象：NASAAの基準による イ）不動産の所有権・リース （未利用地^{*8}は10%以下） ロ）不動産担保貸付 （担保掛目85%以内） （未利用地担保は，10%以下） 一つのREITで双方に投資しているものもある 税法上の適格要件を維持できるように，投資対象が選ばれる</p>	<p>①根拠法 1986年金融サービス法 ：投資家保護，取引・業者規制 証券投資委員会（SIB）規則 ：集団投資計画の内容</p> <p>②形態 契約型 （Authorized Property Unit Trusts）</p> <p>③受託者の要件 IMRO^{*3}のメンバーであること Manager（Managing Trustee）とTrustee（Custodian Trustee）とが³必要 ManagerとTrusteeとは，互いに独立していること Trusteeは払込資本金が³40万ポンド以上の銀行，保険会社であること^{*7}</p> <p>④投資対象 イ）不動産の所有権，不動産関連の会社の ロ）株式・社債等 ハ）公共債 ニ）不動産担保貸付（短期）</p>

不動産投資信託

ス イ ス	ド イ ツ
<p>①根拠法 投資契約に関する連邦法 ：管理者(Fondsleitung)の規制 Anlagefond の内容 投資家保護</p> <p>②形態 契約型(Anlagefond)</p> <p>③管理者の要件 連邦銀行委員会の許可を取得すること 許可の基準 イ) 資本金 200 万スイスフラン以上の銀行, 又は ロ) 資本金 100 万スイスフラン以上の管理者専業の会社, 組合であること 管理者が銀行でない場合, 保管銀行(Depotbank)が重要書類・金銭の保管を行う</p> <p>④投資対象 イ) 土地ならびにその付属物 (Anlagefond 名義で登記すること) ロ) 土地の取得・売却, 自己の土地の賃貸借を専ら目的とする不動産会社の株式及びこれへの貸付金(Anlagefond が株式の 2/3 以上を所有することが要件) なお, 危険分散の原理に基づくことが法律上定められ, 細則で一個の不動産に投資できる上限が定められている</p>	<p>①根拠法 投資会社法 ：投資会社 (Kapitalanlagegesellschaft) の規制 Anlagefond の内容 投資家保護 税務規定 ※この他, 投資会社法に基づかない geschlossenen Immobilienfond がある</p> <p>②形態 契約型(Anlagefond)</p> <p>③投資会社の要件 銀行監督局 (Bankaufsichtsbehörde) の許可を取得すること 許可の基準 イ) 払込済資本 500 万ドイツマルク以上, かつ ロ) 投資会社専業の会社等であること 必ず保管銀行 (Depotbank) が重要書類の保管, 金銭の支払等を行う</p> <p>④投資対象 イ) 賃貸住宅用, 商業用またはこれらの混合用途の不動産 ロ) 建築中の建物で, イ) の条件に適合し, かつ, 状況から適当な時期に建築完了が予想されるもの (Anlagefond の 20%を超えないこと) ハ) 更地で, イ) の条件に適合する建物を建築することが指定されているもの (取得時の価格が他の更地を合わせて, Anlagefond の 20%を超えないこと) ニ) イ)~ハ)の条件を満たす地上権</p>

米 国	英 国
<p>⑤裁量権 受託者（会社型の場合取締役、以下同じ）が、投資顧問業者のアドバイスを従って、投資判断を行う</p> <p>⑥不動産の評価：NASAAの基準による受託者の過半数で、適切な市場価格（Fair Market Value）であることを決定 独立受託者は、その過半数で、第三者の不動産鑑定者に評価させることを決定</p> <p>⑦忠実義務 契約型は信託法上の受託者の忠実義務（会社型は会社法上の取締役の忠実義務）尚、信託財産の実質的管理・運営者が、受託者以外に存在し、忠実義務がこれら実質的管理・運営者に拡大されている NASAAの基準では イ）独立受託者の過半数による決定を必要としている事項を定めている ロ）受託者、投資顧問業者、関係者による a) REITからの不動産購入は禁止される b) REITへの不動産譲渡は、利益相反しない独立受託者過半数の承認により時価または取得原価の低い価格でしか認められない*10 c) REITとの金銭の貸借は、利益相反しない独立受託者過半数の承認により条件が他と比べてREITに不利でない場合しか認められない ハ）総営業費が基準*11を超える場合、独立受託者は投資顧問業者に、手数料の減額を請求できる</p>	<p>⑤裁量権 受託者が、Manager (Managing Trustee) と Trustee (Custodian Trustee) とに機能分化し、Manager が投資判断を行う</p> <p>⑥不動産の評価 Manager, Trustee の双方から独立した専門資格のある常任鑑定人か、公認の方法により、市場価格を評価する。 受益権の価格評価は、少なくとも月一回行う</p> <p>⑦忠実義務 一般信託法理上の受託者の忠実義務がある 金融サービス法では、Trustee と Manager は互いに独立していることが要求されている SIB 規則では、 Manager, Trustee, 投資顧問またはその役職員が、自己と信託の計算で不動産等を売買することは、Trustee が任命した専門家による価格の証明と Trustee の承認等が必要とされる等、制限されている</p>

不動産投資信託

ス イ ス	ド イ ツ
<p>⑤裁量権 管理者は投資家の計算において独立して自己の名において Anlagefond を管理し、投資物件の取得と売却に関して決定する</p> <p>⑥不動産の評価 独立の常任専門鑑定人が、取得・売却時に土地の価値を鑑定し、建物を建築するときは、見積原価が適正かを調査する 年度決定時に Anlagefond に属するすべての土地の時価を調査する</p> <p>⑦忠実義務 管理者は Anlagefond のための業務執行において、専ら投資家の利益を守らなければならない</p> <p>管理者は、</p> <p>a)約款に定められた報酬を除き自己または第三者のため如何なる種類の財産上の利益をも請求し受領してはならない</p> <p>b)Anlagefond から投資物件を自己の計算で譲受け、自己の財産を Anlagefond に譲渡してはならない</p> <p>c)Anlagefond の管理および業務執行を行う者ならびに管理者の社員およびこれらの者と密接な関係を有する者は同様の義務を負う</p> <p>集団投資契約により生じたものでない管理者の債務と Anlagefond に属する債権との相殺は禁止される</p>	<p>⑤裁量権 投資会社は自己の名前で Anlagefond に属する物件について投資および契約の条件に従って処分する権限がある*9</p> <p>⑥不動産の評価 3名以上の独立した専門家から構成される鑑定人委員会が、取得・処分及び報告書作成の際に、不動産を評価する 投資会社は、この評価価格か、これから離れない価格でしか取得・処分できない</p> <p>⑦忠実義務 投資会社は専ら投資家の利益のために職務を遂行するものとされる</p> <p>投資会社の役員、監査役は Anlagefond の構成物件を会社から買うことも会社に対して投資家の共同の計算で得ることもできない</p> <p>投資会社に対する債権と Anlagefond に属する債権の相殺は禁止される</p>

米 国	英 国
<p>⑧善管注意義務 契約型の場合、信託法理上の、会社型の場合、会社法上の善管注意義務がある受託者の免責の要件（NASAAの基準） イ）判断時に誠実（Good Faith）であること ロ）受託者に過失がないこと ハ）投資家に出資以上の責任がないこと</p> <p>⑨自己執行義務 殆ど、投資判断は投資顧問に、投資管理は独立不動産管理人に委託している*12</p> <p>⑩分別管理義務</p> <p>⑪借入れ 上限等を REIT の内部規約で定めている NASAA の基準では、純資産の300%を超える借入れの場合は、独立受託の過半数の承認と、直後の四半期報告でのディスクロージャーが必要とされている</p> <p>⑫流通性・中途換金 契約型 REIT はクローズドエンド型</p> <p>⑬投資家保護 連邦、州の証券法上で対応されている</p>	<p>⑧善管注意義務 信託法理上の善管注意義務がある</p> <p>SIB 規則では、Trustee は Manager が信託行為及び法令に従って信託を運営していることを Reasonable Care を以て確認することとされている</p> <p>⑨自己執行義務 Manager が投資判断を行う上で、投資顧問を使用することもある。</p> <p>⑩分別管理義務</p> <p>⑪借入れ SIB 規則による規制がある。</p> <p>⑫流通性・中途換金 オープンエンド型</p> <p>⑬投資家保護 金融サービス法上、一般投資家に勧誘できる集団投資スキームは、SIB が認めるものに限られる 取扱い業者は、自主規制団体（SRO）による公認が必要である Custodian Trustee となれる者は、銀</p>

不動産投資信託

ス イ ス	ド イ ツ
<p>⑧善管注意義務 投資契約に関する連邦法には明文の規定はないが、委任の規定が適用されることから、同種の義務がある者と考えられる</p> <p>⑨自己執行義務 保管者を設ける場合も、財産の自由処分の権限を与えることはできない</p> <p>⑩分別管理義務 管理者は、Anlagefond を自己の財産と分離して管理する。 Anlagefond の財産は、管理者破産の場合破産財団に引き継がれず、分離される</p> <p>⑪借入れ 管理者は、Anlagefond に関係する債務について土地を担保にいれることができるが、すべての土地を平均して担保設定額が Anlagefond の半分以上を超えてはならない</p> <p>⑫流通性・中途換金 オープンエンド型</p> <p>⑬投資家保護 管理者が銀行でない場合は、保管銀行に重要書類・金銭の保管を行なわせる。 保管銀行は連邦銀行委員会の許可が必要許可の基準 イ) 資本金 200 万スイスフラン以上の銀行</p>	<p>⑧善管注意義務 投資会社は、正規の商人の注意を持って Anlagefond を運営しなければならない</p> <p>⑨自己執行義務</p> <p>⑩分別管理義務 Anlagefond は、特別財産として自己の財産から分別して管理される 投資会社破産の場合、Anlagefond は破産財団に属さず、保管銀行によって清算されるか、新たな投資会社に引き継がれる</p> <p>⑪借入れ 借入れは原則として Anlagefond に帰属しない 特約で借入れを認める場合、Anlagefond の時価の10%以内との制限がある 解約に対する持ち分相当額支払について処分のための期間経過後は資金調達のため Anlagefond の財産を担保として借り入れをする事ができるが、可能となり次第速やかに事態解消することが義務づけられている</p> <p>⑫流通性・中途換金 オープンエンド型</p> <p>⑬投資家保護 保管銀行に、重要書類の保管、金銭の支払等を行わせる 保管銀行は銀行監督局の許可が必要許可の基準 イ) 純資本1000万ドイツマルク以上の銀行</p>

米 国	英 国
<p>⑭ディスクロージャー (発行開示) 1933年証券法 SEC に対する届出書の提出 目論見書の交付 大多数の州では、NY証券取引書に上場 されるものは州内の登録を免除している (NASAA の基準より厳しい基準)</p> <p>(継続開示) 1934年証券取引法、州法定 期的な報告書提出 NASAA の基準による報告書</p>	<p>行保険会社その他特別の法人に限られ る</p> <p>⑭ディスクロージャー (発行開示) 金融サービス法、SIB 規則 発行の形態(公募、私募)に応じて、監 督官庁へ届け出 内容は、Product Particulars により開 示 (SIB 規則でディスクロージャー項目を 規定)</p> <p>(継続開示) SIB 規則 Manager: 年度、半年度報告書提出 Trustee: Manager の行為について年 度報告書提出</p>

- * 1 ビジネストラスト
- * 2 契約型のビジネストラストでは、受託者は、通常、個人である。また、会社型では、取締役
 (個人) が契約型の受託者に相当するので、以下では、何れも受託者と呼ぶ。
- * 3 Investment Management Regulatory Organization の略称、公認の自主規制団体 (Self
 Regulated Organization, SRO) の一つである。
- * 4 この実務経験とは、自分自身で、または、代理人として、不動産を取得、運営することであ
 るとされている。
 また、商業用不動産と住宅用不動産とは異なる実務経験とされている。
- * 5 REIT の設立に関わったスポンサー、投資顧問業者 (Advisor) 及び、これらの者と密接な
 関係のある者 (Affiliate)
- * 6 同一のスポンサーが設立した3つ以上の REIT の Trustee となる者は、利害関係ありとさ
 れる。
 同一の REIT に対し、本人または、二親等以内の親族が、受託者以外のサービスをしてい
 る場合、利害関係ありとされる。
- * 7 法令上は、払込資本25万ポンド以上であるが、IMRO の規則上の要件がより厳しくなってい
 る。
- * 8 NASAA のコメントでは、
 ①賃料等の収益を得ることを目的としないで取得した不動産、
 ②現に造成、または建物を建築中でない土地、
 ③一年以内に誠実な (Good Faith) 計画で造成、または、建物建築の予定の無い土地
 とされている。
- * 9 不動産の処分には、保管銀行の同意が必要である。
 ただし、保管銀行は、処分が法令・約款の規定に適合していれば同意しなければならない。
- * 10 時価については、必ず、第三者の鑑定者の鑑定が必要とされている。
- * 11 各年度の平均投資資産残高の2%、純所得の25%
- * 12 サービスの対価が所得制限に抵触して税法上の適格性を失うことを回避するために、REIT
 には所得がないようにしているとされる。

不動産投資信託

ス イ ス	ド イ ツ
<p>連邦銀行委員会は約款の認可，必要な場合の是正命令等により監督している</p> <p>⑭ディスクロージャー (発行開示) 法定事項記載の約款が交付される</p> <p>(継続開示) 管理者は，会計年度終了後六カ月以内に法定事項を記載した決算報告書を公表し十年間投資家に閲覧する 会計基準が細則に定められている</p>	<p>⑭ディスクロージャー (発行開示) 法定事項を記載した目論見書を作成・交付する</p> <p>(継続開示) 年度事業報告書，半年度報告書を銀行監督官庁に届出 一般に公表し閲覧可能とする</p>

