

## REPORT IV

### 不動産投資手法の拡大と新展開

～わが国でも期待される会社型不動産投信～

金融研究部門 岡 正規

#### 1. 最近の不動産投資関連法の動き

特定資産の流動化促進を目的にした SPC 法（「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」）が施行された一昨年秋（98年9月）以降、様々な不動産証券化商品が登場した。

さらに、大蔵省金融審議会の議論を経て、今通常国会では、SPC 法と投信法（「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」）の改正が予定されるなど、不動産投資をめぐる新たな制度インフラ整備が加速している（図表-1）。

SPC 法の改正では、最低資本金の引下げ、自由な商品設計を可能にするために対象資産の拡大、発行証券の商品性改善（優先出資の途中減資など）、借入金制限の緩和、資産流動化計画の簡素化、SPC の登録制から届出制への変更、などが予定されている。

投信法の改正では、証券投資信託・証券投資法人制度の見直しを行い、ファンド対象資産を有価証券だけでなく、不動産や商品など幅広い財産権を認める予定である。この結果、投資信託・投資法人が不動産で資産運用を行う、いわゆる不動産投

図表-1 不動産投資関連法の動き

	1998 年	1999 年	2000 年
SPC 法	98/9 SPC 法施行		SPC 法改正
投資信託法	98/12 証券投資信託法改正 会社型投信解禁 私募投信解禁		投信法改正 契約型不動産投信解禁 会社型不動産投信解禁
不動産特定共同事業法	98/6 事業法改正 複数不動産パッケージ可 （一般投資家向け）	99/2 事業法改正 出資単位の引下げ 第三者譲渡の解禁  99/9 事業法の改正 対象不動産の変更・追加可	事業法改正 倒産隔離の仕組構築

（資料）ニッセイ基礎研究所

資ファンドの組成が可能になる。このような動きに対応し、東京証券取引所では、会社型投資信託の上場市場創設の検討を表明している。

不動産特定共同事業法の改正では、99年2月の第三者への持分譲渡の解禁、最低出資単位の500万円への引下げに続き、9月には、対象不動産の入替えを可能とする対象不動産変更型契約(投資ファンド型事業)が解禁された。

さらに、匿名組合を使う不動産特定共同事業では、不動産所有権が匿名組合の営業者に属するため、営業者(不動産特定共同事業者)が破綻した場合、投資家の出資金払戻し請求権が担保されない。このため、現在、倒産隔離(注1)の仕組みを構築するための法改正が検討されている。

これら一連の動きは、不動産の「集団投資スキーム」と総称される仕組みで、不特定多数の投資家が証券やファンドの形で不動産投資を行える環境が整ってきていることを意味する。

## 2. 不動産集団投資スキームの広がり

不動産の集団的投資スキームは、「資産流動化スキーム」と「資産運用型スキーム」に大別される(注2)。

前者は、特定された不動産のキャッシュフローや資産価値を裏付けとして投資家の出資などを募る仕組みで、事業者(資産保有者)にとって資金調達の意味合いが強い(注3)。

後者は、投資家から資金を集めてプールし、運用者の裁量にある程度任せて、(対象を特定しない)不動産や不動産証券に投資し、その収益を投資家に分配する仕組みで、不動産投資ファンド型ということができる。

どちらも、不動産と投資資金を繋ぐ器として、投資家への利益分配を効率的に行える「投資ヴィークル」(注4)が必要となるが、それぞれの根拠法により使い分けられている(図表-2)。

図表-2 不動産集団投資スキームの分類

		資産流動化スキーム	資産運用型スキーム	
投資 ヴィークル	匿名組合	① 不動産特定共同事業 ＜不動産特定共同事業法＞	④ 不動産特定共同事業 (対象不動産変更型契約) ＜不動産特定共同事業法＞	契約型
	信託	② 不動産信託 (信託受益権小口化) ＜信託法＞	⑤ 「投資信託」 ＜投信法＞	
	特別の法人	③ SPC法によるSPC その他SPC ＜SPC法＞	⑥ 「投資法人」 (会社型投信) ＜投信法＞	会社型

(注) < >は、根拠法。

(資料)不動産シンジケーション協議会資料等を基にニッセイ基礎研究所が作成

資産流動化スキームでは、投資ヴィークルが匿名組合の場合は、出資形態による。また、信託の場合は、信託受益権の分割（小口化）販売で、SPC 法上の特定目的会社の場合は、特定社債・優先出資証券などの有価証券発行で(この他に、海外 SPC など SPC 法によらない特別目的会社を利用するものがある)、それぞれ資金を集めることになる。これらはいずれも、現在でも組成可能な仕組みである。

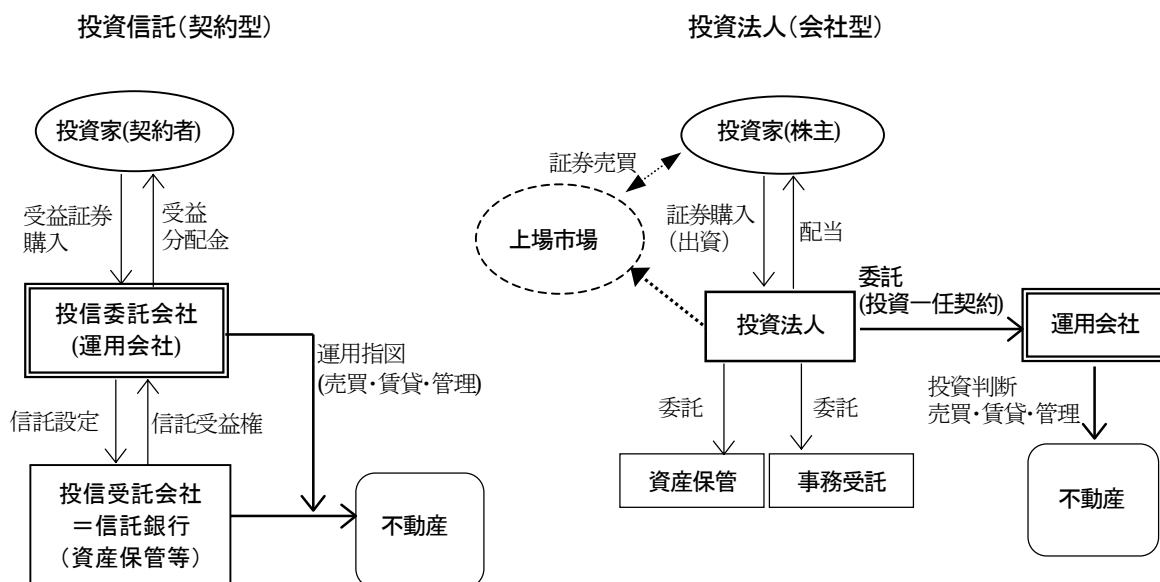
これに対し、資産運用型スキームでは、投資家と対象不動産変更型の契約を締結した匿名組合による不動産特定共同事業のみが組成可能であった。今回の投信法改正では、契約型の『投資信託』と、会社型の『投資法人』を投資ヴィークルとした資金調達が可能となる予定である。

### 3. 期待される会社型不動産投信

不動産特定共同事業では、1口500万円まで小口化が可能となり、有価証券ではないものの、第三者への譲渡が解禁された。しかし、実際には流通市場がなく、販売チャンネルが限定されていることなどもあり、流動性リスクが大きい状況にある。

これに対し、SPC 法に基づく SPC の発行証券は、証券取引法上の有価証券に指定されている。最近では、機関投資家による特定社債購入が増加しているが、社債に劣後する優先出資証券(エクイティ部分)に投資する動きもでてきている。しかし、優先出資証券の価格下落リスクや流動性リスクは大きく、資金回収の際（出口戦略）の曖昧さは残されたままである。

図表-3 投信法改正による不動産投資ファンドの仕組み



(注)委託会社が運用会社となる型。  
この他、投信受託会社である信託銀行が運用会社となる型もある。

(資料)公表資料等を基にニッセイ基礎研究所が作成

今回の投信法の改正によって可能となる予定のファンド型不動産投資の仕組みは、上述したとおり、『投資信託型(契約型)』と『投資法人型(会社型)』に大別できる。

両者とも、不動産投資の判断と実行を行う運用者が必要となる。『投資信託型』では、投信委託会社もしくは信託銀行が行うのに対し、『投資法人型』では、投資法人と投資一任契約を締結した運用会社が行う(図表-3)。

投資家は、実物不動産や不動産証券(社債・株式)などの運用対象資産から生じる収益を、前者では受益証券の配当、後者では株式の配当、もしくは解約・売却益の形で受け取ることになる。特に、会社の株式に投資する『投資法人型』は、一般株式と同様、完全なエクイティ型の投資といえる。

この『投資法人型』による、いわゆる「会社型不動産投信」は、取引所に上場され、流通市場が構築される可能性がある。このため、会社型不動産投信には、既存の集団投資スキームの課題であった流動性リスクの回避と、上場時や市場における資産価値増加というエクイティ投資の醍醐味が期待されている。

そもそも、不動産は流動性が低いため、頻繁な資産入替えが困難で、投資家の希望に基づく追加投資や一部解約には対応しにくい。そこで、契約型の証券投信ですでに一般的なオープンエンド型よりも、一般株式と同じように流通市場で取引されるクローズドエンド型の方が、不動産のファンド形態として馴染みやすいのである。

会社型不動産投信がこのような特徴を持つことから、米国のREIT(リート、不動産投資信託)に類似した商品として、「日本版REIT」や「J-REIT」などと称される場合があるため、米国のREITがわが国でも実現すると期待する向きもある。

しかし、REITは、「株主が利益を享受できる

ように、不動産投資のポートフォリオを管理する会社」と定義されており、本質は不動産投資専門の株式会社に他ならない。

一般の株式会社では、通常、税引後利益が株式配当されるのに対し、REITでは、一定の適格要件を満たせば法人税を課せられない。つまり、税引前利益が配当され、株主段階で配当金課税されるという、導管性が確保(二重課税の回避など)されている点が特徴である。

さらに、REITは、経営者の裁量が強く働く投資ヴィークルといえ、収益率上昇や資産規模拡大のために、借入や増資、現物出資などが認められている。また、ペイスルー機能(注5)や減価償却費の出資者への還元なども可能で、柔軟性を備えている。その上、投資ヴィークルが上場されると、投資家が一般会社と同様に株式取引できるのである。

現在、わが国で検討されている会社型不動産投信は、運用会社と投資一任契約を結び、業務を第三者に委託することが前提であり、投資家保護のためのガバナンス・システムを保持した制度である(注6)。したがって、REITが経営者の運用手腕に依存する投資であるのとは、制度面で異なると言わざるをえない。

とはいえ、今回の投信法改正による会社型不動産投信の登場、東証での上場の可能性が検討されていることは、資産運用型スキームの充実に大きく寄与し、不動産が金融資本市場から幅広く資金調達できるようにする有効な手段として期待は大きい。

#### 4．会社型不動産投信の発展の条件

会社型不動産投信が、わが国における代表的な不動産投資ファンドとして発展するためには、仕組みや投資インフラ整備のあり方について、投資家側からの要望と検証が欠かせない。

##### 情報開示

不特定多数の投資家から資金を募る以上、情報開示は不可欠である。詳細な情報開示義務や説明責任が明確にされない場合に、投資家の自己責任を問えないことは当然である。

特に、旧来の不動産取引では「情報開示しないことによるメリット」が存在していただけに、情報開示が不十分になりがちなることを前提に、投資家保護のため、投信会社の投資家に対する信託義務の具体的内容<sup>(注7)</sup>を規定する法律を整備し、監視機能や業者罰則規定の強化などを図るべきである。

##### 運用会社

『投資法人』から一任運用を委託される運用会社の主な業務には、(1)不動産市場、個別物件の価値などの分析、その分析に基づく投資判断、(2)不動産ポートフォリオの管理、(3)個別の物件とテナント管理、(4)デューディリジェンス(物件精査)・鑑定評価、などがある。

優良なファンドを組成・運営するには、詳細なデータに基づく分析力、物件管理運営力、テナント営業力、物件売買の交渉力など総合的な機能発揮が求められ、不動産事業と投資に関する様々な分野に精通していなければならない。

不動産は個別性が強く、その収益は管理運営に依存するなど、他の金融資産と異なる特性を持つため、不動産運用には、金融分野の知識だけでなく、不動産事業の経験やノウハウも求められる。

このため、運用会社が既存の不動産会社と関連があるケースも十分に予想される。

現在、国では、運用会社の資格要件(財産的基礎、良好な収支見通し、人的構成、業務執行体制など)や、不動産投資顧問業の登録制度開始に向けた登録基準、許可の種類、行為準則などについて具体的な検討を行っている。行為準則については、不動産が他の金融資産とは異なる特性を持つ資産運用となる以上、幅広い業務が規定されるであろうが、投資家との利益相反を起こさない仕組み作りが不可欠である。

また、会社型不動産投信に限らず、不動産集団投資スキームでは、投資ヴィークルが『投資信託型』や匿名組合、SPCなど、様々な形態で運用される。このため、不動産集団投資スキームの拡大・発展のためには、様々な投資ヴィークルに対応した横断的な運用会社の制度作りと、幅広い資産運用業者の参入を認める方策を講じることが求められる。

##### 専門機関

投資家は、集団投資スキームの発展により、投資リスクを合理的に判断できる環境が整備され、流動性が確保された不動産投資を比較的少ない金額で可能になると期待している。

しかし、一般投資家が、複雑な金融商品や不動産金融商品のリスク特性を理解して、的確に商品を選択するのは、市場に十分な情報が提供されていたとしても、かなり難しいと思われる。そこで、不動産投信においても、第三者による商品の客観的かつ迅速な評価や格付の仕組みが必要となるだろう。

ファンドの運用評価では、過去の運用成績を評価するための基準となるベンチマークが必要である。不動産ファンドの運用者と投資家に投資関連情報を提供し、客観評価を行える(第三者)専門機



関とデータの整備体制が求められる(注8)。

## 5. 会社型不動産投信登場の影響

長期的な資産デフレの中、広く投資資金を呼び込み、低迷する不動産市場を活性化させるため、不動産集団投資スキームの法的整備が急速に進んでいる。

確かに、不動産証券化や不動産投資ファンドへの投資が増加すれば、金融資本市場から不動産市場への資金シフトがおり、実物不動産取引も活発化する可能性が高い。

しかし、不動産市場の活性化が、不動産価格上昇に結びつき、デフレ対策となるかどうかは疑問である。

例えば、会社型不動産投信の拡大には、他人の資産を取得(流動化)して投資ファンドに組み入れる必要がある。そこで、投資ファンドは一般的に、安定収益の得られる優良物件に投資するため、投資対象は限定されるだろう。このような、収益性を重視した投資適格物件の選別により、市場競争力のない低収益物件や未利用不動産との価格差は一層拡大することになるものと予想される。

なお、会社型不動産投信が上場されると、市場が投信の価格を決定することになるが、一般不動産会社の株価と比較され、裁定が働くことが予想される。不動産投資との高い連動性を望む投資家は、法人税や間接費の高む不動産会社株よりも、不動産投信を選好することになるため、既存の不動産会社の業績や株価回復に必ずしも直結しない可能性が高いことに留意する必要がある。

(注1) 集団投資スキームが、投資対象資産の信用力に依存した商品となるため、例えば、オリジネーター(原資産保有者)の倒産により、オリジネーターの破産管財人や第三者(債権者等)が投資家の利益に反する権利を行使するリスク等から投資対象資産を隔離すること。

(注2) 金融審議会が使われた区分であり、以下でも用いる。

(注3) ただし、不動産特定共同事業では、事業者の資金調達の側面だけでなく、投資家同士の共同事業という側面もある。

(注4) 投資ヴィークルには、目的を限定した特別な会社(SPC)や組合、信託などの形態で、譲り受けた資産を裏付けに証券を発行するための便宜上の媒体を総称している。投資ヴィークルには、タックスシェルターとして投資ヴィークルの分配利益への法人課税と投資家への配当・利払いなどに対する所得課税の二重課税の回避、倒産隔離、などの条件が求められる。

(注5) 投資家等への支払いを行う際、投資対象資産から得られるキャッシュフローを財源に支払順序を組み替え、二重課税を回避できる投資ヴィークル。一方、投資対象資産から得られるキャッシュフローをそのまま投資家に支払う投資ヴィークルを、パススルーという。

(注6) 証券投資法人は、通常の会社と異なり、資産運用以外の行為を営業として行えず、本店以外の営業所を設けたり、人を雇うことも禁じられるなど、業務範囲が極めて限定され(63条)、一般事務、資産運用及び資産の保管に係る業務は、それぞれ一般事務受託者、運用会社、及び資産保管会社に委託しなければならない。

(注7) 運用指図その他の業務執行における注意義務や利益相反防止の忠実義務などが挙げられる。

(注8) 指標となるインデックスが、総合収益率の測定やパフォーマンス評価に使えるようになるには、不動産の時価を把握する必要がある。しかしながら、正確な賃料情報を公表しないわが国不動産業界の商慣行の壁や、地価公示などの公表地価と土地の実勢価格の幅が大きく、時価判定が困難な中、実効的なインデックスの作成は容易でない。

参考文献：松村、篠原、岡(1999)『不動産証券化入門』シグマベイスキャピタル

・ 本レポート記載のデータは各種の情報源から入手、加工したものです。その正確性と完全性を保障するものではありません。  
・ 本レポート内容について、将来見解を変更することもあります。  
・ 本レポートは情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。なお、ニッセイ基礎研究所に対する書面による同意なしに本レポートを複写、引用、配布することを禁じます。  
Copyright c ニッセイ基礎研究所 1996 All Rights Reserved