

---

---

**論 文**

---

---

## 投資法人法制の見直しについて

——資金調達・資本政策の多様化とガバナンス強化を中心に——

満井 美江

### はじめに

我が国の投資法人は、上場不動産投資信託すなわちJ-REITが主役である。2001年のJ-REIT市場創設から今年（2015年）は14年目を迎え、J-REIT市場は好況から不況、また好況へという市場サイクルを一巡しつつある。法制度上、J-REITは、平成12年度の証券投資信託に関する法改正により導入された投資法人法制に基づいている。投資法人法制に関しては、創設以降大きな改正はなかったが、平成25年度金融商品取引法（以下、「金商法」という）改正時、導入から近時に至るまでに顕在化した問題の改善に対処するため、金融審議会等により行われた見直しの検討結果を踏まえて本格的な改正が行われた。

法改正の主な内容は、改正に携わった金融庁担当官の解説によると（古澤ほか〔2014〕59～72頁）、①資金調達・資本政策手段の多様化、②インサイダー取引規制等の導入、③その他の施策（簡易合併の要件の見直し、利害関係人等との重要な取引に係る役員会同意の義務づけ、海外不動産取得促進のための過半数議決権保有制限の見直し、投資口発行差止請求制度の導入、投資主総会開催に係る公告規制の緩和、役員任期の合理化）、④その他の改正事項（公開買付制度の一部緩和、大量保有報告制度の一部緩和）の4項目に整理されている。

本稿では、改正内容のうち、資金調達・資本政策の多様化とガバナンス強

化に関連する見直しを対象とし、投資法人法制の創設、それ以降に発生した問題、法改正に向けた検討状況を概観・整理したうえで、平成25年度改正の内容を確認し、今後の投資法人規制の方向性について若干の検討を試みる。

## 第一章 J-REIT（不動産投資信託）の導入

### 1. 平成10年度改正による投資法人制度の導入

投資法人制度は、1998年6月5日に成立した金融システム改革法の一環により改正された「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律（改正前は、証券投資信託法）」によって導入されたものである。改正前の証券投資信託法は、契約型投信のみ対応する条文数50条足らずの法律であったが、会社型投信として投資法人制度を導入するため、営利社団法人の規制を取り込んだ250条（商法等の準用条文を入れると実質600条）に及ぶこととなる膨大な実質改正が行われた。

投資法人制度を導入するに至った理由について、立法担当者は、

- ①株式会社法では、資本制度が非常に硬い法制となっており、自由に増減資がくりかえされるような証券投資法人は、もはや株式会社の枠にとどまりえないものであること
- ②投資法人すなわち会社型投資信託は、アメリカ・イギリス・フランス・ドイツにおいて、従来から存在しているか、または導入されることにより、グローバル・スタンダードとなっていること
- ③契約型の場合は、商品性を変えることがまず不可能であるのに対し、会社型の場合は、投資家が株主としての地位を持ち、規約（定款に相当）を変更することによって、投資家の多様化するニーズに柔軟に対処できること
- ④会社型は権利・義務のかたまりであり、権利・義務という関係で律するのは非常に近代的な制度であること

とする4点を挙げた（西村〔1998〕11～12頁）。

しかし、投資対象資産は有価証券に限られていたこともあり、この改正により設立に至った投資法人はなかった。

## 2. 平成12年度改正による不動産運用の解禁とその後

平成12年度改正では、金融システム改革の流れのなかで多様な投資商品の提供を促進するため、投信法上の投資対象が不動産を含む特定資産へと拡充された。この改正により、投資法人が不動産を主な投資対象とすることができるようになる。法律名からは「証券」が削除され、現在の「投資信託及び投資法人に関する法律」（以下、「投信法」という）となった。2000年3月、東京証券取引所が、内閣総理大臣の認可を受けた「不動産投資信託証券に関する有価証券上場規程の特例」を施行し、いわゆるJ-REITが可能となった。

2001年9月、オフィスビルに投資する日本ビルファンド投資法人・ジャパンリアルエステイト投資法人が東証に上場した。その後、2008年9月のリーマン・ショックまで、ほぼ順調に上場数・資産規模は増加したが、金融市場の混乱・信用収縮・不動産市況の悪化により、2008年に世界でもおそらく初めての導管体の破綻が発生（ニューシティ・レジデンス投資法人）する。以降、他投資法人も財務状況の悪化から、2010年は大口投資主の交代やファンド合併の動きが相次いだ。その後は、資金調達環境の改善に伴い回復基調に転じ、2014年3月末現在、保有資産額は開示評価額ベースで約11.4兆円、上場銘柄数は同年6月時点で46を数える市場規模に達している（不動産証券化協会〔2014〕144～145頁）。

## 第二章 J-REIT 導入後に顕在化した問題

投資法人制度導入以降、市場は前述のとおり拡大しつつある一方で、J-

REITにおける問題点も徐々に顕在化してきた。法制度上は、投資主から提起された裁判例、監督官庁である金融庁による行政処分事例および当初は想定されていなかった破綻事例が注目される。また、これらに関連し、アナリストおよび弁護士の市場関係者から、投資法人制度において改善すべき点として、主に利益相反の防止に関する提言がなされた。本章では、J-REIT導入後に顕在化した問題について、1. 裁判例、2. 金融庁行政処分事例、3. 破綻事例および4. 市場関係者による提言を概観する。

## 1. 裁判例

現時点（2015年2月）までに公表されたJ-REITの投信法にもとづき提起された裁判例としては、（1）投資主の新投資口発行差止請求権が認容された事例（FCレジデンシャル投資法人）と、（2）投資法人の吸収合併に反対する投資主（日本コマーシャル投資法人の投資主）と存続投資法人（ユニテッド・アーバン投資法人）が買取価格の決定を申立てた事例の2件がある。

（1）東京地決平成22年5月10日（金判1343号21頁）<sup>(1)</sup>

### ①事件の概要

FCレジデンシャル投資法人は、同法人の約29%の発行済投資口の保有者であるいちごトラストの子会社に対し、84.9%の希釈化におよぶ大規模な第三者割当てを実施しようとした。これに対し、約23%を保有する投資主（米国デラウェア州設立のエスジェイ・セキュリティーズLLC）が、当該第三者割当てによる払込金額は投資法人の保有資産内容に照らして公正な金額ではなく、また、当該発行は執行役員の善管注意義務・忠実義務に違反する違法があって、同法人に回復することができない損害を生ずる恐れがあると主張し、仮に差止めることを求めた。投信法には、募集株式発行等の差止請求権（会社法第210条）に対応する制度がないため、執行役員の違法行為差止

請求権を被保全権利として新投資口の差止の仮処分命令を申し立てたものと推察される（齋藤 [2013] 170頁）。

## ②決定概要

裁判所は、同投資法人の資産運用会社のグループ企業（ファンドクリエーショングループ）の財務内容が悪化しており、いちごトラストグループと資本・業務提携を交渉中であったことから、FCレジデンシャル投資法人とファンドクリエーショングループが実質的な利益相反関係にあることを認定した。そのうえで、執行役員には、既存投資主の利害を害さぬように募集投資口の払込金額を定めるについて慎重な交渉・検討が求められるが、そのような状況に特段の措置はとられておらず、ファンドクリエーション側の利益を考慮して、払込金額を低額に抑えたものと推認されても止むを得ないとして、発行を仮に差止めるとした。

## ③本決定に関連する指摘および提言

本決定に関連し、平成25年度改正以前の判例評釈において、会社法第210条に対応する制度が投信法にないことに対し、「本来は不公正発行の差止請求権が付与されるべき」とする指摘がなされた（段 [2013b] 114頁）。また、本事案において裁判所が認定した利益相反関係に着目し、「スポンサー交替時に資産運用会社の株式譲渡と第三者割当は一体的に交渉されるため、スポンサーにとって前者を不利な条件設定とするが、代わりに後者を有利にするという形の利益相反が構造的に生じやすく、監督役員によるチェックが期待される」とする提言がなされた（新家＝上野 [2012] 589～590頁）。

(2) 東京地決平成24年2月20日（金判1387号32頁）<sup>(2)</sup>

## ①事案の概要

日本コマース投資法人のスポンサー会社は、会社更生手続きの開始決定を受けたため、新たなスポンサー会社を選定することとなり、同法人はその新スポンサー会社の資産運用子会社が運営する投資法人に吸収合併される

ことになった。合併に反対した投資主（スイスに本店を置く UBS AG）は投資口の買取を請求したが、買取価格の協議が整わなかった（投資主は149,741円、存続投資法人は90,223円を主張）ため、価格決定の申し立てが行われた事案である。

## ②決定概要

裁判所は、買取価格について、基本的には会社法における株式買取請求権に関する判例法理に従い（段 [2013a] 121頁）、一般に公正と認められる手続によって吸収合併の効力が発生したと認められる一方、本件合併により本件吸収合併消滅法人の企業価値ないし投資主価値が毀損し、シナジーが適正に配分されていないことなどを窺わせるに足りる特段の事情はない上、買取請求日前1か月間に本件吸収合併消滅法人の投資口のリート市場価格につき異常な価格形成がされた等の特段の事情も認められないから、本件投資口の「公正な価格」は、買取請求日前1か月間の投資口価格の終値による出来高加重平均値をもって算定すべきであるとして、1口当たり90,341円と定めた。

裁判所は、まず吸収合併が公正に行われたものと推認できるか否かについて検討した。吸収合併をする各投資法人間のみならず、其々の資産運用会社間の特別な資本関係・役員の兼任がないかどうかを含め、独立当事者性の有無を判断し、本件合併は公正に行われたものと推認<sup>(3)</sup>した。つぎに手続きの公正性について、第三者機関による投資口評価・適切な情報開示が行われ、一般に公正と認められる手続きによって吸収合併の効力が生じたと認めた。「(リファイナンス先の)金融機関の意向を優先させ、合併比率を競わせないまま、新スポンサー会社候補を1社に絞った結果、不公正な合併比率となった」とする申立人の主張に対しては、金融機関の意向を無視しての交渉は著しく困難であったから、判断過程が不合理であったとは言えないと判示した。また、みなし賛成票<sup>(4)</sup>が含まれている点について、必ずしも合併に消極的な態度を示すものとはいえないから、合併は投資主の大部分の賛成によって

成立していると認めた。

本決定の特徴として、①手続きの公正性について検討した合併比率の判断過程において、投資法人の運営が借り入れ・リファイナンスを前提とした運営であることを考慮し、②みなし賛成については、消極的な態度とはいえないと評価している点が挙げられる。

### ③本決定に関連する指摘

本決定に関連し、平成25年度改正以前の判例評釈において、「投資法人の投資主総会においてはみなし賛成票を除くと議決権総数に占める賛成票の割合は50.6%に過ぎず、みなし賛成票が必ずしも消極的な態度とはいえないものの、賛成割合は、合併条件が投資主に不利か否かの認定に際して重要な判断要素であるから、より慎重に判断する余地があった」とする指摘がなされた（段 [2013a] 123頁）。

## 2. 金融庁行政処分事例

金融庁の公表行政処分事例（平成27年2月迄）によると、投信法の投資法人に関する法令（一部は金商法）に違反したことにより、投資法人または資産運用会社が行政処分を受けた事例は、平成18～20年度に集中している。処分事例を分類・分析したところ、事案としては13件あり、内、双方が処分を受けた事案は3件、投資法人または資産運用会社のどちらかが処分を受けた例は10件、投資法人としては9件、資産運用会社としては7件の処分件数であった。

処分の主たる契機は、（1）不適切な役員会の運営（8件）、（2）不適切な利益相反管理態勢（5件）、（3）民事再生手続開始（1件）に大別することができる。以下、概観する。

### （1）不適切な役員会の運営

役員会の事前合意・持ち廻りが横行し、役員会は開催されずに議事録が作

## 金融庁行政処分事例

事案番号	年度	公表日	業態1	業態2	金融機関等名	根拠法令	処分の種類	処分の内容	主たる処分原因	主たる契機
1	H18	H18.4.28	金融商品取引業者等	投資法人	日本リテールファンド投資法人	投資信託投資法人法	業務改善命令	内部管理態勢強化等	法令違反	役員会議事録の不実記載、不実記載のある有価証券届出書の提出、適時開示規則違反
2	H18	H18.7.14	金融商品取引業者等	投資法人	日本レジデンシャル投資法人	投資信託投資法人法	業務改善命令	内部管理態勢強化等	法令違反	不適切な役員会の運営
3	H18	H18.7.21	金融商品取引業者等	投資運用業者	オリックス・アセットマネジメント	投資信託投資法人法	業務停止命令	業務停止	法令違反	組入れ不動産の取得時審査業務が不適切
	H18	H18.7.21	金融商品取引業者等	投資運用業者	オリックス・アセットマネジメント	投資信託投資法人法	業務改善命令	内部管理態勢強化等	法令違反	組入れ不動産の取得時審査業務が不適切、投資法人の役員会の不適切な運営
	H18	H18.7.21	金融商品取引業者等	投資法人	オリックス不動産投資法人	投資信託投資法人法	業務改善命令	内部管理態勢強化等	法令違反	不適切な役員会の運営
4	H18	H18.10.20	金融商品取引業者等	投資法人	エルシービー投資法人	投資信託投資法人法	業務改善命令	内部管理態勢強化等	法令違反	議事録の不実記載、不適切な役員会の運営
5	H18	H18.10.20	金融商品取引業者等	投資法人	グローバル・ワン不動産投資法人	投資信託投資法人法	業務改善命令	内部管理態勢強化等	法令違反	議事録の不実記載、不適切な役員会の運営
6	H18	H18.10.20	金融商品取引業者等	投資法人	ジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人	投資信託投資法人法	業務改善命令	内部管理態勢強化等	法令違反	議事録の不実記載、不適切な役員会の運営
7	H18	H18.10.20	金融商品取引業者等	投資法人	トップリート投資法人	投資信託投資法人法	業務改善命令	内部管理態勢強化等	法令違反	議事録の不実記載、不適切な役員会の運営
8	H18	H19.3.13	金融商品取引業者等	投資運用業者	グヴィンチ・セレクト	投資信託投資法人法	業務停止命令	業務停止	法令違反	組入れ不動産の取得時審査業務が不適切
	H18	H19.3.13	金融商品取引業者等	投資運用業者	グヴィンチ・セレクト	投資信託投資法人法	業務改善命令	内部管理態勢強化等	法令違反	組入れ不動産の取得時審査業務が不適切
9	H19	H20.3.28	金融商品取引業者等	投資運用業者	ジャパン・ホテル・アンド・リゾート	金融商品取引法、投資信託投資法人法	業務改善命令	内部管理態勢の充実、強化等	法令違反	利益相反状況において、運用対象不動産の売主（運用会社の利害関係人）の利益を図る行為
	H19	H20.3.28	金融商品取引業者等	投資法人	ジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人	投資信託投資法人法	業務改善命令	内部管理態勢強化等	法令違反	資産運用会社の利害関係人が、本来負担すべきであった費用を負担している状況
10	H20	H20.9.5	金融商品取引業者等	投資運用業者	プロスペクト・レジデンシャル・アドバイザーズ	金融商品取引法、投資信託投資法人法	業務改善命令	内部管理態勢強化等	不十分な内部管理態勢法令違反	不適切な利益相反管理態勢善管注意義務違反
11	H20	H20.10.9	金融商品取引業者等	投資運用業者	シービーアールイー・レジデンシャル・マネジメント	金融商品取引法	業務改善命令	投資法人及び当社の財産保全を図ること、財産を不当に消費する行為を行わないこと等	業務改善命令発動要件に該当	資産運用を受託している投資法人の民事再生手続開始の申立て
	H20	H20.10.9	金融商品取引業者等	投資法人	ニューシティ・レジデンス投資法人	投資信託投資法人法	業務改善命令	同上	同上	民事再生手続開始の申立て
12	H20	H20.11.7	金融商品取引業者等	投資運用業者	シービーアールイー・レジデンシャル・マネジメント	金融商品取引法	S E C 勧告	(内部管理体制不備)	法令違反	議事録の不実記載、不適切な役員会の運営
13	H20	H20.12.5	金融商品取引業者等	投資運用業者	クリード・リート・アドバイザーズ	金融商品取引法、投資信託投資法人法	業務改善命令	内部管理態勢強化等	法令違反	利害関係を有する者からの資産の取得等に係る善管注意義務違反

→公表情報より筆者追記

適用 / 違反とされた法・条文	発覚・処分経緯	取引所処分(違反・改善)	協会処分	処分対象となった契機の詳細	執行役員と運用会社との兼務	要因	対応
法108条が準用する商法260条の4第2項(取締役会議事録)等	SEC 検査	あり(適時開示規則違反:改善報告書)		役員会の事前合意	社長兼務	執行役員の兼職(独立した立場で職務に専念できず)、一般事務受託者の監督不足	事務改善、監督役員の主導性強化・弁護士による監視、執行役員辞任
法108条が準用する商法260条の4第2項(取締役会議事録)等	社内調査	あり(適時開示規則違反:改善報告書)		役員会の事前合意・持ち廻り	社長兼務	執行役員の兼職・一般事務受託者の監督不足・法令遵守意識の不足・監督役員の監視機能不足・一般事務受託者の監督不足	意識徹底、監査、事務改善、執行役員辞任
法34条の2第2項(投資法人に対する善管注意義務)	SEC 検査			不動産取得時の審査業務不適切によって、違法建築物・契約面積を相違して取得し、鑑定評価は古い等の不適正があり、廃棄物の届出・処分責任の確認が不十分であった	社長兼務	法令遵守意識の不足・一部監査室設置、業務改善、弁護士による監視、機能不十分	コンプライアンス部・内部監査室設置、業務改善、弁護士による監視、執行役員・社長辞任
同上	SEC 検査			同上・投資法人役員会の事前合意・持ち廻り(一般事務受託者)	同上	同上	同上
法108条が準用する商法260条の4第2項(取締役会議事録)等	SEC 検査	あり(適時開示規則違反:改善報告書)		役員会の事前合意・持ち廻り	社長兼務	法令遵守意識の不足・一般事務受託者監視不足	役員からの誓約書取得、事務改善、一般事務受託者の監視機能強化、執行役員・社長辞任
法108条が準用する商法260条の4第2項(取締役会議事録)等	金融庁一斉検査			役員会の事前合意・持ち廻り	社長兼務	執行役員の兼職	事務改善、弁護士による監視、執行役員辞任
法108条が準用する商法260条の4第2項(取締役会議事録)等	金融庁一斉検査			役員会の事前合意・持ち廻り	なし	法令遵守意識の不足	意識徹底、事務改善
法108条が準用する商法260条の4第2項(取締役会議事録)等	金融庁一斉検査			役員会の事前合意・持ち廻り	なし	法令遵守意識の不足	意識徹底、事務改善・監督役員の関与
法108条が準用する商法260条の4第2項(取締役会議事録)等	金融庁一斉検査			役員会持ち廻り	社長兼務	法令遵守意識の不足・一般事務受託者監視不足	意識徹底、事務改善、一般事務受託者の監視機能強化
法34条の2第2項(投資法人に対する善管注意義務)	SEC 検査	過 意 金 500 万 円・報告 書		不適切な鑑定評価により高値で投資法人に資産売却(2物件で61百万円相違)	取締役運用部長兼務(兼職承認)	法令遵守意識の不足、内部管理態勢不備	経営の基本原則採択、誓約書提出、内部管理室新設、業務改善、社内処分(誹責・役員報酬減額)
同上	SEC 検査	同上	同上	同上	同上	同上	同上
法34条の2第2項(投資法人に対する善管注意義務)	SEC 検査			運用会社および執行役員は、利害関係人が負担すべきテナント集合看板費用を認識しながら投資法人に負担させた	社長兼務	法令遵守意識の不足、内部管理態勢不備	意識徹底、組織変更による責任体制明確化、業務改善、利益相反取引規程強化
同上	SEC 検査			同上	同上	同上	意識徹底
①利益相反態勢:金商法51条(公益・投資者保護) ②資料提供不適切:法34条の2第2項(投資法人に対する善管注意義務)	SEC 検査			鑑定評価(58件)の依頼において、不適切な働きかけ・業者選定プロセス、資料提供不適切	NA	NA	利害関係者取引防止徹底、鑑定評価手続き適正化、業務改善
投資法人の民事再生手続開始:金商法51条(公益・投資者保護)	民事再生手続開始申立て			投資法人の取得予定資産の決済資金・借入金返済資金調達ができないため民事再生手続開始(負債総額約1123億円/投資口総額909億円)	社長兼務	金融市場の取崩・原油高等による不動産取引停滞、新規融資・リファイナンス困難	(ビ・ライフ投資法人と合併、その後大和レジデンス傘下へ)
法214条1項(業務の健全かつ適切な運営確保、投資主保護)	民事再生手続開始申立て			同上	同上	同上	同上
金商法51条(公益・投資者保護)	SEC 検査		注意書	運用会社の第三者割当議案に社外取締役が反対したが談話議(誤りを認識後も訂正せず)、議事録不実記載、社外取締役に対する決議棄権依頼	社長兼務	投資委員会運営の内部管理態勢不備	執行役員辞任
法34条の2第2項(投資法人に対する善管注意義務)	SEC 検査			物件取得方針基準違反による不要な費用支出、賃料未収入を考慮しない取得	NA	NA	NA

成されていた事例である。平成18年度当時、資産運用会社の社長が投資法人の執行役員を兼務し、法令遵守意識に不足があったこと、投資法人の役員会運営は資産運用会社等に外部委託されるが、委託先の内部管理態勢が不十分（監査部門の未設置・責任体制不明確）であったことが主要因として指摘されている。金融庁は投資法人に対する一斉検査を実施し、業務改善命令（内部管理態勢強化等）等の処分を実施した。

監督の強化に伴い、投資法人内部管理態勢の強化が図られ、多くのケースで社長・執行役員兼務者は辞任した。その後、処分事例は見られない。

なお、本事例は適時開示違反にも該当する為、投資法人に対する取引所処分も実施された。

## （2）不適切な利益相反管理態勢

投資法人は、組み入れ不動産の取得または譲渡等に際し、取引当事者によって恣意的にその価格が決定され、投資法人に不当な不利益が及ばないように、政令で定める者（投信法施行令第124条）に当該不動産の価格等（鑑定評価）を調査させなければならない（投信法第201条）。投資法人の取得または譲渡は、資産運用会社の利害関係人との取引となることが多く、構造的に利益相反が発生しやすい。当時、特に鑑定評価を外部に依頼するに際しては、依頼先の選定プロセスや希望評価額を出させるような働きかけや提出資料の不適切な対応があるとされていた。金融庁は、投資法人に対する善管注意義務違反（改正前投信法第34条の2第2項）があったとして、資産運用会社に対して業務停止等の処分を、投資法人に対して業務改善命令（内部管理態勢強化等）の処分を実施した。

資産運用会社・投資法人は、組織変更や利益相反取引規程の徹底による内部管理態勢の強化、鑑定評価手続きの適正化、社長・執行役員兼務者の辞任や社内処分等により改善を図った。以降、処分事例は見られなくなった。

なお、資産運用会社に対し、投資信託協会から過怠金（500万円）・注意書

の処分が行われている事例もある。

### (3) 民事再生手続開始

投資法人として初めての破綻事例<sup>(5)</sup>となったニューシティー・レジデンス投資法人の事例である。詳細は次に述べる。

## 3. 破綻事例

### (1) 事案概要

ニューシティー・レジデンス投資法人（以下、「NCR」という）は、2008年10月9日、東京地方裁判所に民事再生手続開始を申し立て、J-REIT破綻の最初の事例となった。この破綻は、債務超過に至ってはいないが、借入金が返済できずに期限の利益を喪失し、支払い不能となることで資金繰りがつかなくなる、いわゆる黒字倒産である。

投資法人向けの貸付契約では、負債比率（Loan To Value）や返済余力（Debt Service Coverage Ratio）を定期的に判定し、一定の値を超えると貸付が債務不履行となる。また、投資法人の借り入れには、ある借り入れが債務不履行になると、他の借り入れおよび他の貸付人からの借り入れも期限の利益が喪失されるクロス・デフォルト条項が存在している。これらに抵触すると、債務超過はなくとも一気に破綻しうる。

NCRの場合、弁済期の到来した借入金のリファイナンスが出来なかったこと、NCRが取得予定であった物件の支払い資金を調達することができず、物件の売買契約解除の違約金の支払いを履行できなかったことが、民事再生手続開始の直接の原因となった（中川＝野間 [2010] 64～65頁）。

その後、NCRの再生計画として、①ビ・ライフ投資法人を存続法人とする吸収合併、②大和ハウス工業等から60億円の第三者割当て増資、③再生債権者に対する5年間の分割支払いを行うとする内容が認可された。2010年3月23日、投資主総会が開催され、合併契約が承認され、2010年4月1日、吸

収合併の効力が発生した。

## (2) 問題の所在

NCRの破綻の原因は、J-REITのファンダメンタルズの悪化という側面もあるが、むしろ構造上の要因に端を発したりファイナンス問題の顕在化と、不動産不況下での体力の弱いスポンサー企業の破綻にあると分析されている(新家=上野[2014]2頁)。こうした事態を受け、政府・日銀によるJ-REIT復活のための諸施策(資金供給、不動産市場安定化ファンド設立、銀行等保有株式取得機構および日銀によるJ-REIT投資口の買取等)が打ち出され、また税制改正により投資法人同士の合併が促進された。これらによってJ-REITは再編が進み、信用力・時価総額も回復したが、信用不安時に、株式会社であれば採用できた資金調達・資本政策が実施できなかったことは課題であるとして、投資法人法制の見直し議論につながっていく。

導管体であるはずの集団投資スキームの破綻は世界でも例がないとされる。投資法人制度の設立時、借入れの可否は明確でなかったが、規約に借入金について目的・限度額等を記載するとの定め(投信法第67条1項15号)の解釈から借入れが可能とされ、また、投資法人法制成立時は認められていなかった投資法人債の制度が平成12年度改正により導入された。

このような経緯について、資金運用を目的とした集団投資スキームは、エクイティ方式によって行われるべきであるのに、デッド形式での資金提供が行われてしまうと、債務不履行があり得ない集団投資スキームから、タイムリーペイメントを必須とし突然債務不履行となる可能性を負ったスキームに、質的およびリスク的な大転換が起きるとの指摘がある(三國[2008]28頁)。三國氏は、「集団投資スキームでは一般の事業体と異なり、その破綻は想定されてはいない」ため、「破綻回避のために、①必要資金の留保、②デッド形式の資金調達をきわめて限定的なものとし、行う場合には資金提供者である投資主に対してリスク情報開示がなされ、投資主が決定をなすべき」

ことを提言している<sup>(6)</sup>。

#### 4. 市場関係者による提言

株式等の金融商品に比べ、J-REIT は市場創設からの年数が浅く、一般投資家への浸透が限定的であるため、市場関係者からの評価はそう多く見られないが、2012年、市場のゲートキーパーである証券アナリストから、またJ-REIT に係る弁護士から、以下の興味深い指摘および提言がなされた。提言はどちらも J-REIT のガバナンスに問題があるというもので、その改善には REIT とスポンサー間の利益相反をいかにコントロールするかという点にあるとするものである。

##### (1) 証券アナリストからの指摘および提言（フラッチャー、アレクサンダー [2012]）

日本証券アナリスト協会副会長（当時）であるアレクサンダー・フラッチャー氏は、「J-REIT のさらなる海外資金の獲得にはガバナンス改善が大前提」と題する論考において、主要な海外 REIT と比較しつつ、特に J-REIT のガバナンスに問題がある点を指摘し、具体的な改善提言を行った。

##### ① J-REIT の問題点

フラッチャー氏は、J-REIT が海外投資家から長期の資金を獲得しにくい原因には、海外投資家が J-REIT のガバナンスに問題があると考えていることがあり、J-REIT が海外からの投資を得るためにはガバナンスの改善が不可欠であること、ガバナンスの問題点は、REIT とスポンサー間の利益相反に集約されることを指摘した。

利益相反防止に対しては、たとえばシンガポールの REIT（S-REIT）は、ファンド全体の純資産総額 5% 以上の取引について投資主総会の過半数の承認を必要としている例を挙げている。一方、J-REIT は、「投資主が関連当事者取引に関する承認権を持っていない」・「投資口の希薄化が発生する

第三者割当て増資が時折実施される」点が特に問題であると指摘した。

## ② J-REIT 改善に向けた提言

フラッチャー氏は、①の問題点に対して、以下の具体的な改善提言を行った。

### i) 資産運用会社・投資法人の役員の独立性の強化

投資法人と投資運用会社との間に兼任重役の少ない体制をつくり、投資運用会社の役員の独立性を増やす。

### ii) 重要な関連当事者取引に関して投資主のよる承認を必要とする

たとえばスポンサーと投資法人間の大規模取引に関して、独立した投資主による承認権を与えるべきである。

### iii) 既存投資主に新規発行された投資口について先買権を付与する

本件は投信法改正の動きにより議論・緩和される見込みであり、望ましいものである。

### iv) 年次投資主総会の義務化

現行では2年に1回程度の開催となっているが、毎年開催とすべきである。

### v) 支配投資主の保有制限<sup>(7)</sup>

日本ではあまり見られないが、海外では支配株主が発行投資口の50%以上を持っているケースがあり、利益相反問題が生じる。発行口数の5割以上を保有すべきではなく、制限すべきである。

## (2) 弁護士からの提言(新家=上野 [2014] 15頁)

J-REITに係る弁護士からも、J-REITの利益相反防止立法措置として、以下の3つ観点から資産運用会社に整備すべき制度が提言された。

### ① 社外取締役によるモニタリング

資産運用会社における社外取締役の選任を強制することにより、資産運用会社の業務執行を外部からモニタリングできる制度。

## ②投資主に対する資産運用会社の義務

資産運用会社が忠実義務および善管注意義務を負担する対象をJ-REITのみならず、直接J-REITの投資主に対して負担し、投資主が直接資産運用会社に対して請求を行うことができる制度。

## ③REITと資産運用会社の利益の一致

オーストラリアのREIT（A-REIT）におけるステイプル証券<sup>(8)</sup>の導入により、実質的に内部運用化を図り、J-REITと資産運用会社（スポンサー）の利益を一致させる制度。

## 第三章 投資法人制度の改正に至る経緯

前章で述べたように、J-REITの創設以降、裁判例や監督庁の検査を通じ、また市場関係者の指摘および提言により、ガバナンスに関する改善の必要性が明らかになってきた。そこで、不動産市場を所管する国土交通省と、金融商品法制を所管する金融庁が、それぞれJ-REITに関する検討を開始するに至る。前者は、社会資本整備審議会に設置された「投資家に信頼される不動産市場確立フォーラム」、後者は金融審議会に設置された「投資信託・投資法人制度の見直しに関するワーキンググループ」において検討が行われ、2009年と2012年に最終報告が公表された。以下、両審議会において行われた検討状況および最終報告を概観する。

### 1. 社会資本整備審議会による検討

2007年5月、国土交通大臣の諮問に応じて不動産業、宅地、住宅、建築、建築士及び官公庁施設に関する重要事項の調査審議等を行う社会資本整備審議会が、「今後の不動産投資市場のあり方について（第二次答申）」を踏まえ、我が国不動産投資市場の健全な発展に向け、有識者、市場関係者及び行政が一体となって検討を行うため、2007年7月3日、投資家に信頼される不

不動産市場確立フォーラムを設置した。同フォーラムでは、J-REIT に関する専門ワーキンググループを立ち上げ、2008年11月から2009年5月まで9回に及ぶ検討会合を開催した。議論の結果は、2009年7月3日、とりまとめ報告として「J-REIT を中心とした我が国不動産投資市場の活性化に向けて」が公表された。同報告においては、J-REIT に関し、主に①ガバナンス、②ファイナンス、③個人投資家・年金等による不動産投資の促進、④不動産鑑定評価、⑤情報開示等の5点からの検討結果およびそれぞれに対する提言が記されている。概要は以下のとおりである。

#### ① J-REIT のガバナンス

海外の制度の導入は、関連法制との関係から検討課題が多い。むしろ、各社の自発的な取り組みが重要である。具体的には、投資法人による運用会社の忠実義務等のモニタリングの強化（執行役員・費用の確保）、運用会社における社外取締役の選任、運用会社の報酬体系のより一層の工夫（運用会社と投資法人の利害の一致）が考えられる。

#### ② J-REIT のファイナンス

株主割当増資、転換社債、種類投資口および自己投資口の取得について、期待できる反面、投資家保護上、環境整備・制度の在り方については、慎重な検討を進めていくべきである。

J-REIT 各社の財務戦略機能強化が重要であり、人材の確保、既発投資法人債償還に際しては金融機関の新規融資・適正価格による不動産売却が求められる。金融機関による適切な融資、国等の役割（官民ファンドによる資金供給およびモラルハザード防止措置として経営努力を条件とする等）も期待される。

#### ③ 個人投資家・年金等による不動産投資の促進

J-REIT は、本来安定した賃料収入を裏付けとする配当・価格が安定的で

あって、長期保有の個人・年金が投資家として考えられるが、現状では普及していない。株価との連関性や投資口保有者の外国人等へ偏りから換金売りにつながっている。個人投資家への周知、販売チャネル（証券会社、銀行、保険会社）の取組が期待される。

#### ④不動産鑑定評価の検討

不動産鑑定評価は、売買価格の妥当性説明として重要である。鑑定評価方法として採用されている DCF 法では、利回りの変動により、賃料収入が安定していても、鑑定評価が大きく変動するため、利回りの根拠の吟味・開示の充実が望まれる。

#### ⑤ J-REIT の情報開示

コストや守秘義務の問題はあるが、統一的な開示が求められる。また、アメリカでは、S&P ケース・シラー住宅価格指数等住宅販売の成約価格に基づく指数が公表されており、広範な地域の住宅価格動向が把握可能である。このような住宅価格指数の開発・普及が必要である。

以上のとおり、同報告書の検討結果を踏まえた提言内容は、ガバナンスおよびファイナンスといった法制度に関するもの、およびそれ以外にも、幅広く自主的取組みも含めた環境整備を強調したものとなっている。

## 2. 金融審議会による検討

投資法人およびその法制を所管する金融庁では、以下の事情を鑑み、2010年頃より投資法人法制の見直しの検討を開始するに至った。その事情とは、①投資法人制度設立から約10年が経過し、投資法人およびそれに関する金融商品取引業者に対する金融庁検査も一巡したこと、②法制度創設時に想定していなかった環境により問題が生じていること（たとえば市場の変動が激しいにも関わらず、法制度上は資金調達が容易でない設計となっている）、

③仕組み上の問題が顕在化してきたこと（スポンサーの役割には運営や信用補完のメリットがあるが、投資主との間で利益相反の問題があるところ、ガバナンス機能が不十分である）などである。

金融庁は、2010年に金融庁のアクションプランで、投資法人法制の見直しをアジェンダ化した。<sup>(9)</sup> 2012年中、計13回の金融審議会「投資信託・投資法人制度の見直しに関するワーキンググループ」による検討が行われ、同年12月7日に最終報告の形で取りまとめられ公表された。この結果を踏まえて改正内容が策定され、2013年4月の法案提出に至ることとなった。以下、金融審議会の議論および最終報告を概観する。

(1) 金融審議会（2012年5月18日第6回、6月1日第7回）での議論

金融審議会における諮問内容は、「資金調達手段の多様化を含めた財務基盤の安定性の向上や投資家からより信頼されるための運営や取引の透明性の確保等の観点からの見直し」であった。議論の内容は、以下、総論と各論に分けて整理する。

(ア) 総論

J-REIT という新しい上場金融商品の創設を振り返り、以下の意見が出された。

① J-REIT は投資信託か

J-REIT は、運用資産が賃料収入に着目した不動産であるということ、運用資産はひとつの不動産でもよいこと、資金調達という課題があることが特徴であり、伝統的な証券投資信託とは実体が非常に異なっている。REIT は伝統的な意味での投資信託なのか、またどのように整理すべきであるか検討すべきである。

② J-REIT のスキーム再検討の必要性

従来、日本においては、証券投資信託は信託型スキーム、REIT は法人型スキームが用いられてきているが、アメリカでは、基本的に証券投資信託も

不動産投資信託も法人型スキームである。その理由として、信託型に比べて法人型はガバナンスが強固という点が従来は挙げられていたが、近時は、法人型スキームにおけるガバナンス（株主総会等）のコストが高いことが指摘され、もっとシンプルにすることが提案されている。いずれにしても日本においても法人型スキームと信託型スキームの再検討が必要である。

### ③ J-REIT の破綻事例を踏まえた見直し

投資法人法制の見直しに当たり、過去の破綻事例等を教訓とする必要がある（導管体であるはずの J-REIT が破綻することは本来あり得ない）。一方、J-REIT が導管体であること・個人投資家にとってはシンプルであることが J-REIT の良さであって、スキームが複雑化することには留意を要する。

以上のとおり、J-REIT は投信法のなかで法人型スキームとして制度化され、上場金融商品として実現したが、実質的な機能に着目した場合、依然として未整理または再検討を要する点がある。それらについて認識はされているものの、議論はあまり進展していない状況である。

#### （イ）各論

各論としては、法改正を踏まえ、これまでに浮上してきた問題および改善に対する具体的な法対応が検討された。内容は、インサイダー取引（会社関係者の範囲を REIT の特性および実態に合わせる）、海外不動産取得促進（不動産保有目的 SPC への出資規制の緩和）、簡易合併手続き見直し（発行可能投資口基準から、会社法第796条3項を参考とした資産規模基準へ）等のほか、特に資金調達・資本政策の多様化とガバナンス体制の見直しについて、事務局または委員から詳しい調査報告がされ、討議が行われた。これら2点は、前述してきた J-REIT に生じている諸問題と特に関連が強いことから、以下、①資金調達・資本政策の多様化と②ガバナンス体制の見直しについて詳述する。

### ①資金調達・資本政策の多様化

J-REITは、2012年4月時点で、NAV（純資産価値）を投資口価格が下回っている銘柄が全体の7割に及んでおり、このような市場価格にあるJ-REITが市場から追加投資を得ることは難しい。そのような場合でも、資金調達を可能とするための法制度の改善について、海外事例（カッコ内は制度のある国）を参考としつつ、ライツ・オフリング（オーストラリア、シンガポール、英国等の英国連邦系）、転換投資法人債（アメリカ、オーストラリア、シンガポール、香港）、種類投資口（アメリカ、オーストラリア、欧州の一部）、無償減資、自己投資口取得（アメリカ、オーストラリア、香港、カナダ）が検討された。

最終報告と法制化された資金調達・資本政策の多様化については後述するが、審議会で議論されたが、結果として法制化されなかった2点を付記しておきたい。1点はライツ・オフリングに関するもので、「ライツ・オフリング導入により有利発行制度は外すのか」（石黒徹委員）との質疑に対して、「新投資口予約権の行使価格については別の規定とする」との事務局からの説明（第10回審議会）があり、2点は自己投資口取得に関するもので、「自己投資口の取得が特定投資主の場合、投資主総会決議が必要ではないか」（黒沼悦郎教授・石黒徹委員）とする意見があったものの、規定はされなかった。

### ②ガバナンス体制の見直し

ガバナンス体制については、資金調達・資本政策の拡充とバランスをとる必要があり、また利益相反も問題となっている。ガバナンス体制については、投資法人役員会・投資主総会のチェック・決議機能活用、投資主総会決議のみなし賛成制度の見直しについて、また、法律以外のルール・規範も検討が必要であるとの意見も検討された。利益相反は、特に関連当事者取引における物件の取得価格が問題となる。オーストラリア、シンガポールでは、

純資産の一定割合以内とするか、投資主総会決議が必要とされていることの説明がなされた。審議会では様々な討論がなされたが、特に注目すべきと思われる意見を次に挙げておきたい。

まず、種類投資口に関連し、黒沼悦郎教授・神作裕之教授より「種類投資口は、簡素なガバナンス構造の投資法人では問題である。制度が複雑となった場合、みなし賛成制度のもとでの利害調整手段はうまくいくのか」との意見が出された。次に自己投資口の取得に関連し、黒沼悦郎教授より「自己投資口の取得で、債権者保護手続きがなくてよいのか」といった質疑があり、これについては、事務局より「現行の利益超過配当で特別の手続きはなく、経済効果として同様なので予定されていない」との説明がなされた（第10回審議会）。

投資法人に特有のみなし賛成制度に関しては、神作裕之教授より「みなし賛成制度の代替として、何も言わない場合は賛成として扱わず、定足数を撤廃する、定足数を引き下げる、積極的に意思決定に関与した者の意見を重視することはどうか」といった提案があった。

神作裕之教授からはさらに、有利発行制度について「会社法第210条準用により有利発行制度は導入するのか」という質疑があったが、事務局からは「投資家間の公平性から、そこまで考えてはいない」との回答があった。<sup>(10)</sup>

なお、ガバナンス強化は投資主総会の強化により対応すべきとの意見に対して、大崎貞和委員から主張された「投資主総会の強化は現実的でなく、役員会のコントロールを強調すべき」とする見解は、特に傾聴すべきであると思われる。

## （2）2012年12月7日最終報告

前述のとおり、審議会では種々の見解が討議されたが、最終的に「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキンググループ最終報告（以下、「最終報告」という）」として、財務基盤の安定性の向上とガバナンスの強化

を中心とした以下の概要にまとめあげられた。

①財務基盤の安定性の向上

資金調達・資本政策手段の多様化を図るために、ライツ・オフリング、無償減資、自己投資口取得の導入に向けた制度整備を進める。簡素なガバナンスの仕組みを前提とすると、利害調整が困難であるので、転換投資法人債、種類投資口は時期尚早である。

②投資家からより信頼されるための取引の透明性の確保

投資家の信頼を高める意思決定確保のための仕組みを導入する。具体的には、投資法人と資産運用会社の利害関係者との間の一定の重要な取引については、投資法人の役員会の事前同意の取得を義務づけることとする。この場合、監査役員については、現行の要件（資産運用会社の利害関係者でないこと）に加え、スポンサー企業の利害関係者でないことを追加する。みなし賛成制度は、簡素なガバナンスの仕組みとして維持する。

③その他の規制の見直し

海外不動産取得促進のための過半議決権保有制限の見直しを図る。実質的に投資法人が海外不動産を取得することと同視できるような場合には、海外不動産を取得するためのビークル（SPC）の株式に係る過半以上の議決権保有を認める。

国内不動産への適用やビークルの階層化については、投資法人の簡素なガバナンス構造や導管体としての性格から引き続き検討とする。

資金調達・資本政策手段の多様化を進める際には、投資家保護の観点から、投資口発行の差止請求制度を整備する。

最終報告は、2013年2月に金融審議会総会・金融分科会合同会合において報告・承認され、投信法の見直しが行われ、法改正に至ることとなった。

## 第四章 平成25年投信法改正

金融庁は、前述の金融審議会「投資信託・投資法人制度の見直しに関するワーキンググループ」による2012年12月公表の「最終報告」を受けて法改正案を作成し、2013年6月19日に「金融商品取引法等の一部を改正する法律」（平成25年法律第45号）が公布された。インサイダー取引規制以外は、公布の日から起算して1年6か月を超えない範囲において政令で定める日から施行されることとされた。これを受けて関係政府令が策定され、パブリックコメントを経て2014年6月27日閣議決定され、同年7月2日に内閣府令とともに交付された。施行日は、改正法、関係政府令ともに2014年12月10日となった。

以下、1. 資金調達・資本政策手段の多様化、2. 投資家の信頼を高める意思決定確保の仕組み、3. その他の規制の見直しとして投資口の発行の差止請求制度の導入について改正内容を確認していく。

### 1. 資金調達・資本政策手段の多様化

資金調達・資本政策手段の多様化としては、(1) ライツ・オフリング、(2) 損失の処理（無償減資）、(3) 自己投資口の取得が、法制度に導入されるに至った。

#### (1) ライツ・オフリングの導入

法改正前は、投資法人の資金調達手段は、公募増資のみである（投信法第82条）。ライツ・オフリングの実施を可能とするため、新株予約権に類似する「新投資口予約権」が創設された（改正投信法第2条17項）。新投資口予約権の内容としては、主に以下が規定された（改正投信法第88条の2）。

- ・新投資口予約権行使に際して出資される財産は金銭に限定する（改正投信法第88条の2第2号）。

- ・一定の事由が生じた場合の取得条項をつけることができる（改正投信法第88条の2第4号イ～ハ）。
- ・取得条項行使時の新投資口予約権取得対価は金銭に限定する（改正投信法第88条の2第4号二）。

なお、新投資口予約権の行使価格の水準に関しては、特段制限する規定は置かれていない。

- ・無償割当を行う場合に限り新投資口予約権を発行できる（募集発行を認めない）こととするほか、その行使期間には上限（3か月）を設ける（改正投信法第88条の4）。
- ・新投資口予約権は、譲渡可能であり、譲渡制限を付すことはできない（改正投信法第88条の6）。
- ・自己新投資口予約権は、消却可能（改正投信法第88条の12）。
- ・新投資口予約権の発行は、役員会の決議による（改正投信法第88条の14）。
- ・自己新投資口予約権の消却のほか、新投資口予約権の行使ができなくなったときは、当該新投資口予約権が消滅する（改正投信法第88条の20）。

株式会社の新株予約権には、社債やストック・オプション付与等の活用が可能であるが、立法担当者によれば、投資法人においては、業務の外部委託を義務付け、みなし賛成制度が導入されている仕組みのままでは、投資者間の利害の調整は困難であるので、新投資口予約権の発行は、無償割当て（ライツ・オフリング）によるものに限定する（古澤ほか [2014] 337頁）。

## （2）損失の処理（無償減資）

改正前投信法においては、損失を出資総額等から控除することができず、損失額によっては、出資総額等が純資産を上回ってしまうことがあった。このような状況を是正すべく、改正法は、未処理損失が発生していることによ

り出資総額等の合計額が純資産額を超える場合において、出資総額等から純資産額を控除して得た額を損失と定義し、この損失を金銭の分配に係る計算書において出資総額等から控除することで処理することを可能とすることとした（改正投信法第136条第2項）。損失の処理方法としては、出資剰余金から控除してもなお控除しきれない場合に、出資総額を減少する（投資法人に関する計算規則（以下、「投資法人計算規則」という）第20条第2項）。

この損失の処理は、金銭の分配に係る計算書により行われることから、損失の処理には当該計算書の役員会の承認を要する（投信法第131条第2項）。

### （3）自己投資口の取得

法改正前は自己投資口の取得は禁止されていた（投信法第80条第1項）が、例外として、規約において投資主との合意により、当該投資法人の投資口を有償で取得することができる旨を規約で定めた場合が追加された（改正投信法第80条第1項第1号）。自己投資口取得が可能となる投資法人が投資として運用する「政令で定める特定資産」は、不動産等資産が規定された（投資信託及び投資法人に関する法律施行規則（以下、「投信法施行規則」という）第105条第1号）。

取得した自己投資口は、投資主への還元のための手段であることから（宮本ほか〔2014〕19頁）、相当の時期に処分又は消却をしなければならず（改正投信法第80条第2項）、株式会社における金庫株の取扱は想定しない。

上記の自己投資口の取得を行う場合には、その都度、役員会の決議によって取得する投資口の口数や対価（金銭に限る）の総額を決定しなければならない（改正投信法第80条の2第1項及び第3項）。

投資口の取得にあたっては、無制限に許容することは、債権者保護の観点から適当でない。金銭の分配に関して、純資産額から基準純資産額<sup>(11)</sup>を控除した金額が上限とされていることを踏まえ、純資産額から基準純資産額を控除して得た額を超えて取得することはできないこととする（改正投信法第80条

の2第2項)。上記の取得を市場取引等において行う場合には、あらかじめ取得する投資口の口数、取得総額や取得することができる期間（1年を超えることができない）を役員会の決議にて決定しなければならない（改正投信法第80条の5）。

自己投資口を償却したときは、出資剰余金から控除してもなお控除しきれない場合に、出資総額を減少する（投資法人計算規則第20条第2項、第21条2項）。

なお、特定投資主からの自己株式の取得に相当する特定投資主からの自己投資口の取得は引続き禁止し、会社法第160条に相当する規定は置かないこととされた。

## 2. 投資家の信頼を高める意思決定確保の仕組み

### （1）利害関係人等との重要な取引に係る役員会同意の義務付け

投資法人の運用資産の取引については資産運用会社に裁量があり、資産運用会社の利害関係者と取引を行う場合、投資法人等への報告義務がある（投信法第203条第2項）。しかし、これは事後報告であり、投資主の利益を害する取引の抑止には不十分であることが指摘されたことから（古澤ほか[2014] 382頁）、資産運用会社が投資法人の委託を受けて行う当該投資法人の資産の運用の一環で、当該投資法人と当該資産運用会社の利害関係者との間で、不動産等の取得・譲渡・貸借の取引を行う場合には、当該資産運用会社は、取引の事前に当該投資法人の同意を取得しなければならないこととされた（改正投信法第201条の2第1項。この場合における利害関係者とは、投信法第201条第1項に規定する「利害関係人等」とする）。投資法人が、この同意を与えるにあたっては、当該投資法人の役員会の承認を受けなければならない（改正投信法第201条の2第2項）。

ただし、軽微な取引にまで事前同意の対象とする必要性は乏しいことか

ら、不動産等の取得価額又は譲渡価額が投資法人の固定資産帳簿価額の10%未満、不動産等の貸借では営業収益増加額が投資法人の同額の10%未満であると見込まれる場合は、対象外とする軽微基準が設けられた（投信法施行規則第245条の2第1項）。

## （2）監督役員の欠格事由の拡大

改正前の監督役員については、資産運用会社の利害関係者でないこととされているが、前述の役員会事前同意の義務付けに際しては、スポンサー企業の利害関係者でないことを要件とすることが適当であることから（宮本ほか[2014] 21頁）、親会社等に該当する法人等が、投資法人の監督役員をその役員等もしくは子会社の役員等としている法人またはその役員等としたことのある法人である金融商品取引業者等に資産の運用に係る業務を委託してはならないこととした（投信法施行規則第244条）。この改正の施行に際しては、施行日から4年間の経過措置が設けられている（特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令附則第3条第2項、第3項）。

## 3. 投資口の発行差止請求制度の導入

投信法上、募集投資口については、一定の範囲で会社法の規定が準用されているが、会社法第210条の募集株式の発行差止請求は準用されていなかった。このため、投資主は、増資条件が法令に違反する場合であっても、差止請求はできない。しかし、J-REITのディスカウント水準による新投資口の発行は、具体的条件によっては法令違反の疑義があり（投信法第82条第6項等）、投資口価値の大幅な希釈化により投資主の利益が害される恐れがある。東京地決平成22年5月10日の裁判例は、株式会社であれば会社法第210条に定める差止請求が一般的であり、投信法上、投資主の保護が十分に図られているとはいえない（古澤ほか[2014] 332～333頁）。よって、会社法第210条

の準用を追加することにより、投資主が投資法人に対し投資口の発行の差止めを請求できることとされた（改正投信法第84条第1項）。

なお、株式会社と異なり、投資法人においては、自己投資口の処分は投資口の募集とは扱われていないことから、自己投資口の処分は、差止請求の対象とはしない（会社法第210条の場合と同様に、投資口の発行が法令又は定款に違反する場合と、著しく不公正な方法により行われる場合に、差止請求の対象となる）。

## 第五章 今後の投資法人規制

投資法人法制の見直しの結果、平成25年度投信法改正により法制化されたものは前述のとおりであるが、改正に至るまでには様々な重要な指摘や提言があり、その中には結論付けまたは検討が留保されたものも多い。以下では、金融審議会等において指摘または見解が述べられたが、結論付けまたは検討に至らなかったものなかで、特に今後の投資法人規制に重要と思われる点を挙げ、若干の検討を試みたい。

### 1. REIT は伝統的な投資信託か

金融審議会の総論では、「REIT は伝統的な投資信託か」という根本的な問いかけがあった。世界的にみると、日本も含め、アジアは外部運用・導管体型が多いが、アメリカのREITは、「(内部運用の) 不動産賃貸株式会社」である。J-REITは一般に投資信託に分類されているが、REITの構造とREITの抱えるリスクを改めて検討した場合、どのように捉えるべきであろうか。

REITは、投資商品として二重課税を回避するための導管性要件があり、内部留保には限界がある。そのため、投資口募集以外に短期から中期の資金調達を行い、高レバレッジをかけ長期の不動産投資を行うことから、一般の

不動産賃貸株式会社

現金	
資産 (不動産) (減価償却) (その他)	負債 (借入・社債)
	資本金 (種類株)
	利益剰余金
	自社株

株主の負うリスク；  
会社事業に関する全てのリスク  
株価変動

J-REIT

現金	
資産 (不動産) (減価償却)	負債 (借入・社債)
	投資口

投資主の負うリスク；  
資産運用会社の運用能力  
特定不動産の価格・収益性変動  
資金繰り(内部保留なし)  
投資口価額変動

証券投資信託

現金	
有価証券	信託受益権

受益者の負うリスク；  
投資顧問会社の運用能力  
投資有価証券の価格変動  
投資有価証券発行体の破綻

上場株式会社に比べ、REITの破綻リスクは大きい(段[2013a]122頁)。証券投資信託の場合、資金調達機能はなく、また、不動産の分野は証券投資信託と経済実体が非常に異なる(金融審議会第6回神田秀樹座長発言)。例えば、投資不動産の取得は、株式または債券の購入とは異なり、機動的かつ多額の資金手当てを要する。

以上の指摘は、J-REITを金融商品と見る場合、株式・証券投資信託とどのように異なるのかという問いかけでもある。上記は簡略なものであるが、不動産賃貸業を営む株式会社、J-REITおよび証券投資信託について、それぞれ簡略なバランス・シート様に示すことによって資金調達と運用の構造を比較し、投資者が負うリスクの整理を試みたものである。

比較するに、3者それぞれの構造と投資者が負うリスクは明らかに異なる。J-REITのガバナンスの確保および投資者保護には、会社法および投信法の準用だけでは過不足が生じ得ることは必然である。J-REITの規制の整

備は、株式会社か投資信託かのいずれかに分類されるのかというより、投資口募集以外の資金調達手段が不可欠であることと、不動産投資の特性を前提に、J-REIT のリスクへの対処を勘案することが求められているように思われる<sup>(14)</sup>。

## 2. ガバナンス強化の方策

### (1) 投資主または役員によるモニタリングの強化

J-REIT は運営上、構造的に利益相反が生じ得る。J-REIT 創設以降、種々の局面でガバナンス強化の必要性が明らかになってきたことは、前述のとおりである。ガバナンス強化のための方策としては、①投資主総会すなわち投資主の直接参加または意思決定の権限を強化する、②役員独立性によって役員（会）機能の強化を図るという二つのモニタリング強化の方向性がある。

もっとも、二つの方向性には、それぞれ以下の問題点が考えられる。①については、例えば投資主総会において年金等大口投資家がいれば、積極的なモニタリングが期待できるが、そうでない場合、モニタリングが機能しない可能性がある。②については、まず、果たして投資法人の役員が「ノー」と言えるかという、会社法の社外役員と共通の問題があり、また、投資法人特有の事情として、役員責任追及において、資産運用を外部委託し、導管体にすぎない法人の役員が、損害が巨額にもなり得る賠償責任を負いきれるのか、あるいはそもそもそのような責任を負わせることが適当かという問題が検討されなければならない。

### (2) 資産運用会社のガバナンスの強化

筆者は、(1) で述べた二つの方向性のみならず、三つめの方向性として、資産運用会社のガバナンスの強化も追加すべきではないかと考えている。金融審議会ではあまりフォーカスされなかったが、国交省の社会資本整備審議

会、証券アナリストおよび弁護士による提言においては言及されている方向性である。利益相反および破綻に至る財務悪化の問題は、資産運用をどのように行ったのかに原因があり、どのように資産運用を行うかの検討および決定は、投資法人のなかではなく、外部委託している資産運用会社にこそ存在しているのが実体である。したがって、投資法人内のガバナンスを強化してもおのずと限界があり、資産運用会社内のガバナンス強化こそ必要である。

資産運用会社は、金融庁の監督指針である「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」および証券取引等監視委員会の「金融商品取引業者等検査マニュアル」により要請される経営管理および内部管理等の体制整備の一環として、一般にコンプライアンス委員会<sup>(15)</sup>を設置し、利益相反取引ではないことを事前に承認したうえで取締役会の意思決定に至ることとし、利益相反取引が決議されないよう自主ルールを定めている。しかし、これは法定の機関ではない。ガバナンスを強化し、投資法人の資産運用会社の役員に対する責任追及を可能とするために、金商法または投信法において資産運用会社の委員会設置を義務付けること、資産運用会社の役員の投資法人に対する責任を規定することを検討することも一考に値するのではないか。

また、金商法第42条第1項第1号により、資産運用会社は、契約者である投資法人に善管注意義務があるが、投資主は契約者に含まれていない。一方、投資信託の場合、同条第1項第2号により、投資信託委託会社は投信受益者に対して善管注意義務を負っている。J-REITは投資信託と同様に一般投資家にも販売される金融商品と位置付けられているのであるから、J-REITの投資主を善管注意義務の対象に含めることを検討することも検討すべきではないか。<sup>(16)</sup>

### 3. 規制のあり方

J-REITに関する規制は、金商法・投信法以外にも、東京証券取引所の上

場金融商品であることから上場規程に従うほか、本章2.(2)で言及したように、監督当局の指針または検査マニュアルに沿って社内体制整備を図らなければならないなど、法令以外の規制も存在している。神田秀樹教授は、「アメリカで法人型はガバナンスが効くので良いとされてきたが、最近はもっとシンプルにして、監督当局が必要なことだけ直接やった方がいいと提案する論文がある」(金融審議会第6回発言)とされ、立法以外の規制に関する示唆を述べられている。

また、今回の法改正の立法担当者によれば、「利益相反防止については、鑑定評価根拠の詳細を開示(金融商品取引所の実務指針による規制)させ、マーケットによるパブリックプレッシャーを働かせる考え方を採用した」(横尾[2013]21~22頁)とのことであり、市場参加者の監視による是正も、規制手段であることに言及している。

今後、投資法人に対する規制をどのように再構築していくべきであろうか。投資法人、資産運用会社およびスポンサー会社の利益相反その他の不公正または不当な行為に対する事前規制としては、法令、上場規程、監督および市場関係者による監視のいずれも必要である。規制手段としてどれを選択し、どのように具体化するかについては、不公正または不当な行為に対する機動性、実効性および規制の効率性の観点から検討されることとなろう。事後規制およびエンフォースメントとしては、法令上の罰則、監督官庁の行政処分、取引所および自主規制機関(現行では投資信託協会)の処分があるが、裁判例①を鑑みるに、投資口発行差止請求制度の導入は立法として必須であったし、本章2.(2)で論じた、法令上の責任の明文化および民事責任追及の制度化も検討すべきである。そして、立法担当者からも説明があったとおり、市場関係者のパブリックプレッシャーをモニタリング機能として活用することも、市場性のある金融商品には有効な方策である。パブリックプレッシャーを機能させるためには、必要十分で適正な適時開示が不可欠であ

り、コスト負担が発生するとの批判が予想される。しかし、ガバナンスの確保にある程度コストがかかることは、上場金融商品として回避できないのであり、J-REIT の配当に影響を及ぼすとしても、投資家にとって応分の負担であると考えるべきであろう。

### おわりに

J-REIT の市場規模は冒頭に記したとおり拡大しつつあり、東京証券取引所が2014年12月に公表した REIT 投資主情報調査（分布状況調査）の調査結果（東京証券取引所 [2014]）によれば、投資主の総数（延べ人数）は53万2,412人で、そのうち「個人」が51万人（95.8%）と投資主の大部分を占め、投資部門別の保有比率でも、個人投資家の実質的な保有比率は40%を超えるものと推計されている（不動産証券化協会 [2015] 9 頁）。一般投資家にも浸透しつつあるとあってよいであろう。また、2014年には、新たな投資対象資産としてヘルスケア施設に特化した REIT も上場した。ヘルスケア REIT は、アメリカをはじめ、カナダ、シンガポール、英国、オーストラリア、マレーシアなどで既に存在しており、有料老人ホームや病院等のいわゆるヘルスケア施設の供給の資金調達手段となっている。高齢化が進む我が国においては、ヘルスケア施設の供給や改修促進が重要な喫緊の課題であり、ヘルスケア REIT への期待は大きい。

投資法人は、制度創設以来、不動産投資を行う投資信託の専用の器のみに利用されている、非常にユニークな法人であり、本稿で論じたように、法および規制においても検討すべき課題や未整理の問題が多く残されている。J-REIT 市場が健全に発展し、我が国に必要な不動産を供給するための機能が果たされるよう、投資法人に対する規制の継続的な見直しは不可避である。

以上

- (1) 本件判批として、段磊 [判批] ジュリ1460号111頁、村田敏一 [判批] 商事2019号84頁、松井秀征 [判批] 金商1343号1頁、齊藤真紀 [判批] ジュリ別冊214号170頁、八木俊則 = 大高利通 [判批] 民研645号24頁、西岡祐介 [判批] 銀法728号122頁。
- (2) 本件判批として、段磊 [判批] ジュリ1455号120頁。
- (3) 本事案の特徴として、吸収合併の交渉が行われるなかで、消滅投資法人の資産運用会社が、存続投資法人の資産運用会社の子会社となる（旧スポンサー保有の資産運用会社株式譲渡）交渉も行われており、利益相反が生じる可能性があったが、株式譲渡契約の締結と、合併契約の締結は同日であり、譲渡の実施は合併契約の投資主総会の承認後であったことから、特別の資本関係はない。
- (4) 投資主が総会に欠席する、あるいは議決権を行使しない場合でも、規約に定めれば賛成したとみなすことができる法令上の定めによるもの。みなし賛成制度は、投資主が、どちらかと言うと議決権の行使よりはリターンに関心を有する、したがって投資主総会への出席もそれほど期待できないという中で、投資法人の円滑な運営を進める上で必要ということで導入されたものとされている（2012年6月1日金融審議会における金融庁企画官による説明）。制度の導入に際して参考とされたのは、アメリカ・デラウェア州等の会社法にある制度にみられるものようであるが、投資会社の株主総会は、委任状勧誘会社が利用されているようである（前田 [2000] 246頁）。アメリカの投資家は、利益相反について、制限条項（「管理者の抛出に抛らない物件のみを取得する」または「第三者に管理を委任」）や約款（受託者または過半数の取締役がREITの出資者となつてはならない規定）等で対応している（アメリカのREITの詳細については、ブルーグマン [2006] 参照）。
- (5) 本事例以降、現在（2015年2月）までのところ、他の上場投資法人の破綻事例はない。
- (6) デッドによる資金調達に関しては、J-REITは借入が可能であることによって利回りが良くなるため、金融商品として採用されている面があることも現実である。主要国のREITの借入規制の状況を見ると、アメリカはコベナンツ条項で、英国・ドイツ・シンガポール・香港は立法で、負債比率制限が行われているようである（各国REITの詳細は、不動産証券化協会 [2014] 182~221頁参照）。
- (7) 日本では、上場規程において、大口投資主の75%保有制限（株式会社と同

- 等)がある。
- (8) 海外のREITは、大きく分けて、オーストラリア、シンガポールのような運用会社とREITを別法人とする外部運用型と、アメリカ、欧州等のように運用会社とREITが同一の法人にある内部運用型又は内部運用・外部運用併存型があり、日本は外部運用型である。利益相反の問題は、外部運用型で運用会社と投資家(REIT)の利害が一致しない場合に起きうる。オーストラリアのステイブルド証券制度は、基本的に外部運用型を保持しつつ、REITの配当前課税を回避する一方、運用会社の株式とREITのユニットを併せて上場し流通させ、運用会社と投資家の利害を一致させようとする試みである(投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム[2009]3頁)。
- (9) 新成長戦略(平成22年6月18日閣議決定)工程表において、「2010年度に実施する事項」とされている「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」。
- (10) 制度導入時は「旧投資主の持分価値を減少させてまで第三者に投資口を取得してもらうべき場合はありえないから有利発行制度はない」(前田[2000]249頁)と考えられていた。当時、投資法人は、投資者から集めた資金を合同して専門家が各種資産に投資運用し、その利益を投資者に配分する資産運用型の集団投資スキームとして検討されており、株式会社のように「経営」は行わないから、「経営が悪化し、有利発行による資金提供支援を受ける」ことは想定されず、制度設計がなされた可能性が推測される。しかし、J-REITの破綻および財務状況の悪化による合併が現実化し、J-REITに内在する不動産投資運用リスクと資金調達必要性を鑑みるに、J-REITに有利発行制度が不要であるとも言い難いのではないかと推測される。
- (11) 基準純資産額は、最低純資産額に5千万円以上で政令で定める額を加えた額と規定されているため(投信法第124条第1項第3号、投信法施行令第90条)、基準純資産額は1億円を下回らない。
- (12) 投資信託協会のHPでは、「J-REITは、多くの投資家から集めた資金で、オフィスビルや商業施設、マンションなど複数の不動産などを購入し、その賃貸収入や売買益を投資家に分配する商品です。不動産に投資を行います。法律上、投資信託の仲間です。」という説明が示されている(<https://www.toushin.or.jp/reit/about/what/>)。
- (13) 租税特別措置法第67条の15により、投資法人は、配当可能所得のうち90%を配当することを求められている。

- (14) 勘案すべきリスクとその対処法は種々考えられるが、J-REITを一般投資家が投資する「資金運用型の集団投資スキーム」の上場金融商品として設計し、専門家が運用する投資信託に位置付けるのであれば、まずは、一般の株式会社の事業より高いREIT特有の破綻リスクを回避するための事前規制を検討すべきではないか。前述した日本の唯一のJ-REIT破綻事例を教訓とするならば、同事例では、債務超過ではないが、借入金のリファイナンスに失敗したことが原因であったことから、資金調達に関する一定の制約は必要であろう。資金調達について、海外のREITでは負債制限を法定している国が多く、英国ではインタレスト・カバレッジ比率による制限、ドイツでは不動産簿価の55%・シンガポールでは原則総資産の35%・香港では総資産の45%の負債制限がある。日本においても、法定または上場規程によって、あらかじめ負債制限による規制が検討されてもよいと思われる。
- (15) コンプライアンス委員会とは別に、利害関係者取引審査委員会という名称の委員会を設置し、同様の利益相反防止措置を講じている資産運用会社（産業ファンド投資法人・日本リテールファンド投資法人の資産運用会社である三菱商事・ユービーエス・リアルティ株式会社）もある。
- (16) この場合の善管注意義務は、資産運用の受託者責任の一環と考えられる。運用受託者の責任を問う裁判例の集積は未だ少なく、責任が認められた公判事例はないようである。平成16年8月26日大阪地裁（判時1905号126頁）は、投資信託の運用者（投資顧問会社）が受益者に善管注意義務を負っていることを判示した。裁判所は当該事案の運用者に善管注意義務違反はないとし、損害賠償責任の根拠についても判示していない。

#### 【引用文献】

- ・近藤光男 [1996] 「アメリカ法制」落合誠一編『比較投資信託法制研究』7頁（有斐閣）
- ・齋藤真紀 [2013] 「判批」ジュリ別冊214号170頁
- ・東京証券取引所 [2014] 「REIT投資主情報調査」（<http://www.tse.or.jp/market/data/reit/index.html>）
- ・段磊 [2013a] 「判批」ジュリ1455号120頁
- ・同 [2013b] 「判批」ジュリ1460号111頁
- ・投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム [2009] 「Jリートを中心に我が国不動産投資市場の活性化に向けて」（<https://www.ares.or.jp/>）

information/popup/2009\_07\_06.html)

- ・中川秀宣＝野間敬和 [2010] 「REIT と倒産」 NBL931号63頁
- ・新家寛＝上野元編 [2012] 『REIT のすべて—新規組成・上場から倒産処理まで』 (民事法研究会)
- ・西村善嗣 [1998] 「資産運用業の今後の課題—改正答申法と改正顧問業法の解説—」 資本市場156号 4 頁
- ・不動産証券化協会編 [2014] 『不動産証券化ハンドブック 2014』 (不動産証券化協会)
- ・不動産証券化協会 [2015] 「J-REIT REPORT No. 62 (2015年 1 月)」 (不動産証券化協会)
- ・古澤知之ほか監修 [2014] 『逐条解説 2013年金融商品取引法改正』 (商事法務)
- ・前田雅弘 [2000] 「証券投資法人制度」 証券取引法研究会編『金融システム改革と証券取引制度』 233頁 (日本証券経済研究所)
- ・三國仁司 [2008] 「集団投資スキームの破綻は許されるか？」 NBL893号24頁
- ・宮本孝男ほか [2014] 「金融商品取引法等の一部を改正する法律 (一年半以内施行) 等の概要」 不動産証券化ジャーナル21号18頁
- ・八木俊則＝大高利通 [2011] 「判批」 民研645号24頁
- ・横尾光輔 (インタビュー記事) [2013] 「投資信託及び投資法人に関する法律」 不動産証券化ジャーナル14号16頁
- ・フラッチャー、アレクサンダー [2012] 「J-REIT のさらなる海外資金の獲得にはガバナンス改善が大前提」 プロパティマネジメント2012年 3 月
- ・ブルグマン、ウィリアム＝フィッシャー、ジェフリー [2006] 『リアルエステート・ファイナンス』 (日経 BP 社)