

金融市場の変化と不動産市場 ～金融商品取引法～

研究理事・調査研究部長 周藤 利一

はじめに

- 1 金融商品取引法の概要
- 2 不動産市場から見た論点
- 3 検討すべき課題

おわりに

はじめに

本誌71号の拙稿¹で紹介したように、金融ビッグバン以降、数多くの金融制度改革がなされてきたが、平成18年6月14日に公布された証券取引法の大改正は、法律の題名も金融商品取引法に改める、いわゆる投資サービス法制整備の集大成をなすものである。それは直ちに不動産投資法制のあり方を変革するものであって、その意義や課題については既に多くの論者がさまざまな観点から論じているところである²。

そこで、金融市場の変化と不動産市場について、前稿ではいわば過去に対する検証を行ったことを踏まえ、本稿では金融商品取引法を題材として将来に向けての論点や課題について考察することとしたい。

1 金融商品取引法の概要

金融商品取引法（以下「金商法」と略称）の全体的な内容については公開されている解

説書等を参考にしていただくと、ここでは、不動産に関係する部分に絞って紹介する³。

(1) 横断化と柔構造化

今回の金商法整備は、銀行商品・保険商品も網羅したすべての金融分野を一気通貫した業者ルールを作るという「金融サービス法」にまで到達したのではなく、いわばその一歩手前の段階で、投資サービス（証券）の分野で隙間なく業者ルールを横断化したものである⁴。

そして、投資サービス分野での横断化といっても相当広いので、業者ルールを横断化するために、柔構造化と呼ぶべき規制構造が実現されている。すなわち、一律規制から差異のある規制に規制の構造が柔軟にされている。

(2) 有価証券概念の維持

金商法でも証券取引法時代に使われていた有価証券という法技術概念は維持され、かつデリバティブ概念が拡大された。金融先物取引法を廃止して金商法に統合されたからである。具体的には次のとおりである。

まず、国債証券のように券面（紙）がある伝統的な有価証券である（法2条1項）⁵。

次にみなし有価証券であるが、これには3種類がある⁶。

- ① 私法上、権利を券面に表彰することが予定されているが、券面が存在しないもの（法2条2項前段）。振替社債や登

録国債などである。

- ② 私法上の有価証券とは言えないが、投資者保護のために有価証券とみなされるもののうち、信託受益権及び合同会社の社員権に該当するもの（法2条2項後段一号～四号）。
- ③ 私法上の有価証券とは言えないが、投資者保護のために有価証券とみなされるもののうち、組合出資持分（集団投資スキーム持分）に該当するもの（法2条2項後段五号）。

(3) 金融商品・金融指標・デリバティブ

金商法では新たに金融商品という概念が規定された（法2条24項）。有価証券は金融商品に含まれる。

また、金融指標という概念も設けられた（法2条25項）。

これら金融商品や金融商品が直ちに金商法の投資者保護規制の対象となるわけではなく、有価証券に当たるか、デリバティブに当たる場合のみ金商法が適用される。デリバティブの原資産は何でもありに拡大されたので、不動産もそのままでは金商法の対象とはならないが、不動産を原資産として有価証券が発行されたり、デリバティブが組成された場合には、これらに対して金商法が適用されるのである（次ページの（図-1）を参照）⁷。

(4) 金融商品取引業

従前の縦割り業法を見直して規制の簡素化を図る観点から、また、対象商品・対象取引の拡大に合わせて、規制対象となる業が統合された上で、その範囲が拡大された⁸。すなわち、新たに金融商品取引業という業概念が導入され（法2条8項）、「販売・勧誘」「資産運用・助言」及び「資産管理」が本来業務とされている。

この結果、従前の証券取引法や外国証券業者に関する法律に基づく証券業、従前の投資

信託及び投資法人に関する法律に基づく投資信託委託業及び投資法人資産運用業、投資顧問業法に基づく投資顧問業及び投資一任業務、金融先物取引法に基づく金融先物取引業、従前の信託業法に基づく信託受益権販売業、抵当証券業規制法に基づく抵当証券業、従前の商品ファンド法に基づく商品投資販売業が「金融商品取引業」に統合された。

他方、不動産特定共同事業法に基づく不動産特定共同事業については、同法に不動産に固有の規制が多く課されていること等を勘案して、同法による規制の枠組みが維持されている（（図-2）を参照）⁹。

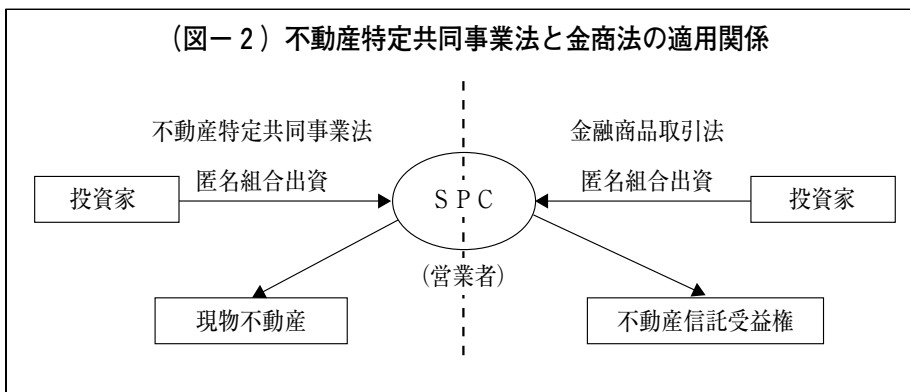
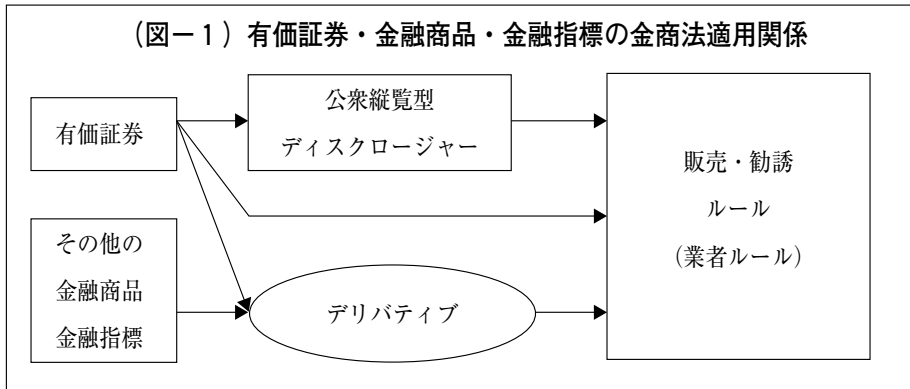
金融商品取引業の具体的な区分は、次のとおりである。

- ・ 第一種金融商品取引業（法28条1項）
 - ・ ・ ・ 従前の証券会社
- ・ 第二種金融商品取引業（法28条2項）
 - ・ ・ ・ 従前の信託受益権販売業者
- ・ 投資助言・代理業（法28条3項）
 - ・ ・ ・ 従前の証券投資顧問会社
- ・ 投資運用業（法28条4項）
 - ・ ・ ・ REITの運用会社、証券投資一任会社、自己運用会社、運用を行う金融機関

(5) 業規制の拡大

従前の証券取引法では発行者自身による販売・勧誘行為（自己募集）が業規制の対象とされていなかったが、金商法では、投資信託・外国投資信託の受益証券や抵当証券の自己募集、集団投資スキーム（ファンド）持分の自己募集も新たに業規制の対象とされ（法2条8項七号へ）、集団投資スキーム（ファンド）持分の主として有価証券又はデリバティブ取引への運用（自己運用）持分についても業規制の対象とされた（法2条8項十五号ハ）¹⁰。

また、特定投資家のみが取引に参加できる



いわゆるプロ向け市場制度の創設に関連して、いわゆる特定投資家私売出しが有価証券の売出しの定義から除外され（法2条4項二号ロ）、これに併せて、金融商品取引業の定義において、売出し及びその扱いと同様に、特定投資家売出し及びその取扱いが追加された（法2条8項八号・九号）。

そして、投資顧問契約又は投資一任契約の締結の代理・媒介については、従来はその位置づけが必ずしも明確でなかったことから、金融商品取引業に該当する行為として明定された（法2条8項十三号）。

資産管理については、有価証券又はデリバティブ取引に関して顧客から金銭又は有価証券の預託を受けること等と定義されている（法2条8項十六号・十七号）。

(6) 業の要件

金商法では、営利性が業の要件とされてい

ない。これは「詐欺的な金融商品の販売を行っている者の多くが無登録業者であり、その販売行為が『営業』に該当するか明らかではない場合が多いのではないかと私的を踏まえれば、業としての規制の対象とする範囲について、営利性などを要件とせず可能な限り広くとらえるなどの措置を検討していくことが望ましい」との提言¹¹を踏まえたものであるとされる。

また、「業として」の意味は、「対公衆性」のある行為で反復継続して行われるものであると解されている¹²。

(7) 参入規制の包括化

認可制が維持されているPTS業務¹³を除き、金融商品取引業に関する参入規制が登録制に統一された（法29条・30条1項）。

この結果、いわゆる悪い業者の参入が容易になるため、事後チェック型監督・監視行政

の負担が増すという問題が生じる。このため、①最低資本金水準が維持されるとともに（法29条の4第1項四号）、②新たに登録拒否要件（投資助言・代理業を除く。）の中に人的構成要件の審査基準が設けられ（法29条の4第1項一号ニ）、③金融商品取引業者に対する一般的な業務改善命令の規定が新設された（法51条）。

(8) 参入規制の柔構造化¹⁴

柔構造化の第一は、(4)で示した金融商品取引業者の区分に応じて登録拒否要件が定められていることである（法29条の4第1項各号）。

第二は、ファンドに関する柔構造化である。集団投資スキーム（ファンド）持分の販売・勧誘業（自己募集を含む。）は、第二種金融商品取引業であり（法28条2項一号・二号）、その財産の主として有価証券又はデリバティブ取引への運用業は投資運用業（法28条4項三号）であり、金融商品取引業の登録が必要になる。これに関し、健全な活動を行っているファンドを通じた金融イノベーションを促進しつつ、市場の公正性・透明性を確保する観点から、いわゆるプロ向けファンドの販売・勧誘業や運用業を行う者については、(7)で示した登録制としない一方、実態把握が可能となるよう「特例業務届出者」として届出制とされた（法63条1項・2項）。その具体的な範囲は、1名以上の適格機関投資家¹⁵及び49名以下の適格機関投資家以外の者を投資家とする場合である（法63条1項、同法施行令17条の12第1項・2項）¹⁶。

(9) プロ向け市場

いわゆるプロ投資家は特定投資家（法2条31項、定義府令23条）と規定され、適格機関投資家よりも範囲が広い（次ページの（表-1）参照）¹⁷。

金融商品取引所は、特定投資家及び一定の

非居住者のみを対象とするプロ向け市場（特定取引所金融商品市場）を開設することができる（法2条32項）。

特定投資家に対する情報開示については、法定開示に加えて自主規制による開示が許容されるが、いずれの違反に対しても罰則が法定されているというハイブリッド方式が導入されている（法22条の2～22条、法27条の34、法172条の11、法197条1項四号の二）。

(10) 行為規制¹⁸

広告規制については金商法により初めて導入され¹⁹、「元本損失・元本超過額が生ずるおそれがある旨」、「契約締結前交付書面等の書面の内容を十分に読むべき旨」等の表示をしなければならない（法37条1項三号、令16条2項、金商業等府令77条1項・2項、72条三号ニ）。

また、契約締結前交付書面の交付義務（法37条の3第1項）については、過去1年以内に同種の金融商品取引契約について交付している等の場合には不要とされる（同項ただし書、金商業等府令80条）点が宅建業法と異なる。なお、交付義務は説明義務を規定したものであるというのが立法担当者の説明であるが、反対意見もあったことから内閣府令が説明前の契約締結を禁止している（法38条六号、金商業等府令117条1項一号）。

禁止行為に関しては、要請をしていない顧客に対する訪問又は電話による勧誘行為が禁止され（不招請勧誘の禁止。法38条三号）、契約を締結しない意思表示をした者に対する勧誘継続行為も禁止されているほか（再勧誘の禁止。法38条五号）、契約の締結又は解約に関し、顧客に迷惑を覚えさせるような時間に電話又は訪問により勧誘する行為も禁止されている（迷惑時間勧誘の禁止。法38条六号、金商業等府令117条1項七号）。

さらに、契約の締結又は解約に関し、偽計

適格機関投資家 ＜証券発行時の開示規制を免除(プロ私募)＞	特定投資家 ＜契約締結時の書面交付義務等を適用除外＞
<ul style="list-style-type: none"> ○金融機関 ○法人（有価証券残高10億円以上） ○個人（有価証券残高10億円以上、かつ、1年以上の取引経験）等 	<ul style="list-style-type: none"> ◎適格機関投資家 ◎国 ◎日本銀行 ○地方公共団体 ○特別法により特別の設立行為で設立された法人 ○資産流動化法の特定目的会社 ○上場会社 ○資本金5億円以上の株式会社 ○金融商品取引業者・特例業務届出者等 ○印⇒一般投資家への移行可能（オプトアウト） （上記以外の法人、純資産額及び金融資産3億円以上、かつ、1年以上の取引経験のある個人） ⇒一般投資家からの移行可能（オプトイン）

を用い、又は暴行若しくは脅迫する行為も禁止されている（法38条六号、金商業等府令117条1項四号）。

特定投資家については、書面交付義務や適合性原則が適用除外されるほか、開示規制も一定の範囲で免除される（法45条、金商業等府令156条、企業内容等の開示に関する内閣府令14条の14の2ほか）²⁰。

(11) 情報開示（ディスクロージャー）制度

J-REITの運用不動産に関しては、有価証券届出書において運用方針、運用体制、投資リスク、投資状況等について開示し（法4条、法5条5項、特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令10条）、目論見書でも有価証券届出書と同じ内容を開示し（法13条、特定有価証券府令15条）、有価証券報告書ではファンドの状況等について有価証券届出書に準じて開示（法24条5項、特定有価証券府令22条）する。また、東証の上場規程等にも開示規制が定められている。

開示書類の虚偽記載や必要な事実の記載漏れに対しては、届出者等の賠償責任、課徴金及び罰則という制裁が課される（法17条～21条の2、法172条、法172条の2、法197条1項一号）。また、投資信託及び投資法人に関する法律による資産運用報告の虚偽記載等に対しても役員の損害賠償責任がある（投信法115条の7）。

2 不動産市場から見た論点

現下の不動産投資市場の危機に当たり、J-REITの合併や非公開化などの問題が論じられている状況であるが、既に制度的対応が図られつつある問題はさておき、ここでは制度の基本に立ち返って、金商法と不動産市場あるいは不動産業との間に存する論点について考察したい。

(1) 投資判断主体のあり方

S P Cの投資判断に関して、投資助言業者の責任が問題になり得る。それは、S P Cの取締役はその経営に全く利害関係を有しない者が就任するという構造になっているので、この取締役はいわば実質的な投資判断をすることができない。したがって、S P Cが投資判断をしていないのではないかと、そして、投資助言業者として助言を行うアセット・マネジメント会社のアセット・マネージャー自身が投資判断をしているのではないかとという金融庁の疑問が提起されたものである。

これに対しては、次のような論理構成で、「S P C = 投資判断 ⇔ アセット・マネージャー = 助言」の構図が維持されている。すなわち、S P Cは確かに法律的には形式的な存在であって、その取締役は多い場合には千社を超えるS P Cの取締役に就任しているので、個々の案件についての実質的判断権を持っているとは言い難い。しかし、その背後にいる実質的な投資家である匿名組合員が最終的な意思決定を行っていると言える。例えば、信託受益権を売却するという出口においては、匿名組合員の意思に反して、投資助言業者たるアセット・マネージャーが自己の判断により売却することはあり得ない。結局、投資助言業者は一任を受けているわけではないという論理である。

しかしながら、「実質的な投資家」と言う場合の実質性とは何であろうか。それは結局、資金の源泉であり、投資の最終的な損失が帰属する主体であるという意味に過ぎず、いわば資金の実質性にとどまるものであって、判断の実質性は、前記で例示された出口の局面を除いては、アセット・マネージャーの方が大きく握っていると見るのが、少なくとも現在の日本の状況においては相当ではないだろうか。そうだとすると、仮に投資判断の主体

の責任が争われるような紛争が生じて、行政判断や司法判断が求められるような事案が出た場合に、当局が具体的な事実認定を踏まえて、S P C側ではなく、アセット・マネージャーに判断責任を問うこともあり得るという点に留意しておく必要がある²¹。

(2) 投資助言業者のあり方

前記のような問題があるので、投資助言業者の今後のあり方にも留意する必要がある。すなわち、投資市場の中での投資助言業者の占める地位が低下して行く可能性がある。例えば、長期安定的な資金運用を旨とする機関投資家から見れば、アセット・マネジメントを任せる先として投資助言業者の登録だけでは不十分である。法律上は内部統制基準が投資助言業者よりも厳しく求められている投資運用業者に対してアセット・マネジメントを任せようという動きが将来出て来るのではないかと指摘もある²²。

平成19年頃までのJ-R E I Tの急速な成長に伴い数多く設立されたアセット・マネジメント会社の大多数は小規模な会社であるため、前記指摘のような動きが拡大すれば、淘汰されていくことは避けられないだろう。

(3) 不動産信託受益権売買業務のあり方

従前の信託受益権販売業が金商法により第二種金融商品取引業に変わった中で、その登録申請書の記載事項の一つとしてこの業務が追加された。具体的には、不動産信託受益権又は組合契約、匿名組合契約若しくは投資事業有限責任組合契約に基づく権利のうち当該権利に係る出資対象事業が主として不動産信託受益権に対する投資を行うものの売買その他の取引に係る業務を行うこととされている(金商業等府令7条六号)。

このような規定が新設された趣旨は、第二種金融商品取引業が遂行する不動産信託受益権や匿名組合出資持分の売買や私募の取扱い

等の業務に関して的確に遂行する人的構成を有するかどうかという観点から特別の考慮が図られたことによる。すなわち、当該業務を行う場合には、当該業務の統括部門、内部監査部門、コンプライアンス部門に宅地建物取引に関する専門的知識及び経験を有する役員又は使用人を配置すること、また、当該業務を行う役員又は使用人が締結前交付書面記載事項について説明をするために同様の知識と経験を有することが登録要件になっているからである（金商業等府令13条四号）。

金商法による制度改正の結果、従前の不動産信託受益権販売業者が継続して業を営もうとする場合には、こうした従前より厳格な要件を具備して維持しなければならなくなり、しかも金融庁の検査も受けなければならぬ。したがって、不動産信託受益権販売を主たる業務とするような従前のビジネスモデルは存続が困難になったと言える。不動産信託受益権販売業においても淘汰が進展するであろう。

(4) 不動産デベロッパーのあり方

不動産デベロッパーが開発した物件が証券化されるという過程の中で、開発業者と投資運用業者のあり方が問題になる。不動産デベロッパーの立場から見れば、自ら開発した物件を自ら証券化して売却できれば、大きな開発利益を得ることができるのは当然であるが、そのためには双方の業を営む資格を有していなければならない。すなわち、不動産デベロッパーとしては宅地建物取引業の免許と投資運用業の登録をしなければならないのかという問題が生じる。

ところが、金商法上、投資運用業者に対してのみ兼業規制が課せられており、投資運用業に付随する一定の業務を兼業することは可能であるが、総理大臣の承認を受けなければならない²³。

そうすると、不動産デベロッパーの立場から見れば、本業である開発業の延長線上で投資運用業を営もうとすると、法律上の手続としては投資運用業の登録をした上で、その付随業務として開発業の承認を受けなければならないという逆転した関係になり、しかも、金融庁からの監督も受けなければならなくなる。こうした制度の結果、実際的には不動産デベロッパーが投資運用業を兼業することはないということになり、したがって、子会社を活用するというやり方が当然に出て来ることになる。

この場合、投資家の立場からは、親会社である不動産デベロッパーの信用を重視して投資判断することになるのは当然なので、実態的には兼業関係と見られる場合があり得ること、そして、子会社であるアセット・マネジメント会社と親会社である不動産デベロッパーの責任が同一に論じられる場合もあり得ることに留意する必要があるだろう。

(5) 運用会社のガバナンス

商法が会社法に全面改正されて、企業の内部統制に関する仕組みが導入されたことから、すべての会社はその事業内容に応じた内部統制の体制を構築して運営しており、不動産業者もこの点で異なるところはない。

内部統制とは、財務報告の信頼性、業務執行の効率性及び法令順守（コンプライアンス）の確保を目的として、取締役会、経営者、職員によって遂行される一連の手続をいうが（広義の内部統制）、株式会社の取締役はその善管注意義務の内容として広義の内部統制を構築する義務を負っている。これに対し、金商法が求める内部統制報告書制度は²⁴、財務報告の信頼性を確保するために必要な体制（狭義の内部統制）について、経営者がある有効性を評価した報告書である。会社法と金商法とではその目的が異なることから、内部

統制の規定ぶりが異なっているわけであるが、だからといって金商法のそれが緩やかであると誤解してはならない。

内部統制報告書等の開示書類に虚偽記載があった場合、金商法は発行者及びその関係者に対し、刑事罰、課徴金及び民事責任を課す特別の規定を用意しており、厳格な内部統制を求めているのである（法24条の4の6、法197条の2第六号など）。すなわち、業者のコンプライアンス部門を通して、役員、監査役、間接部門、営業部門など会社のすべての部門がその会社の掲げる目標の下に効率的に業務を遂行しているか否かを定期的に検証し、不具合があれば適期に是正していくための体制を整えて、かつ、それを確実に遂行していくことが求められている。ただ単に法令に明記された事項にさえ違反していなければよいという消極的な観点から内部統制の問題を理解してはならないということである。そして、実際にはそれに要するコストは決して少なくないという問題も合わせて認識しなければならない。もちろん、内部統制を構築すること自体が目的ではなく、それに過剰な費用をかけることは株主の利益に反するものであり、内部統制の対象内容によっては、費用対効果を踏まえた経営判断の原則が働く領域もあるとの指摘もなされている²⁵。しかしながら、適正な財務報告を行う義務は取締役の義務の中核であり、費用対効果によってその義務が軽減されるものではない。

(6) 不動産会社のガバナンス

さらに一歩進んで言えば、不動産業者にとっては、こうした金融商品取引業者に求められる厳格な内部統制、コンプライアンスが自らにも降りかかるものであることに留意する必要がある。すなわち、1回だけの取引であれば、相手方の企業としての内部統制にそれほど注視する必要はなく、もっぱら取引対

象物件や契約の内容に最大の神経を使うのが通常であろう。しかし、不動産投資市場のように、同じ当事者間で何度も取引が行われるような継続取引市場においては、事情が異なる。

自己の内部統制に相当のコストをかけている金融商品取引業者から見れば、相手方である不動産業者の内部統制も当然問題視せざるを得なくなるだろう。この場合、不動産業者も相応の対応が必要となろう²⁶。

(7) 市場の担い手の義務

会社法上の内部統制も金商法上の内部統制も、いずれも取締役の善管注意義務に立脚している点で共通している²⁷。ところで、取締役は、企業の経営責任者、業務執行責任者という立場のみならず、金融市場・不動産投資市場の担い手という立場も負っている。従って、その義務は善管注意義務にとどまるものではない。実際、金商法は、顧客の利益保護という顧客に対する誠実・公正義務（法第36条）²⁸、利益相反状況において私利を図ってはならないという忠実義務（法41条1項、法42条1項）も課している。その地位にある者に合理的に期待される程度の注意を尽くさなければならないという善管注意義務（法41条2項、法42条2項、43条）にこれらの義務を加えて信認義務あるいは受託責任（fiduciary duty）と総称する。

これまで不動産投資信託に関して金融庁が行った処分事例を見ると、市場の健全な育成の担い手としての上記義務のいずれかに違反したと認定されているが、その判断基準は不動産業界における善管注意義務よりは広範囲かつ厳格なものである²⁹。

金商法に対する対応は、法令の規定に対して社内の体制や提出書類を整えるという形式的・手続き的対応のみならず、関係者の認識の対応も含むものであることが強く意識され

るべきであろう³⁰。

(8) 新たな商品・取引に対する規制

金商法は、行為規制や仕組み規制を導入せず、不適格業者の参入を「入口」で防ぎ、かつ、一旦参入した業者が不適格な業務を行った場合にその「退出」を求めることを重視し、参入規制を採用した。そして、有価証券概念を引き続き維持しつつ、有価証券又はデリバティブに該当すれば参入規制の対象となるという「ワンセット規制構造」が維持されている。

したがって、新たな商品や取引形態が登場し、それに対して投資者保護からの何らかの措置が必要と判断されるに至った場合には、その商品や取引を扱う業者をめぐる問題、すなわち新たな業者ルールの必要性が生じる余地は常に残されている³¹。その意味で、新たなビジネスのフロンティアは、新たな規制のシーズでもあることに留意しておくべきであろう。

3 検討すべき課題

国土交通省「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」とりまとめ「我が国不動産投資市場の巡航成長路線への回帰を目指して」(2008年6月5日)は、「金商法施行後の投資運用業等の業務運営」において、金商法施行に伴う実務上の課題として次の4点に対する検討の必要性を指摘している³²。

- ① 当局との対話、協議を重ねることで、具体的な部分の考え方、基準を市場に対して明示していくこと
- ② プロの投資家を対象とする投資運用業者に対する規制緩和の検討
- ③ 自主規制団体による適正な自主規制の実施

- ④ 不動産信託受益権のように、実物不動産としての特性を強く保持している商品について、その特性に配慮した規制のあり方

まず、①に関しては、例えば上場企業が所有不動産を信託受益権化して、それを第二種金融商品取引業者に販売委託した場合、業者が買主候補者に対して提供する情報の中に上場企業の法人情報が含まれていれば、法人関係情報を提供して勧誘する行為の禁止等の規定(法38条六号、金商業府令117条1項十四号等)に抵触するののかという問題がある³³。これは、金商法にとどまらず、情報保護法制のあり方に及ぶ論点も含んでいるので、金商法の法令改正によって対応するよりも、当局とのコミュニケーションを通じて実務的にスタンダードを積み上げていくことが相応しいと思料される³⁴。

②に関しては、金商法の趣旨である投資家の保護の実効性を損ねない範囲で取引の効率性・合理性が向上するような規制緩和が是非とも実施されるべきであるが、その前提としてプロの投資家の範囲を再考する必要があるのではないだろうか³⁵。特に、④において不動産の特性に配慮した規制を求めていることとのバランス上、特定投資家の定義に該当するからという形式論理ではなく、実質的なプロ概念の構築、さらには不動産投資に特化したプロ概念の導入まで念頭において検討すべきであろう³⁶。

③に関しては、不動産投資市場への資金供給者として大いに期待されている年金などの機関投資家がJ-REITへの投資を検討する際に重視するであろう項目として、収益の安定性に次いで運用会社の実績及び能力が挙げられており、不動産プライベート・ファンドへの出資に際しては、運用会社の実績及び能力が最重要視されている³⁷。このことからすれば、不適切な運用をしたり、能力に欠け

る運用会社の参入を防止して、退出を促進するような自主規制がまずもって求められると言えよう³⁸。

④に関しては、投資助言業者と運用業者が金融商品取引業者と規定され、不動産投資ファンドのアセット・マネジメント会社が投資助言業者又は運用業者になったわけであるが、指摘のとおり投資対象が最終的には現物不動産であるという不動産投資ファンドの特殊性ゆえに、金商法の当てはめ作業が困難を極めたという問題提起がなされている³⁹。他方、前記2の(1)や(5)で示したような不動産投資ファンド特有の責任論も存在する。つまり、「特性に配慮」とは、規制の強化か緩和かといった直線的な議論の次元ではなく、市場の実態も踏まえた複眼的・多面的な検討が必要であろう。

以上の論点を含む金商法施行に伴う実務上の課題への取り組みに当たっては、市場の中において関係業務に携わっている関係者のそれぞれの努力に負うところが大きいことは言うまでもないが、それに加えて、不動産業を所管する国土交通省が我が国の不動産市場の現況を踏まえつつ、包括的・長期的視点からの的確に対応していくことが期待される。

おわりに

ある研究予測によれば⁴⁰、2003年から2017年の間における資金の流れの変化は、家計→民間金融機関が510兆円から1,090兆円に580兆円増加し、家計→郵貯・簡保（民営化前後）が350兆円から210兆円に140兆円減少する。その一方で、官の資金需要は、民間金融機関→中央・地方政府は280兆円から670兆円に390兆円の増加、郵貯・簡保（民営化前後）→中央・地方政府は130兆円から150兆円と20

兆円の増加にそれぞれとどまる。つまり、資金の流れは「官から民へ」と大きく変化するものと予測されている。

こうしたマネー・フロー構造の長期見通しを踏まえると、我が国の金融市場はますます拡大し、その中における不動産投資のプレゼンスもまた大きくなっていくものと見込まれる。

前稿で示したビッグバンによる不動産市場の変容は、金融市場の変化に対する不動産サイドのいわば受身的な問題であったと言っても過言ではない。そして、本稿で提示した論点も「金商法の規定を実務に当てはめる」⁴¹次元の論点が多いと言ってよい。

こうした諸論点が解消あるいは克服された先には、不動産市場と金融市場の関係のあり方を根本的に議論し、より良い構造を構築していく段階に至るものと考えられる。そして、そのときには不動産市場サイドから積極的な貢献を成し得るものと期待される。

(了)

- 1 「金融市場の変化と不動産市場～金融ビッグバン～」本誌71号、2008年11月、42頁以下。
- 2 不動産業の立場に立った、あるいはそれに焦点を当てた既往の研究を網羅的に紹介することは略させていただくが、以下の論述の中で適宜紹介したい。
- 3 河本一郎・大武泰南「金融商品取引法読本」有斐閣、2008年、上柳敏郎・石戸谷豊・桜井健夫「新・金融商品取引法ハンドブック第2版」日本評論社、2008年、三井秀範・池田唯一監修、松尾直彦編著「一問一答金融商品取引法（改訂版）」商事法務、2008年、松尾直彦編著「金融商品取引法・関係政府令の解説」別冊商事法務318号、2008年、松尾直彦・松本圭介編著「実務論点金融商品取引法（第3版）」弘文堂、2007年など参照。
- 4 この項の記述は、神田秀樹「金融商品取引法総論一法の構造と有価証券概念」ジュリストNo.1368、2頁以下を参考にしている。

- 5 伝統的には券面（紙）がないと有価証券ではないとされているが、2009年1月5日から上場株券の電子化が実施されたように、伝統的概念は崩れつつあるので、1項の有価証券は将来は全て2項前段の有価証券になっていくものと見られる。
- 6 電子記録債権法に基づく電子記録債権のうち有価証券とみなすことが必要と認められるものとして政令で定めるもの（特定電子記録債権）は有価証券とみなされる（2条2項中段）。
- 7 前掲注4 神田論文7頁の図を参考にして作成。
- 8 この項の記述は、松尾直彦「金融商品取引法における業規制」ジュリストNo.1368、12頁以下を参考に行っている。
- 9 田村幸太郎「金融商品取引法の施行と不動産業」当機構第76回講演会配布資料を参考にして作成。
- 10 実務的に自己運用業と呼ばれる。
- 11 金融審議会金融分科会第一部会「中間整理」平成17年7月7日8頁。
- 12 河本一郎＝関要監修「逐条解説証券取引法（3訂版）」商事法務、2008年、42頁。
- 13 電子的技術を利用して同時に多数の者を相手に有価証券の売買又はその媒介等を集団的・組織的に行う業務をいう。
- 14 「柔軟化」と表現されることがあるが、必ずしも規制自体が柔軟になったわけではなく、functional regulationアプローチに基づき規制の構造が柔軟になったことから、「柔構造化」と表現することが適切である。
- 15 適格機関投資家とは、有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験を有する者として金融商品取引法2条に規定する定義に関する内閣府令（平成5年3月3日号外大蔵省令第14号）で定める者であり、具体的には、第一種金融商品取引業者（有価証券関連業に限る。）、投資運用業者、投資信託及び投資法人に関する法律に規定する投資法人・外国投資法人、銀行、保険会社、免許を受けた外国保険会社、信用金庫・信用金庫連合会・労働金庫・労働金庫連合会、農林中央金庫・商工組合中央金庫、信用協同組合・信用協同組合連合会・農業協同組合連合会・共済水産業協同組合連合会、財政融資資金の管理及び運用をする者、年金積立金管理運用独立行政法人、国際協力銀行、日本政策投資銀行、業として預金又は貯金の受入れをすることができる農業協同組合・漁業協同組合連合会、都市再生特別措置法の承認を受けた者等である（法2条3項一号、上記内閣府令10条1項）。
- 16 いわゆる自己運用業に対する規制の導入により不動産ファンドにおけるSPCは全て投資運用業者になり、J-REITの運用会社と同様の登録が義務付けられた結果、プライベート投資ファンドが全面的に禁止されたのと同様の効果（SPCは事実上登録が不可能なため）がもたらされたことから、その救済策として用意されたものであり、平成19年12月末までに既存のSPCが一斉に届出をしたと見られている。こうした大幅な救済に対しては後掲注19のような批判もある。
- 17 青木浩子「特定投資家・一般投資家」ジュリストNo.1368、52頁の図を参考にして作成。
- 18 この項の記述は、川口恭弘「金融取引業者等の行為規制」ジュリストNo.1368、34頁以下を参考に行っている。
- 19 日本証券業協会の規則において広告規制は存在していたが、証券取引法には規定がなかった。
- 20 一般投資家・特定投資家間の移行の要件が硬直的であること、適格機関投資家と特定投資家の制度が並存しており、規制が整合的でないこと（過剰又は不足）、適格機関投資家の定義の緩和が極端であること等の批判もある。青木浩子「特定投資家・一般投資家」ジュリストNo.1368、56～57頁参照。
- 21 「金融庁のいまのスタンスは、個別の事案において実質的に判断をするというコメントしかもらえておりません。」田村幸太郎弁護士、当機構第76回講演会記録38頁、平成20年5月。
- 22 前掲注20講演会記録39頁。
- 23 金融庁の見解では、不動産の開発は投資運用業にとっては承認を要する業務であるとされている。
- 24 金商法のうちこの制度に関する部分を俗に日本版SOX法又はJ-SOX法と呼ぶ。
- 25 神田秀樹ほか「（座談会）会社法と金融商品取引法の交錯と今後の課題（上）—財務報告に係る内部統制制度への対応」商事法務1821号、16～17頁。
- 26 このほか、SPCと法人格否認の法理との関係などの問題については、前掲注20講演会記録40頁以下を参照されたい。
- 27 黒沼悦郎「ディスクロージャー制度の多様化」ジュリストNo.1368、28頁。

- 28 条文上は顧客に対する誠実・公正義務のみ規定しているが、市場の健全性確保という市場に対する誠実・公正義務も含まれると解されている。植松丘「金融商品取引法の不動産投資市場における意義」日本不動産学会誌第21巻第4号、2008年4月、99頁参照。
- 29 前掲注28植松論文99～101頁参照。
- 30 不動産証券化協会規律委員長の高巖麗澤大学教授は、2007年の金融庁処分事例に連動して同協会が行った処分に対し、「私が残念に思ったのは、問題に関する協会からの連絡が遅過ぎたこと、協会の処分が緩過ぎたことでした」としている。ARE S 31号、2008年、20頁参照。
- 31 もちろん、産業振興的観点から新たな商品や取引に対する公的支援が行われる期待も否定できないが、現在、政策的対応が問題となっている賃貸管理や家賃保証の例を見ると、不動産市場に関しては、特に慎重な見方が必要であろう。
- 32 同とりまとめ106～107頁。
- 33 不動産証券化協会「平成21年度制度改善要望」平成20年7月、4頁参照。
- 34 「金商法の趣旨と金融庁のコメントの背後にある考え方を良く理解して、金商法を適切に解釈する能力が実務家に欠けている」という指摘もある。田村幸太郎「金融商品取引法の不動産投資市場における意義」日本不動産学会誌第21巻第4号、2008年4月、61頁。
- 35 前掲注19で示した青木論文参照。
- 36 適格機関投資家についても金商法上の概念と税法上の概念が異なっており、これがシステミック・リスクであると指摘されてもいる。国土交通省「不動産投資市場研究会報告書」平成20年11月1頁参照。
- 37 前掲注32とりまとめ39頁。
- 38 前掲注30の高教授の指摘によれば、現在の自主規制には改善すべき点があることになる。
- 39 前掲注34田村論文60頁。
- 40 跡田直澄・高橋洋一「優勢民営化・政策金融改革による資金の流れの変化について」慶應義塾大学 Discussion Paper No.0502, 2005年5月。
- 41 前掲注32とりまとめ106頁。