

## 【寄稿 2】

### 不動産特定共同事業法施行規則の改正について ～投資ファンド型事業の創設～

白石 秀俊

#### 1. はじめに

バブル崩壊以降低迷する不動産市場を活性化させ、不動産の流動化を促進することが我が国経済を再生させるための最重要課題と位置付けられており、そのための最も有効な手段として不動産の証券化が注目されている。

不動産の証券化は、新総合土地政策推進要綱（平成9年2月10日閣議決定）において取り上げられ、平成7年4月に法律が施行されていた不動産特定共同事業もその一手法として位置付けられた。その後の経済対策においても、土地の有効利用、不動産の流動化のための有効な手法として不動産の証券化、不動産特定共同事業の推進が政策課題として盛り込まれ、昨年9月には我が国で初めて不動産を担保にして有価証券を発行する仕組み、本当の意味での不動産の証券化を可能とする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。そして、11月11日に決定された経済新生対策においても、今後の政策課題として不動産の証券化が位置付けられ、具体的にSPC法の改正や不動産特定共同事業の推進などが盛り込まれている。

このような政府の取組みとともに、特に今年に入ってから民間による不動産の証券化が急速に進展しており、不動産特定共同事業やSPC法を活用した仕組みに限らず、あらゆる金融技術を駆使して証券化に伴う隘路を解決し、様々な不動産証券化の取組みが行われるようになっている。

建設省としても、平成10年1月に「不動産の証券化等の活用による都市開発事業推進委員会」を設置して有識者や不動産業界、金融業界等民間の方々と協力しながら不動産の証券化に向けた様々課題について検討を行い、不動産特定共同事業法の規制緩和等必要な施策を実施してきたところであるが、9月27日には不動産特定共同事業法施行規則を改正し、対象不動産を変更することができる新たな事業手法（投資ファンド型事業）を創設した。

本稿では、不動産特定共同事業に関するこれまでの経緯を概観するとともに、今回創設した投資ファンド型事業の仕組みの概要について紹介することとしたい。

## 2. 不動産特定共同事業法制定の経緯

不動産特定共同事業は、不動産事業者が、民法の組合（いわゆる任意組合）や商法の匿名組合を活用して投資家から資金を調達し、その資金を基に不動産事業を行い、その結果生じた収益を投資家に分配する仕組みである（図1）。

昭和60年代の前半から実施されていた不動産の小口化事業が、バブル崩壊によって多くの事業がデフォルト状態に陥り、社会問題化するに至った。このような状況を受けて、特に投資家保護の観点から新たにルール化の必要があると考えられた事業形態、すなわち賃貸型（組合契約ではなく賃貸契約又は賃貸委任契約を事業者と締結することによって投資家の所有する不動産の運用を委託する形態）及び任意組合理型、さらには当時実例はなかったが将来的に商品化されると考えられた匿名組合理型の事業について、新規立法によって一定のルール化を図っていくこととなり、平成7年4月に不動産特定共同事業法が施行された。以来現在まで、28件、募集総額で約1,317億円の実績がある（11月15日現在）。

これが不動産特定共同事業法制定の経緯であるが、このように社会問題化した事業スキームをルール化することを目的に制定されたため、制定当時は不幸にも規制の側面が強く打ち出され、また、事業者の資金調達手段として資産流動化型の仕組みを前提にスキームが作られた。

しかし、その後、次第に上にも述べたとおり不動産の流動化のための有効な手段のひとつとして認識されるようになり、不動産から生ずるインカムゲインを基礎とした健全な投資商品として育てていこうという機運が盛り上がり、行政としても規制一辺倒から不動産特定共同事業の推進へと大きく舵を切ることとなったのである。

その際、特に匿名組合理型の不動産特定共同事業の実施とSPC法の施行が大きな転換点になったと思われる。匿名組合理型事業の実施やSPC法の施行前までは、不動産投資と言えば投資家が例え共有持分のように小口化されたものであっても自ら不動産を所有することが常識であった。しかし、匿名組合理型事業による先駆的な取り組みによって、投資家は金銭を出資し、出資された金銭を不動産事業によって運用することを不動産事業者任せの投資スキームが認知されはじめ、その流れはSPC法の施行によって一気に推し進められた。後述するが、この金銭出資型のスキームの進展が投資ファンド型事業創設の重要な要因のひとつとなったと思われるのである。

## 3. 不動産特定共同事業の推進（その1）～規制緩和～

さて、不動産特定共同事業を推進するためには、まずもって不動産特定共同事業法制定時に厳しく規制されたルールの緩和が必要であった。このため、法律の共管省庁である大蔵省（当時）と長い間に亘って検討を行ったが、第一段階として平成9年5月には法律、施行規則等を改正し、不動産投資のプロに対しては一般投資家を念頭に置いた規制を緩和する措置を実施した。不動産特定共同事業は、SPC法と比べその商品組成における自由度が高いため、投資家の要請を組み入れた商品組成が可能であり、その点で機関投資家等

の大口投資家の希望に沿ったオーダーメイドの投資商品の提供を可能とする仕組みであって、プロ向けの仕組みであると言える。このため、このプロ向けの規制緩和は非常に大きな効果を発揮することとなった。(なお、私見であるが、一般投資家は機関投資家と異なり、投資商品の組成段階から関わることはほとんど考えられず、レディメイドの投資商品について他の投資商品との比較の中から投資判断を行うことが一般的と考えられるため、一般投資家にとっては投資商品としては定型的なものの方が望ましいと考えられる。ステレオタイプ的な見方は危険ではあるが、現在大蔵省で創設が検討されている不動産投資信託は有価証券という型にはまったレディメイド型の投資商品であり、この点で一般投資家向けと言えるのではないか。)

さらに、法定最低出資額、商品組成上最も問題となる規制として①最低出資額の制限、②投資家の持分の譲渡制限、の2つが指摘され、その緩和が強く要請されていたため、建設省としても投資家保護について十分留意しつつ、この2つの規制の緩和に取り組んできた。これらに関する規制緩和の経緯は次のとおりである。

#### ① 最低出資額の制限

現物出資 5百万円以上 → 1百万円以上(平成9年5月)

金銭出資 原則1億円以上→1千万円以上(平成9年5月)→5百万円以上(平成11年2月)

#### ② 投資家の地位(権利及び義務)の譲渡制限

契約の相手方である不動産特定共同事業者への譲渡に限定→第三者への譲渡を解禁(平成11年2月)

なお、最低出資額の制限の撤廃については、投資家に対する情報開示制度の整備とあわせ、できるだけ早期に実施する予定である。

また、上記の他、対象不動産の一体性原則が平成10年6月に廃止され、2つ以上の不動産を組み合わせたパッケージ型の商品の提供も可能となっている。

### 4. 不動産特定共同事業の推進(その2)～投資ファンド型事業の創設～

上述のとおり、かなりの規制緩和が実施され、その効果によって飛躍的に実績は伸びてきたが、さらに不動産特定共同事業を推進していくためには、不動産特定共同事業法の大前提である「先に不動産ありき」という考え方を変更する必要があると考えられるようになった。

すなわち、不動産特定共同事業はまず特定の不動産があり、その不動産を基に投資家から資金を調達する、資産流動化型のスキームである。このため、投資家は対象となる不動産の良し悪しを分析した上で投資判断を行わなければならないが、一般投資家が不動産の良し悪しを判断することは非常に難しく、このため一般投資家向けの不動産特定共同事業商品には限界があると考えられた。また、資金を豊富に有する機関投資家にしても、不動産毎に投資判断を行い契約を締結するのではなく、不動産による資金の運用を専門家に任せてしまうという投資スタイルが今後出てくると考えられた。その背景には、前述した金

銭出資型の投資スタイルが一般化してきたことが大きく影響している。投資家からみれば、投資対象不動産を決めて金銭を出資し、その不動産運用について事業者を信頼して任せるのであれば、事業者への信頼をさらに一歩進めて投資対象となる不動産の選定・変更も含め事業者に一任する投資スキームも当然考えられるからである。

証券投資において、個別銘柄の証券に投資するよりも証券投資信託に資金を預け、銘柄の選定から売買のタイミングまで証券による運用を証券投資信託委託会社に任せる仕組みがあるのと同じように、不動産においても資金の運用を不動産投資のプロに任せる仕組み、いわゆる資産運用型（ファンド型）のスキームがあれば、不動産特定共同事業をより推進することができるのではないかと考えられた。このため、このファンド型スキームを不動産特定共同事業においても可能とするための基本的な課題やルールのあり方について「不動産の集团的投資スキーム等のあり方に関する調査検討委員会」を設置して昨年1年間検討を行ってきたが、その結果を踏まえて、今回不動産特定共同事業法施行規則の改正を行った。

## 5. 法律改正と省令改正

資産運用型（ファンド型）のスキームを創設するにあたり、当初は不動産特定共同事業法の改正を行う方向で検討を行った。しかし、資産運用型（ファンド型）のスキームの特徴は運用者の判断で投資対象資産の変更・追加が行えるところにあるが、現行の不動産特定共同事業法では対象不動産の変更・追加が禁止されていない。このため、法律改正は必要なく、事実上対象不動産の変更・追加を不可能にしている施行規則の規定を改正すれば、資産運用型（ファンド型）のスキームを創設することが可能である、との判断が法制局からも示されたため、施行規則を改正することで資産運用型（ファンド型）の事業方式（＝投資ファンド型事業）を創設することとしたのである。

このように法律改正ではなく施行規則の改正によって投資ファンド型事業を創設したことから、結果として資産運用型（ファンド型）スキームにおいて最も重要なルールと考えられる事業者の忠実義務、特に利益相反行為に関する規定が、不動産特定共同事業法では明確に規定されていない。運用者の忠実義務の規定は必ずしも法律に規定されなければならないわけではなく、例えば商品ファンド法にも忠実義務の規定はない。不動産の特性や我が国の不動産市場の現状を踏まえれば、厳しい忠実義務のルール化はかえって商品設計の自由度を無くし、不動産投資商品の供給を阻害することにもなりかねないが、しかし、今後不動産特定共同事業商品が多数供給され、多くのプレーヤーが参加するようになってきた場合には、やはり忠実義務に関する明確なルール化が必要になってくるであろう。この点については将来的な課題のひとつである。

## 6. 投資ファンド型事業の概要

投資ファンド型事業のイメージは図2のとおりであるが、そのルール整備に当たって、

図3のような事業の流れを想定し、この流れを基本として、次のとおりルールを規定した。

#### (1)対象不動産を売却した後、新たな不動産を取得するまでの期間

対象不動産を変更するに当たって、対象不動産を売却した後、長期にわたって不動産を取得しない状況が続くことは、不動産特定共同事業が不動産取引を行うことを目的にしていることにかんがみれば好ましいことではない。しかし、不動産の流動性が低いことを勘案すれば、短期のうちに新しい不動産を取得することが困難な場合も想定される。このため、対象不動産を売却した後、新たな不動産を取得するまでの期間について、通常の営業活動を行えば十分新しい不動産の取得が可能な範囲で、あまり長期とは認められない期間として、1年間とすることとした。

#### (2)出資総額の上限等

対象不動産の変更を行う場合、対象不動産の売却額と新たな不動産の取得額は必ずしも一致しない。また、不動産は物件ひとつ当たりの価格が大きいため、量の変更による細かい価格の調整が不可能である。このようなことから、対象不動産の変更を円滑に行うことを可能とするため、投資ファンド型事業では、契約締結時に対象不動産の価格を超えて出資することができるようにした。しかし、不動産特定共同事業は不動産取引を目的とした事業であることから、対象不動産の取得に必要な額を大幅に超えて出資を集めることは望ましいことではない。このため、事業参加者から出資される金銭の総額は、対象不動産の取得に必要な額にその3分の1に相当する金額を超えてはならないこととした（言い換えれば、出資金の総額の4分の1までは不動産の購入に充てない金銭（余資）を集めてもよいということである）。また、出資段階だけでなく、事業の途中でも、不動産特定共同事業の業務に供されていない金銭が供されている金銭の3分の1以内となっていなければならないこととした。

さらに、対象不動産の売却額と新たな不動産の取得額の差額が、上記の余資を超えることも想定されるため、その場合には追加募集を実施することができるように規定を整備した。

#### (3)余資の運用方法

余資については、上述のとおり、不動産を変更する際に柔軟に対応することを目的とするものであるが、不動産を変更する際に必要となるまでは不動産特定共同事業以外の資金として運用されることから、予め運用方法について十分な情報開示を行い、運用方法を不動産特定共同事業契約の中で取り決めておけば、その運用方法について制限を課さなければならないものではない。しかしながら不動産取引を行うのに必要な額を超える部分については不動産を変更する際に柔軟に対応するためのものであり、高い配当利回りを狙ってリスクの高い運用をしたために必要なときに資金額が大幅に減少してしまうようなことがあっては、その目的に照らして問題が多いと考えられることから、当面の間、それを事業者が運用する場合には、

- ①不動産の小口化・証券化商品による運用、
- ②確実な金融商品による運用、

### ③リスクヘッジの目的に限ってデリバティブ商品による運用

に限ることとした。しかし、余資の運用の制限については、上述のとおり、投資家への情報開示等のルールを整備した上でできるだけ緩和していくことが望ましく、この点については将来的な課題である。

なお、不動産の小口化・証券化商品による運用については、不動産特定共同事業者が言わば不動産取引のプロとして主務大臣の許可を受けていることから認めたものであるが、加えて不動産投資市場の育成・整備における需要面からの支援策という効果も期待したものである。

さらに、海外の投資商品への投資を可能としたこと等から為替リスク等をヘッジするためにデリバティブ商品への投資を可能としたが、デリバティブ商品については運用の仕方によっては極めてハイリスクになることもあるので、十分な注意が必要である。

### (4)事業参加者の保護

資産運用型（ファンド型）スキームでは、運用者が自らの判断により自由に資産の変更を行うことが可能であるが、投資家の意思に反した運用がなされないように、投資家の意向を反映する何らかの仕組み（ガバナンス機能）を整備することによって投資家保護を図ることが必要である。投資ファンド型事業では、①契約時における事業内容等の明確化、②情報開示の徹底、③不動産特定共同事業者の投資判断に反対する場合には事業から離脱することで反対の意思を表示できること、によって投資家保護を図ることとした。

#### ①契約時における事業内容の明確化

不動産特定共同事業契約において、○対象不動産の変更を行う旨及びその手続、○追加募集を予定する場合にはその旨及びその手続、を明示しなければならないこととした。

#### ②情報開示の徹底

対象不動産を売却し、又は新たな不動産を取得した場合には、30日以内に書面を交付して事業参加者に周知しなければならないこととした。

また、利益相反になる可能性の高い行為を行う場合、追加募集を開始する場合には、事前に事業参加者に書面を交付しなければならないこととした。

なお、利益相反になる可能性の高い行為を行う場合とは、具体的には、

- ・不動産特定共同事業契約に係る財産を、自己の固有財産又は他の不動産特定共同事業契約に係る財産とする行為
- ・自己の固有財産又は他の不動産特定共同事業契約に係る財産を不動産特定共同事業契約に係る財産とする行為

を規定しているが、これらの行為は匿名組合の場合に実際の売買行為が行われるわけではないので、価格が客観的に決定されないおそれがあることから、事業参加者に事前に書面を交付することによって、価格等の客観性を確保しようというものである。

#### ③事業参加者の地位の円滑な譲渡

事業参加者は、②の書面を受領した日から8日を経過するまでの間であれば、不動産特

定共同事業に書面で通知することによって、契約の解除又は組合からの脱退ができることとし、その場合には、不動産特定共同事業者は、事業参加者の地位を自ら買い取るか、第三者に取得させることとした。これは、匿名組合契約の特性に配慮しつつ、事業参加者が事業者の運営に反対の意思表示を行う方法として、事業からの離脱を表明できることとし、その実行性を確保するために必ず地位の譲渡を可能とするよう措置したものである。

#### (5)不動産特定共同事業者の要件の追加

投資ファンド型事業は、これまでの不動産特定共同事業と比べて、不動産特定共同事業者が対象不動産の変更にあたり、より高度な投資判断を行う必要があることから、投資ファンド型事業を営む不動産特定共同事業者の要件として、「対象不動産の変更又は追加に係る業務を遂行するに足る十分な知識及び経験を有するものがあること」を追加した。

## 7. おわりに

投資ファンド型事業は、我が国で初めて不動産を投資対象とする資産運用型(ファンド型)スキームを可能とするものであり、その創設は不動産投資の新たな第一歩を刻むものであると考えている。現在、大蔵省においては、SPC法をより使いやすいように改正するとともに、本格的な不動産投資ファンドスキームを整備するための検討がおこなわれているところであるが、先に述べたとおり、不動産特定共同事業と大蔵省が検討している不動産投資ファンドのそれぞれのもつ特性は自ずと異なっており、不動産投資ファンドが創設されたからといって、不動産特定共同事業がなくなってしまうわけではない。不動産特定共同事業の特性を活かしたますますの活用を期待したい。

不動産特定共同事業に関する今後の課題としては、最低出資額制限の撤廃のほか、

①不動産特定共同事業者が倒産隔離された特別目的会社とする事業スキームの可能性

②不動産の投資判断を専門的に行う不動産投資顧問業の育成

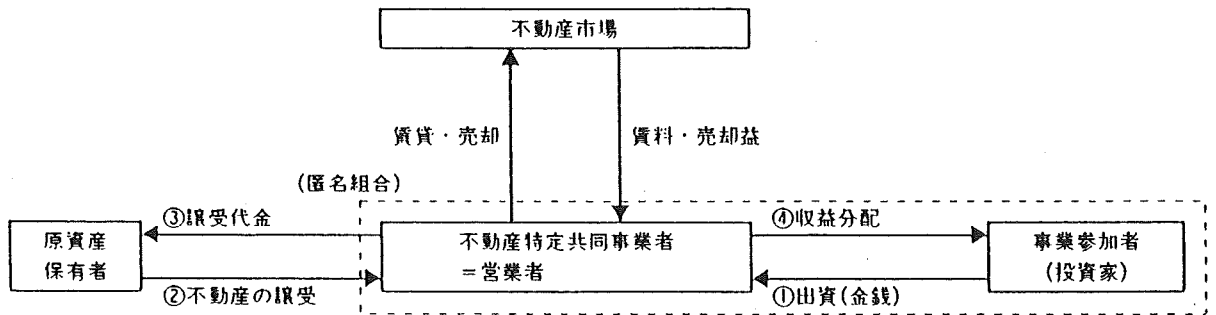
等がある。いずれも解決しなければならない問題が多いが、特に①については、事業毎に倒産隔離された事業者が事業を実施できるようにすることで、対象不動産から生ずる収益と投資家に配分される利益との関係がより明確になるため、投資家保護の観点から望ましい点も多いと思われることから、不動産特定共同事業者の資本金要件の引下げとも併せて、そのスキームの創設に取り組んでいきたいと考えている。

不動産特定共同事業をはじめ、我が国における不動産の証券化は始まったばかりであり、今後も大きな進展が見られるものと思われる。関係者各位におかれては、ひとつのビジネスチャンスとして捉えて積極的に取り組んでいただき、結果として不動産の流動化、不動産市場の活性化が図られることを期待する次第である。

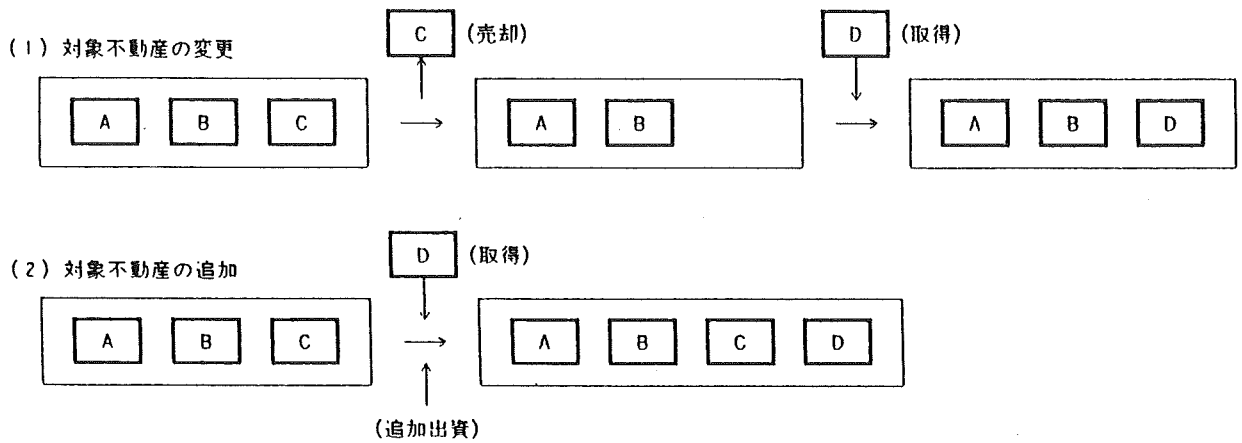
[しらいし ひでとし]

[建設省不動産課 不動産市場整備室課長補佐]

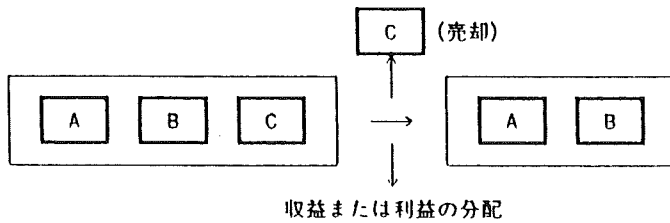
(図1) 不動産特定共同事業(匿名組合型)のスキーム



(図2) 投資ファンド型事業イメージ



(参考) 対象不動産の売却 (従来の不動産特定共同事業でも可能)





(図3) 投資ファンド型事業における事業の流れ

