

第1回 ESG 投資を踏まえた不動産特定共同事業等検討会

議事概要

日時：令和元年9月27日(金) 10:00~12:00

場所：株式会社価値総合研究所会議室

※国土交通省 土地・建設産業局 不動産市場整備課 不動産投資市場整備室（事務局）より各資料に沿って説明した後、主に以下の意見交換がなされた。

不動産特定共同事業の適切な規制のあり方について

【1号事業における他業との関係・あり方について】

- 匿名組合契約は、商法に定められた典型契約であり、様々な企業が一般的に用いている資金調達スキームであるところ、1号事業以外の事業の実施が制限されると、不動産特定共同事業そのものが使いづらくなるのではないかと。
- 自らの業とIT関連事業を複合的に行うケースが多い現代において、これまで以上に他業を監督・規制する必要性については疑問がある。
- クラウドファンディング等の広がりにより、個人投資家による比較的小口の資金が不動産分野に流入することが想定される現状では、個人投資家に対してどのような情報を開示し、開示だけでは足りない部分については、どのように入口段階で規制をするべきかを議論する必要がある。
- 金融庁においては、業別ではなく、機能別に規制枠組みを考えていく議論をしており、そうした観点で規制のあり方を検討していくことも必要。
- 個人投資家の立場からすると、他業のリスクをいかに自らの投資対象に波及させない仕組みとなっているかが重要であり、波及する可能性がある場合には、他業リスクの存否やリスクの程度に係る情報開示をすることが必要。
- 事業者の信用リスクをどのように把握してもらうか、どのように情報提供していくかについて議論が必要。東証一部に上場している企業であれば、共通の開示様式があるため比較可能であるが、例えば地方創生に向けて不動産特定共同事業のスキームを活用する場合には、上場企業と同水準で情報を開示することは困難である。投資家が誤った判断をしないために、不動産に連動しないリスクの特定・開示及び当該リスクの投資家への理解を、どういう枠組みで行ったらよいかという議論が必要。
- 匿名組合事業の場合、投資家から出資金だけでなく、テナントから受け取った賃料もすべて営業者

の資産となり、これらを明確に分別管理又は自己信託したとしても、倒産法では営業者の他の債権者から隔離されない。そのため、倒産リスクをヘッジするためには、対象となる事業の開示に加え、その会社全体の事業リスク、財務状況の開示が非常に重要だが、少額の事業においては、事業者の負担を考慮すると、開示方法に工夫が必要。

- 現状、分別管理は、帳簿での管理とされているため、不動産特定共同事業の営業者が持っている資金を、営業者自身や関連会社に貸し付けるような形で流用することを防止するための議論が必要。
- 流用防止という意味では、例えば、不動産の売買資金や、一定額以上の工事費用といった、金額が大きく保全の必要が高いものは信託することも検討すべきではないか。
- フィンテックの進展の中で、情報開示をどのように標準化していくのか、不正な取引をデジタル的な手法も活用してどのように常時モニタリングしていくか検討していく必要がある。これらは金融庁において先行して議論している部分でもあり、平仄を合わせていく必要がある。

【特例事業者が行うことができる事業の範囲について】

- 投資家目線で分別管理のリスクを考えると、特例事業の「専ら要件」に関してはある程度の厳しさが必要。特に太陽光発電を特例事業の付随事業として整理してよいかは検討を要する。
- 「専ら要件」に含まれるものを広げていくためには投資対象のわかりやすさが重要であり、慎重な議論が必要。監督当局としては当面限定的に考えるべき。
- 「専ら要件」との関係では、対象資産と対象取引という2つの観点が必要。対象資産については、太陽光発電パネルは分離可能なので動産だが、屋根に設置していれば、不動産に付随しているものであると言えるのだろう。しかし、対象取引について、売電事業には不動産取引とは全く別のリスクが存在するため、一般論としては規制が必要であると考え。ただ、太陽光パネルと対象不動産は社会実態として一体のものであると認識されていることもあり、余剰電力の売電は認められても良いのではないか。パブリックコメントでの回答は良い線であると思う。

【区分所有不動産投資契約の不動産特定共同事業契約への追加について】

- 通常区分所有者は一定のローンを組んで購入することが想定されるが、ローンの担保となっている区分所有権を不動産特定共同事業契約により出資という形で譲渡することは、ローン契約において禁じられているはずである。そうすると、通常のローンではなく、何らかの一体的な契約で提携ローンのようなものを個別に付け、不動産特定共同事業に供するという特殊なローンを前提とせざるを得ないことが懸念される。
- 不動産特定共同事業契約では対象不動産を当該契約に基づく不動産特定共同事業の目的以外のため

に担保に供し、出資を検討することを禁じられている。つまり、区分所有者は、所有権を持っているという意識を持って出資することが想定されるが、所有権を担保にして別の資金を調達できない、ということになる。その点を専門知識のない一般投資家に説明する必要があり、このスキームが成り立つのかという疑問がある。

- 区分所有権を出資の対象としているという考え方もできなくはないが、利益あるいは賃料が全体の収益に連動しているというところだけ捉えて、実質的に任意組合が成立していると判断するのは難しい。次に、賃借権を出資の対象としていると考えた場合、賃借権が組合財産となり、組合全体に賃借権が共有的に帰属するということになるが、これが法実態を持っているのか疑問。このように、区分所有型不動産投資契約については、実質的に任意組合が成立しているものとして、既存の不動産特定共同事業で規制することは極端な例でないと難しいという気がするので、不動産特定共同事業契約の新たな類型として規制すべきではないか。
- 本質的な枠組みの整理も大事だが、基本的には機能の点でどういった規制が必要かを議論することが重要。区分所有であろうと共有持ち分であろうと、不動産の売買や賃貸に関する投資事業の適性かという観点からは、きちんとした規制枠組みを作っていくことが必要なのではないか。
- 事前販売を伴うものについて規制対象とすることは、投資商品の整理としては理解できる。一方で、不動産投資の適正化の観点からすると、一定の共同事業性のある契約に限る必要があるかどうかは検討を要する。匿名組合であれば一人で契約することもあり得ると考えられるが、そのようなケースであっても、事業者が一定の裁量を持って運用し、その運用成果が変動するものであれば、適切な情報提供や業務運営が確保されている必要がある。
- 投資不動産入れ替えの議論に関する内容と近い部分がある。こういう枠組みを整備して今後齟齬が出ないように不動産特定共同事業法第2条第3項でどう書いておく必要があるのか、という点が重要。
- 不動産特定共同事業法で規制しなければいけないのは、自らが保有する不動産リスク以外のリスクも取っている要素がある場合。そのため、賃料プール等の共同事業性まで至らずとも、単独で自分が取得したものをリースバックしているものが不動産特定共同事業の規制になってくるのは広すぎる。規制範囲をどう考えるか今後検討すべき。
- 一般の投資家にとって、区分所有と一棟の建物、戸建て等が全く違う規律に服するというのは、分かりにくいのではないか。
- 不動産の区分所有権を購入できる者は、富裕層が多く、不動産取引のリスクを理解しているのではないか。そのような者まで保護を図る必要はないのではないか。

【特例事業の一般投資家投資制限の緩和について】

- 不動産の価値を顕在化させるためのリノベーションは非常に求められており、そこに不動産特定共同事業のスキームを活用することは極めて重要。1割の上限が妥当なのかは、実態に合わせて見直していく必要があるが、本来期待される資金循環が起これ、それが資金提供者あるいは投資家に過大なリスクを負わせないためにも、どこに目線を合わせるかを定め、その上で規制の枠組みを検討する必要がある。
- 倒産隔離をすることで、不動産事業以外のリスクは遮断されるが、不動産事業そのもののリスクは内在しており、事業リスクの高さと一般投資家の許容度のバランスの調整が肝要。
- 様々な取り組みの中で、工事費用の規制緩和について要請があるということも理解できるが、他の部分で規制の枠組みを整えて、不動産特定共同事業全体の規制バランスを図ることが必要なのではないか。そういう意味では、忠実義務を入れる等、他の枠組みを整えることによって、工事費用の金額に関する規制はある程度緩めていくということが議論の一つの方向として考えられる。
- 匿名組合の場合、1号事業者は開発案件においてはコストオーバーランしたとしても、事業者自身が負担する必要があるため、財産基盤がある1号事業者の方が特例事業より投資家にとってのリスクが低いケースも考えられる。そのため、特例事業と1号事業との倒産隔離の観点からの比較のみで規制を議論するべきではない。特例事業については、地方創生に関係するような事業は、あまり金額の割合は問題ではなく、金額の上限を基準とする規制の考え方もあるのではないかと。

以 上