

本検討会の目的

- 不動産特定共同事業では、クラウドファンディングの活用により、個人投資家による一層の投資が期待される。
- 個人投資家が安心して不動産投資を行うことができる環境を整備するためには、より投資家保護の図られたスキームを促進するとともに、ブロックチェーン等の新技術やESG等の新たなグローバルスタンダードといった不動産投資市場の新たな潮流への対応を進めることについて、検討する必要がある。
- 一方で、個人投資家に対しても、不動産投資に係る適切な理解に基づいた投資が行われるための環境を整備していく必要がある。

検討骨子

検討の背景

- デジタル化の進展に伴うクラウドファンディングの活用促進
- 不動産取引の境界の曖昧化
- ESG投資のグローバルスタンダード化
- ブロックチェーン技術の台頭

目指すべき方向性

- 個人投資家による適切な不動産投資の促進
- 不動産投資市場の新たな潮流への対応

具体的な検討課題

- 不動産特定共同事業の適切なガバナンスの確保
- 不動産と社会の関わりを捉えた規制の適正化
- トークンの取扱い

検討会スケジュール

- 第1回検討会：令和元年9月27日
- 第2回検討会：令和元年11月13日
- 第3回検討会：令和2年1月15日

⇒議論経過の中間とりまとめを行う。

⇒中間とりまとめを踏まえ、令和2年度中に、不動産特定共同事業に関連する法令等改正案を作成する。

検討委員

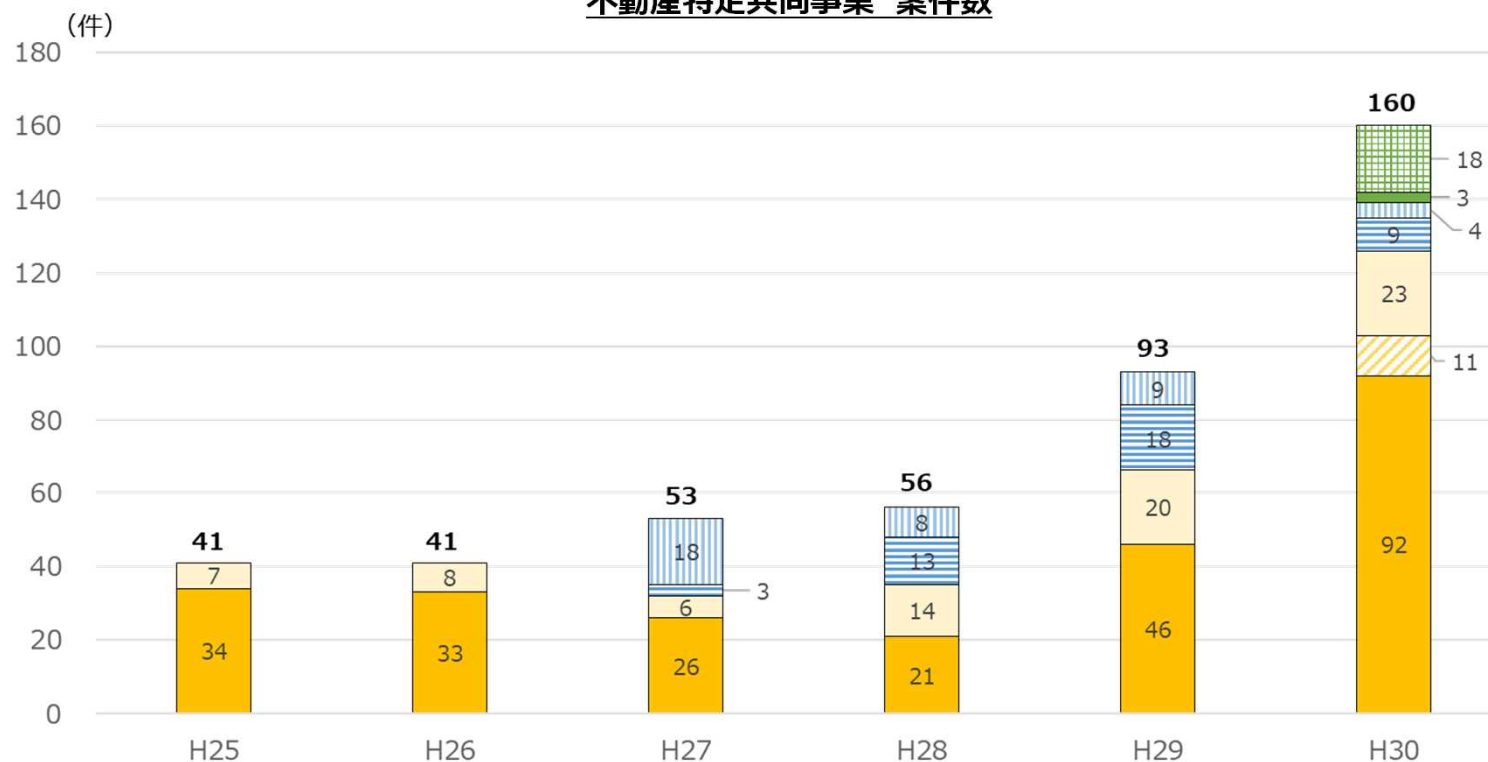
- 赤井 厚雄 早稲田大学 総合研究機構 研究院客員教授
- 今井 真祐 (一社) 不動産証券化協会 事務局長
- 坂 勇一郎 東京合同法律事務所 弁護士
- 田中 俊平 長島・大野・常松法律事務所 弁護士
- 田村 幸太郎 牛島総合法律事務所 弁護士 (座長)
- 中村 里佳 (株) さくら総合事務所 代表取締役
公認会計士・税理士

(敬称略・50音順)

(不動産特定共同事業をとりまく状況)

- 平成25年の特例事業の導入、平成29年の不動産特定共同事業法改正では、小規模不動産特定共同事業を創設するとともに、クラウドファンディングへの対応を行った。また、平成31年の不動産特定共同事業法施行規則改正においては、対象不動産変更型契約に係る規制を合理化したところ。
- これらの制度改正を踏まえ、足下の不動産特定共同事業の案件数は増加傾向にあり、地方における案件形成も進められているところ。

不動産特定共同事業 案件数



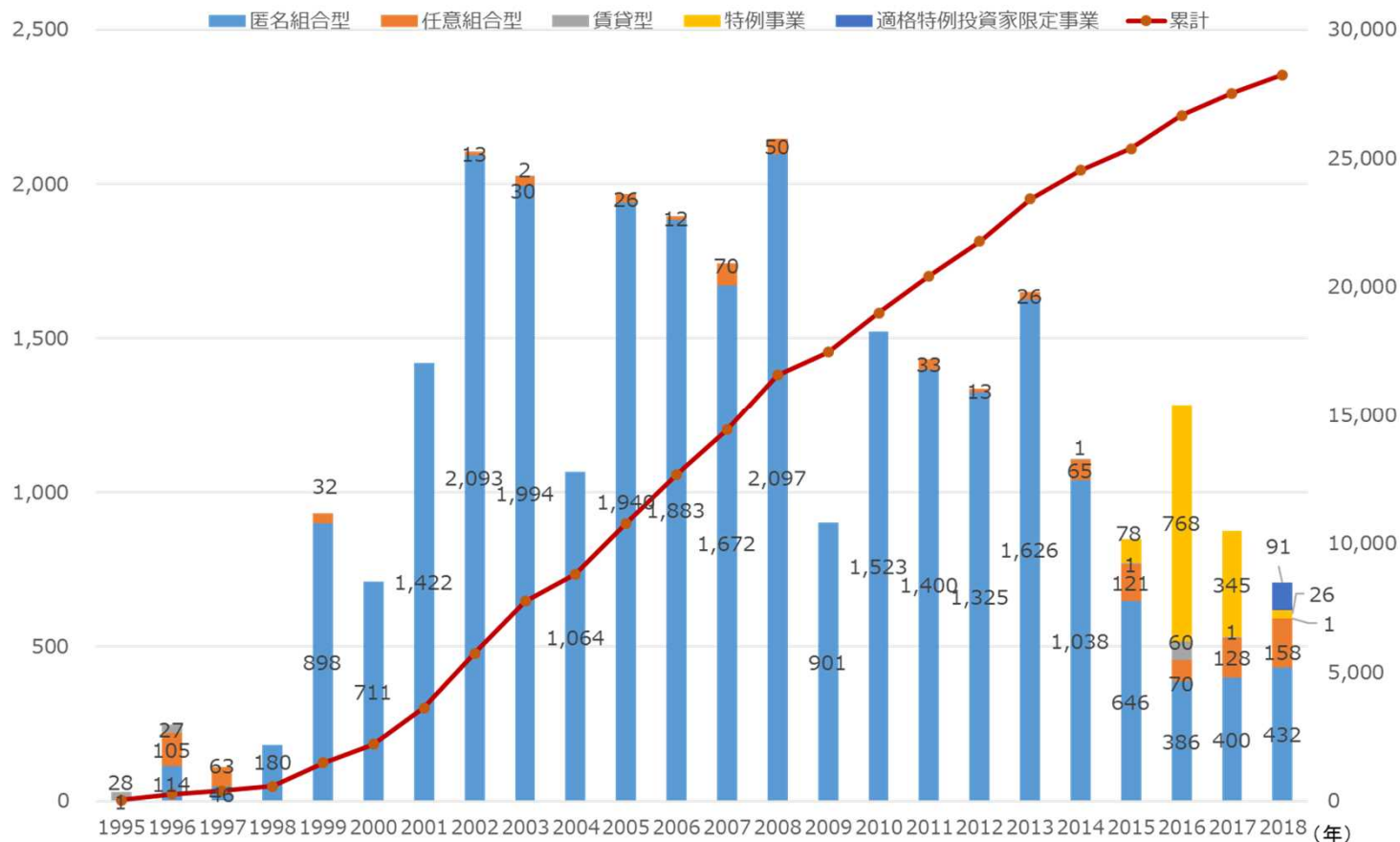
- 1号事業案件数 (地方以外)
- 1号事業案件数 (地方)
- 特例事業案件数 (地方以外)
- 特例事業案件数 (地方)
- 適格特例投資家限定事業案件数 (地方以外)
- 適格特例投資家限定事業案件数 (地方)

※地方：東京都、埼玉県、神奈川県、千葉県、愛知県、大阪府以外の道府県

出典：国土交通省「不動産証券化の実態調査」

- 近年、不動産特定共同事業の出資募集額は年間約1,000億円前後で推移しており、2015年度以降、匿名組合理型（第1号事業）は400億円前後、任意組合理型（第1号事業）の出資募集額は年間100～150億円前後で推移している。
- また、年による変動が大きいですが、特例事業の2016-2019年度の出資募集額は、年平均で380億円程度である。

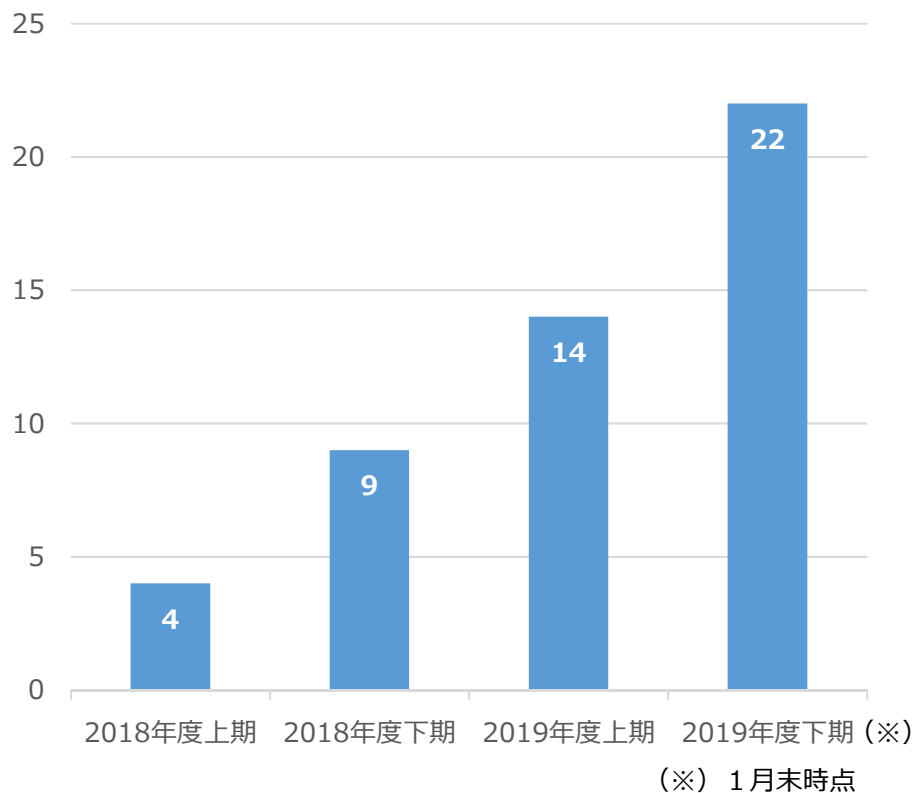
不動産特定共同事業 契約類型別出資募集額



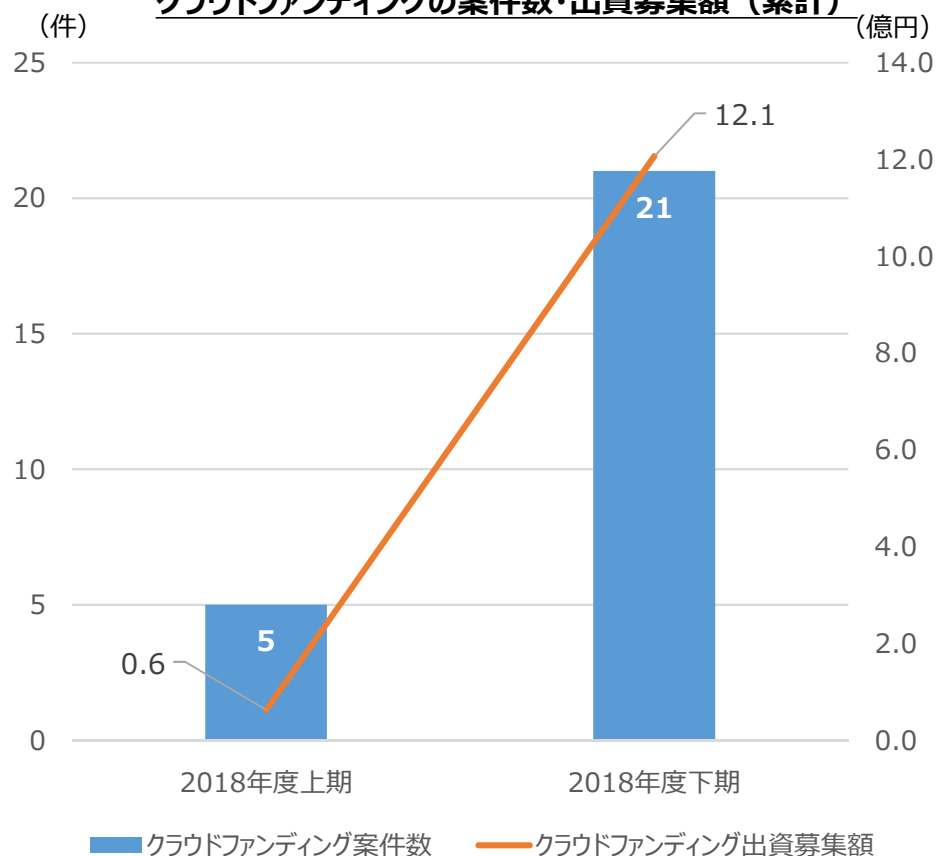
出典：国土交通省「不動産証券化の実態調査」

- 電子取引業務の許可等を受けた事業者数は年々増加しており、2019年2月末時点で22となっている。
- 不動産特定共同事業のクラウドファンディングの案件数は、2018年度末時点で累計21件、出資募集額は2018年度末で累計約12.1億円となっている。

電子取引業務の許可等を受けた事業者数の推移（累計）



不動産特定共同事業のクラウドファンディングの案件数・出資募集額（累計）



出典：国土交通省「不動産証券化の実態調査」

(ESG投資のグローバルスタンダード化)

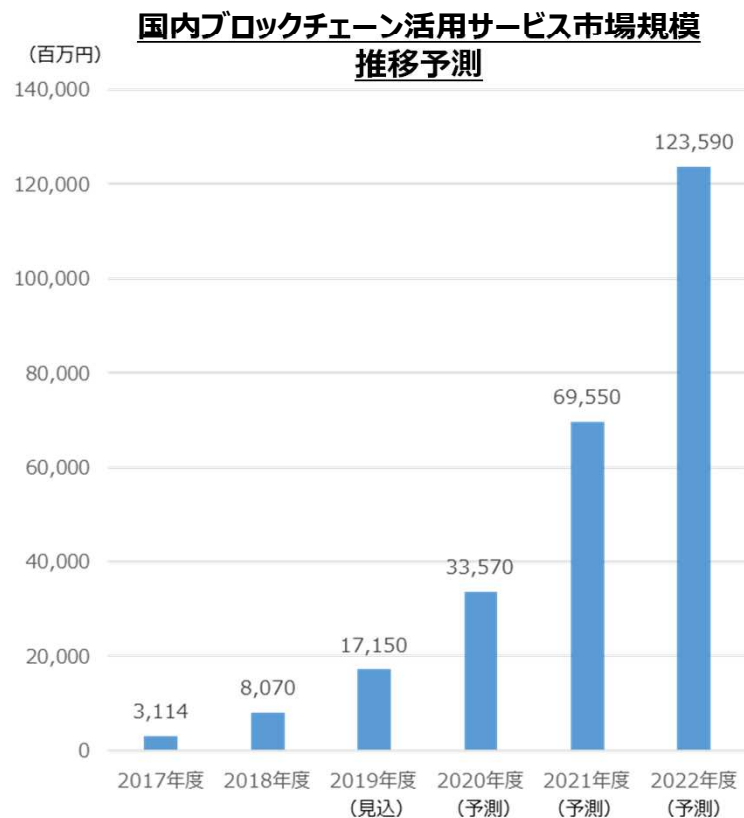
- 我が国において、PRIの署名機関数が急増するなど、ESGに配慮した投資に対応するための動きが一定の広がりを見せつつある。
- 我が国の不動産投資市場に持続的に投資資金を流入させ、市場の成長を図るとともに、人口減少や少子高齢化等の諸課題に対応した不動産の形成を図るため、ESGに配慮した不動産価値の向上が求められている。

(ブロックチェーン技術の台頭)

- ブロックチェーン技術を活用したサービスの市場規模は、今後拡大することが予想されている。
- 令和元年6月に金融商品取引法が改正され、トークン(※)に係る規制の整備がなされたが、不動産投資分野においても、トークンに対応した制度整備が求められている。(※) トークンとは、価値の裏付けがある様々な資産を、ブロックチェーン技術を用いてデジタル化したもの



※1ドル=100円と換算 ※グラフは4月時点 出店：PRIホームページより作成



※事業者売上高ベース

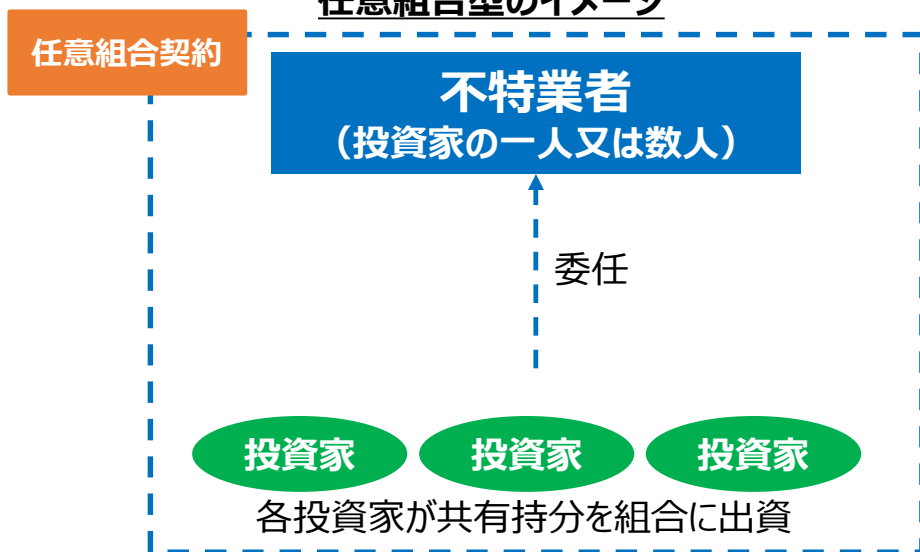
出典：矢野経済研究所調査

背景・目的

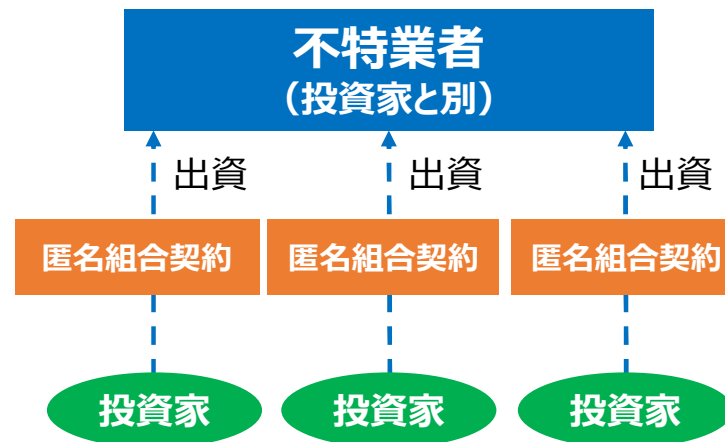
- 近年、区分所有建物を投資家に小口販売し、一括借上後転貸して建物全体賃料をプールし分配する事業が見られる。
- 現行法では明確に規定された契約種別ではないが、既存の不動産特定共同事業契約に類似するものであり、投資家保護の必要性が高いことから、規制対象とすべきか検討する必要がある。

不動産特定共同事業契約の類型

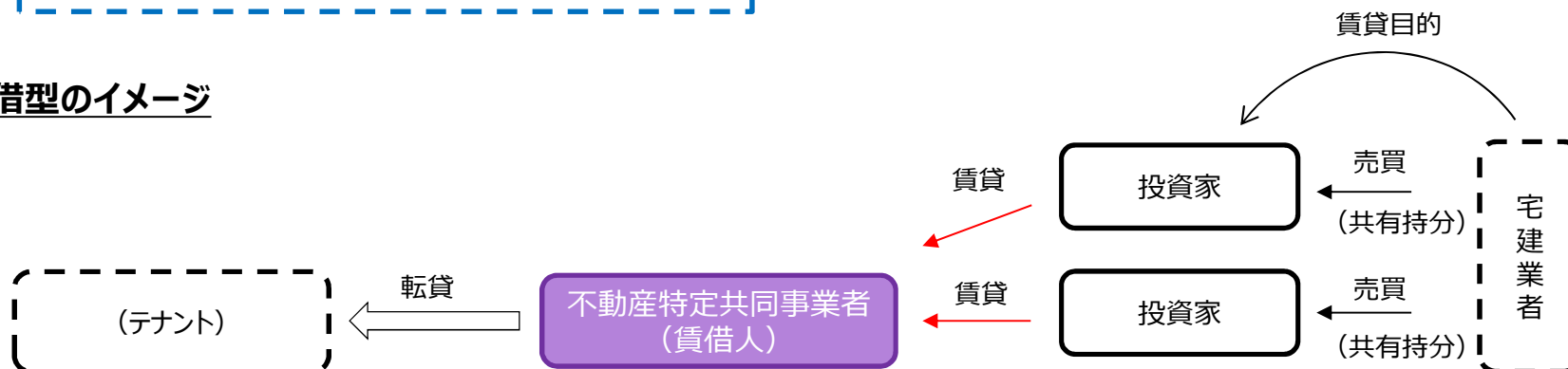
任意組合型のイメージ



匿名組合型のイメージ



賃貸借型のイメージ



今後の取組の方向性

不動産特定共同事業法の対象とすべき区分所有不動産投資契約を規定することを含め検討

- その際、単に区分所有権を転貸する契約まで不動産特定共同事業契約に含まれるものとするれば、規制の対象が広がりすぎる懸念されるため、一定の共同事業性のある契約に限ることが妥当であると考えられる。
- また、不特法は、不特定多数の投資家が関係するような商品を規制の対象としており、既存の不動産特定共同事業契約と同様に、事前販売を伴うものに限る必要があるものと考えられる。

区分所有不動産投資契約のイメージ



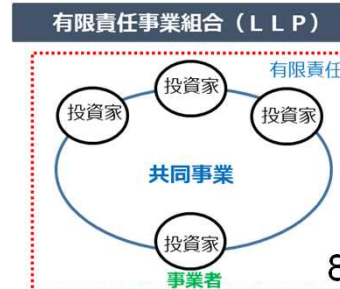
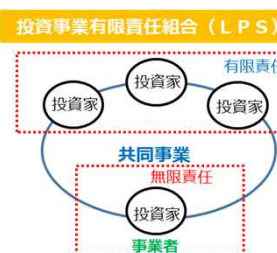
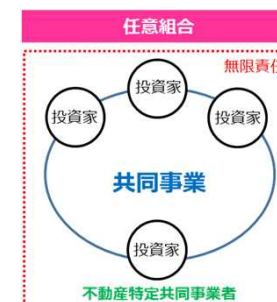
背景・目的

- 任意組合型の不動産特定共同事業への出資実績は増加傾向にあるが、投資家が無限責任を負うため、個人投資家が投資しづらい側面がある。
- このため、任意組合型同様の共同事業性を持ち、有限責任を負う既存スキーム（＝LPS・LLP）の活用可能性を検討する必要がある

今後の取組の方向性

不特法の1号事業者の投資対象、あるいは特例事業者にLPSを含める等して、LPSの投資対象として不動産を含めることの具体的メリット、活用手法等に関する議論を開始することを検討

- LPSは、任意組合に比べ、投資家が有限責任となること、また、組合組織の存在が登記されることにより投資家に対して所有権の移転を客観的に説明しやすくなるというメリットがあることから、不動産特定共同事業においてLPSを活用することについては一定のニーズがあると考えられる。
- 一方、LLPは、全組合員が業務執行に加わることとなり、任意組合に比べ、事業に係る意思決定に当たり原則全員の同意を得なければならないというデメリットが発生することから、不動産特定共同事業におけるLLPの活用ニーズは低いものと思われる。
- ただし、これらのメリットがどのような場面で発揮されるのか等については、必ずしも議論が進んでおらず、まちづくりや地域活性化のための投資促進などを含めた具体的な活用手法を検討する必要。

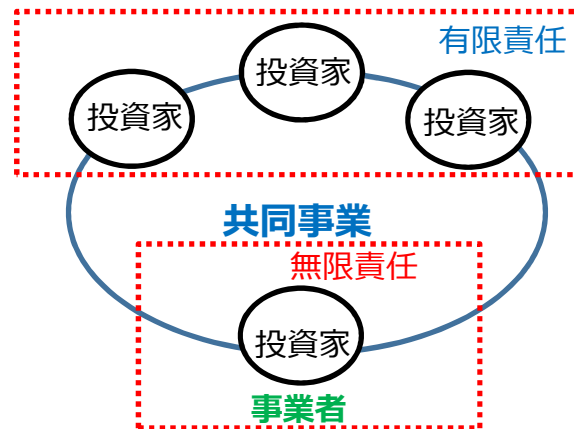


任意組合と比較した場合のLPS・LLPのメリット・デメリット

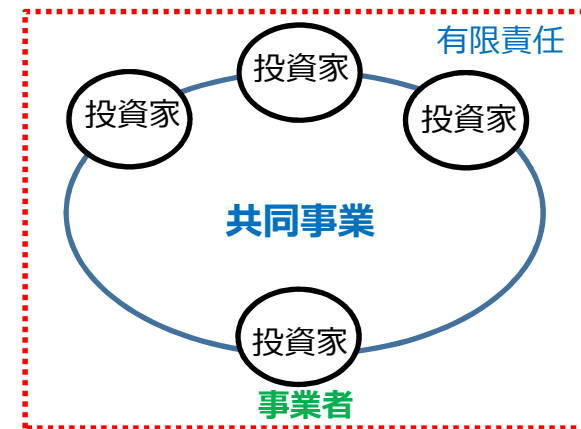
| | メリット | デメリット |
|-----|---|---|
| LPS | <ul style="list-style-type: none"> ● 投資家は有限責任 ● 組合組織の存在が登記されるため、投資家に対して所有権の移転を客観的に説明しやすい | <ul style="list-style-type: none"> ● 清算終了の登記の際に全組合員から同意を得なければならない |
| LLP | <ul style="list-style-type: none"> ● 投資家は有限責任 ● 組合組織の存在が登記されるため、投資家に対して所有権の移転を客観的に説明しやすい ● 投資家ごとに、多様な商品を組成することができる | <ul style="list-style-type: none"> ● 全組合員が業務執行に関わることとなり、意思決定に当たっても原則全員の同意を得なければならないことから、柔軟な運営がしづらい |

- ❑ 投資家が有限責任を負いつつ、共同事業を行うスキームとしては、L P S・L L Pがある。
- ❑ L P Sの場合、事業の範囲がL P S法上定められており、不動産への投資は原則できないこととされている。
- ❑ また、L L Pの場合、業務執行に関する意思決定は、原則として総組合員の全員一致で行うこととなる他、各組合員は業務執行に参加しなければならない（出資のみの組合員は排除される）こととされている。

投資事業有限責任組合（L P S）



有限責任事業組合（L L P）



背景・目的

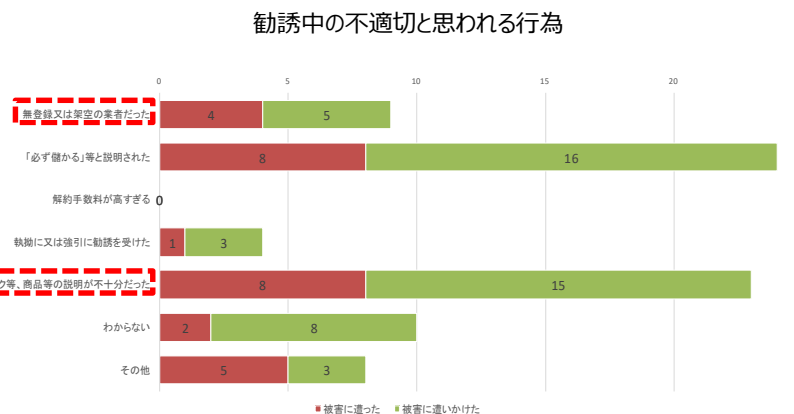
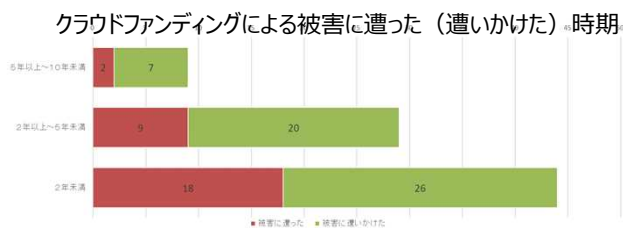
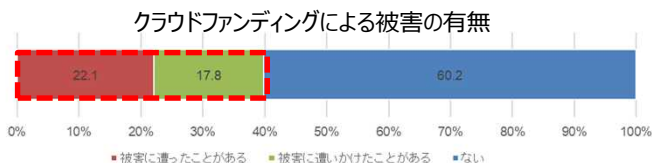
- 不動産特定共同事業法上、自己が契約の当事者となるか等の別及び契約の種別のみが広告記載必須事項とされている。
- 架空業者からの勧誘や、商品等リスクの説明不足により、投資被害に繋がっている例が見られるため、広告の段階から、事業者の名称及び許可（登録）番号、商品リスク等についての記載を義務付けることについて検討する必要がある。

個人投資家への不動産投資に関するアンケートの結果概要

(※) 融資型クラウドファンディング（ソーシャルレンディング）の他、不動産特定共同事業法に基づく不動産クラウドファンディング等、インターネット上で投資家から少額の資金を幅広く募る資金調達仕組みをいう（寄付型、購入型を除く）。

■ 調査手法：インターネット調査 ■ 収集サンプル数：20,015サンプル

- インターネットの普及を背景に、クラウドファンディング（※）による被害に遭った（遭いかけた）件数は増加傾向にある。
- 業者による勧誘中の不適切な行為については、「必ず儲かると説明された」「投資リスクの説明がなかった」等、商品説明が不十分との指摘が多い。この他、無登録・架空業者による手口も見られる。



今後の取組の方向性

不特法が、これら不当勧誘の中でどの程度のウェイトを占めるかは引き続き精査が必要だが、広告において、事業者の名称、許可（登録）番号、商品リスク等の記載をすることを含め検討

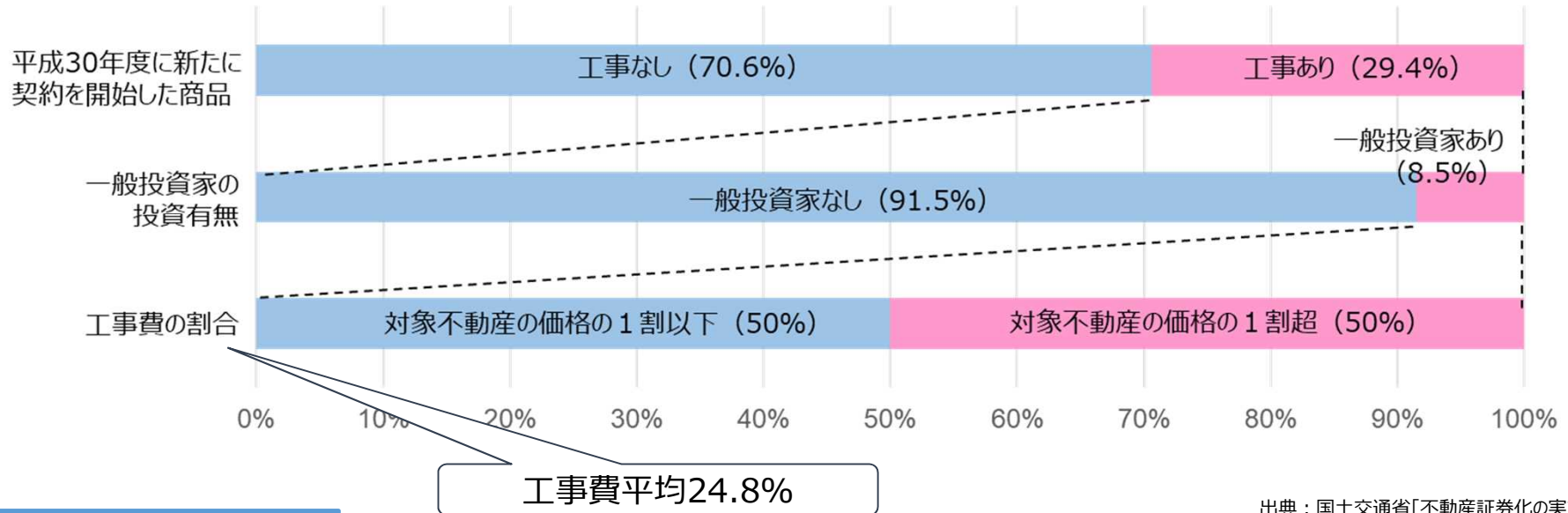
一方で、喫緊の対応としては、国土交通省HP等において不動産投資における注意喚起を行うこととする。

- 広告における商品リスクの表示内容については、金融商品の販売等に関する法律に準じたものとするを基本として検討する。

背景・目的

- 特例事業では、工事費用が対象不動産の1割を超えるものは一般投資家の投資を制限しているが、1号事業には制限が無い。
- 平成30年度に新たに契約を開始した一般投資家から投資を募る1号事業の商品のうち、工事を行っているものの50%で対象不動産の価格の1割を超える工事を実施しており、工事費の平均は対象不動産の価格の24.8%であった。
- 特例事業は、SPCを活用するため、開発リスクの影響を受けやすい面があるが、不動産特定共同事業そのもののリスクに限られており、他業からの倒産隔離という観点からは、1号事業よりも優れたスキームであると考えられるところ、一般投資家の特例事業への投資をより促進するため、特例事業の一般投資家制限の緩和について検討する必要がある。

1号事業における工事実施状況・一般投資家投資状況



出典：国土交通省「不動産証券化の実態調査」

今後の取組の方向性

勧誘時の広告記載事項として事業のリスク記載の義務付けのほか、忠実義務の導入可能性、工事後の鑑定評価取得義務付けの可能性を含めた、必要な検討を行った上で、特例事業の一般投資家制限を一定程度（3割程度）まで緩和することが可能か検討

- 商品リスクの表示内容については、金融商品の販売等に関する法律等に準じたものとするを基本として検討することとする。

背景・目的

- 不動産特定共同事業法において、不動産特定共同事業とは、出資を募って不動産を売買・賃貸等し、その収益を分配する事業であるとされている。当該定義に除外規定はないことから、投資家に対し不動産の売買・賃貸等収益の分配が少しでも行われ得る場合には、不動産特定共同事業に該当することとなる。
- 近年、現物の不動産に付随した取引・サービスが多種・多様化する中で、現物の不動産の取引の有無のみに着目し、不動産の売買・賃貸等収益の分配が少しでも行われ得る場合において不動産特定共同事業の許可を求めることとすると、事業者にとって負担が重いことも想定されることから、不動産特定共同事業の範囲について、どこまでが適切かを検討する必要がある。

今後の取組の方向性

不動産に付随した収益でありながら、不動産取引以外から得る収益を分配する場合に、不動産特定共同事業法に該当するか否かについて、個別事例を検証の上で、事業者にとって紛らわしくない解釈を示し、公開する方向で検討

不動産特定共同事業に該当しないケースのイメージ



【あまみ温泉 南天苑ファンド】

- 旅館の離れを露天風呂付き客室に改装して運営。
- 投資家への分配には、宿泊施設事業の売上の一部が充てられており、不動産特定共同事業法の定める「不動産取引」から生ずる収益が含まれていないことから、不動産特定共同事業には該当しない。



【伊根 油屋の舟屋「雅」】

- 舟屋をカフェ・宿に改装して運営。
- 投資家への分配には、飲食店事業・宿泊施設事業の売上の一部が充てられており、不動産特定共同事業法の定める「不動産取引」から生ずる収益が含まれていないことから、不動産特定共同事業には該当しない。

出典：ミュージックセキュリティーズ(株)「セキュリテ」ウェブサイト

背景・目的

- 1号事業者は、不動産特定共同事業以外の事業を行う場合があるが、その事業の範囲は多岐に亘っており、今後もその範囲が拡大していくことが想定される。
- 不特法上、1号事業者に対し、他業の実施に際して特段の制約はないが、他業の業績不振により1号事業者が倒産した場合、不動産特定共同事業の対象不動産は債権者の差し押さえ対象となり、投資家に対し影響が生じるおそれがあることから、どのような規制のあり方が適切か、検討する必要がある。

1号事業者の他業実施状況の例

<施設運営と密接に関係があると思われるもの>

- ・ 発電事業
- ・ 介護事業
- ・ スポーツ施設経営
- ・ IoT事業（スマートホーム、宿泊業管理アプリ）

<金融関係>

- ・ デーリング、トレーディング業務
- ・ 投資銀行業務

今後の取組の方向性

財産管理報告書の記載事項として、他業実施状況を加えることを含め検討

- 不動産特定共同事業のうち、他業と複合的に事業を行うケースが想定されるため、投資家に対する情報開示が重要となる。その際、
 - ・ 施設運営と密接に関係があると思われるもの
 - ・ 他業全般の業況
 - ・ 不動産特定共同事業との資産の分別管理の状況等に留意する必要がある。
- 他業の実施状況の記載内容については、有価証券報告書等、既存の開示情報の内容を基本として検討することとする。

背景・目的

- 不動産特定共同事業法において、特例事業は不動産特定共同事業を「専ら行うことを目的とする法人」が行うものと定義されている。
- また、「不動産特定共同事業の監督に当たっての留意事項について」（以下「監督留意事項」という。）において、特例事業者は「不動産特定共同事業に付随・関連して資産を取得する行為」の範囲内においては資産を取得することができる旨記載している。
- 近年、現物の不動産に付随した取引・サービスが多種・多様化している上、環境への配慮の観点から、建物の上に太陽光パネルを設置し発電する等、自然エネルギーを使用する不動産への関心が高まりつつあることから、投資家保護の観点に留意しつつ、特例事業者が行うことができる事業の範囲について検討する必要がある。

不動産特定共同事業に付随・関連して資産を取得する場合のイメージ



付随・関連して取得する場合



出典：日本プロジスリート投資法人HP



付随・関連して取得しているとは言えない場合



出典：タカラ・レーベンインフラ投資法人HP

今後の取組の方向性

不動産特定共同事業に付随・関連した資産の許容範囲例示を検討

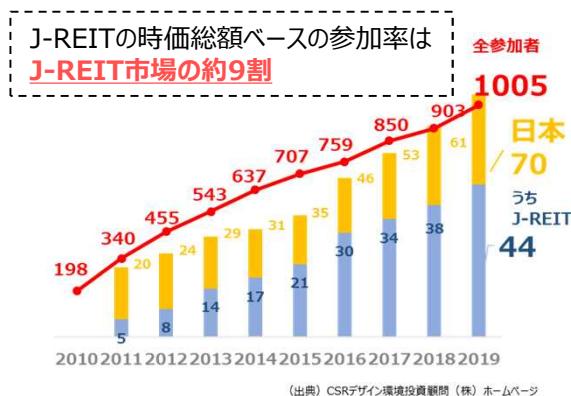
- ESG投資を含めた社会的要請に対応した事業のうち、不動産特定事業に付随・関連するものとして適切であると認められるものについて、法令解釈を示すことが重要である。

2.不動産と社会の関わりを捉えた規制の適正化 (4)ESG情報の開示について

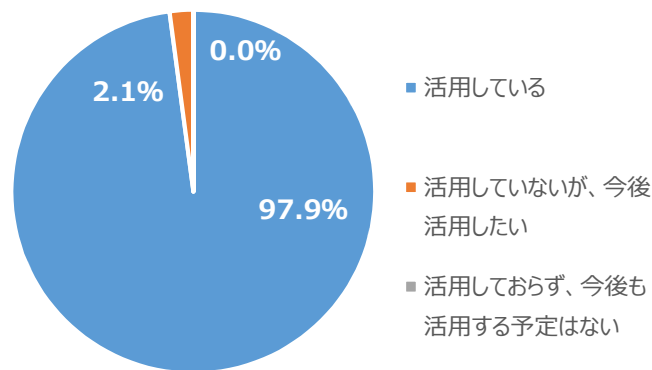
背景・目的

- 近年、欧米諸国をはじめとして、投資家が投資先に対してESG（環境・社会・ガバナンス）への配慮を求める国際的な動きが拡大している。
- GRESB（不動産企業・ファンド単位のESGに係るベンチマーク評価）への調査参加者数は年々増加しており、世界各国で1000企業以上が参加。我が国では、海外からの投資を受けるJ-REIT企業を中心に参加企業数が増大している。
- 一方で、不動産特定共同事業者におけるESG情報の開示は、あまり進んでいない。

GRESB調査（2019年）参加者数

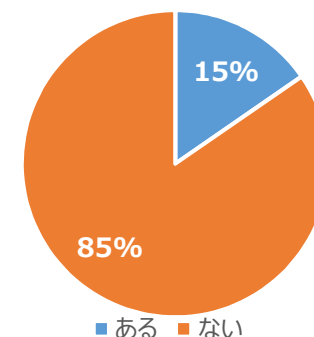


ESG情報を投資判断に活用している機関投資家の割合



出典：ESG投資に関する運用機関向けアンケート調査（経済産業省） 令和元年12月

第3号事業者・適格特例限定事業者のESG情報の開示有無



出典：第3号事業者・適格特例投資家限定事業者に対するアンケート調査（国土交通省）

今後の取組の方向性

不動産特定共同事業者のうち、ESG情報の開示に積極的に取り組む事業者を参考となるよう、ESG情報の開示に関する参考資料（ガイダンス）を策定することを検討

ESGに関し開示が推奨される事項の例

- ESG方針の有無及びその内容
（法令の遵守と組織体制の整備、省エネルギーとCO2排出削減等）
- ESG課題に関する責任者
- ESG課題についての経営陣への報告プロセスに関する定めの有無及びその内容・報告頻度
- ESGに関する基準・原則の採択や認証取得の状況
（PRI署名状況、GRESB参加状況、環境認証取得状況等）

背景・目的

- ブロックチェーン技術の進展に伴い、金商法が改正され、第2項有価証券がトークンに表示されることで、第1項有価証券として扱われることとなった。
- 不動産特定共同事業でもトークンを活用した事業が展開される可能性があり、投資家の投資促進を図る観点からも、トークンの取扱いに関する制度検討が必要である。

不動産を対象とするトークンに関する主な動向

| | |
|------------------------------------|---|
| フィンテックアセット マネジメント(株) 等 | <ul style="list-style-type: none"> • セキュリティトークンを用いた不動産証券化実証実験を開始。 • 不動産証券化における新たな資金調達手法として、セキュリティトークンのビジネス面の有用性を検証。 |
| 三菱UFJ信託銀行(株) 等 | <ul style="list-style-type: none"> • 「ST (Security Token) 研究コンソーシアム」を設立 • STとSmart Contractとの組み合わせ、また将来的に社会実装が見込まれる外部のProgrammable Moneyとの連携により金融取引をプログラムベースで稼動可能にすることを目指す。 |
| 一般財団法人 日本STO協会 | <ul style="list-style-type: none"> • 証券会社を中心に証券業に係る知見を結集し、我が国におけるSTOのビジネス機会を模索・実現させていくとともに、不公正取引やマネー・ローンダリングなどの違法行為を防止し、法令遵守や投資者保護を徹底させることを目的としている。 |
| 一般財団法人 日本セキュリティトークン協会 (JSTA) | <ul style="list-style-type: none"> • セキュリティトークンの知見を集約し、セキュリティトークンエコシステムの健全な発展を中立的な立場で推進する。 |

ブロックチェーン技術活用の主なメリット・課題 (事業者等との意見交換等を通じたもの)

【想定されるメリット】

- 簡易に取引されることによる流通性の劇的な向上。
- 「改ざん不能」の特性を生かしたコンプライアンスの確保。
- 投資家に対する賃料収入の管理、配当計算等の自動判別・自動執行が可能。
- クロスボーダーの資金調達の道が開ける。

【課題】

- トークンの移転をもって、有価証券や不動産の対抗要件を具備することはできない。
- トークンを発行し、流通・管理させるためのコストが必要（不動産特定共同事業の事業規模で、ペイするかどうか判然としない。）
- 「改ざん不能」であったとしても、不動産及び事業者が不正ないしなりすまし等を行っている場合に、それらを把握・対応する措置が判然としない。

今後の取組の方向性

各国の最新動向を把握する一方、現在、その技術の検証段階にあるトークン発行による資金調達に必ずしも限定せず、不動産に係る新技術の動向について、投資家保護・適切な投資促進のために必要な制度的措置を順次実施することを検討

- 例えば、必ずしもトークン技術によらなくても、AIや電子上のやり取りを行うことにより、賃料管理や配当分配について、技術革新が起こる可能性がある。
→ 監督当局として、それらの資金管理技術等に対応した監督の実施可能性を検討する必要。
- 市場動向・関係法令の改正動向を踏まえつつ、必要な部分から制度の検討を進めることとする。