

不動産共同投資と投資信託

—ドイツの不動産ファンドを中心として—

山田 剛志

目次

I 問題の所在

II ドイツ公開不動産ファンドの実際

1. ドイツ投資信託および不動産投資信託の概略
2. 公開不動産ファンドの現状——*Despafund* を中心に
3. 公開不動産ファンドの検討

III わが国の不動産共同事業法と投資信託

1. わが国の不動産共同事業法による不動産投資
2. 「不動産共同投資」に対するドイツ法からの法的示唆と検討

I 問題の所在

不動産の価格の下落が続いている。そのため何とか新しい資金の供給先が求められているが、最も有望な資金の供給先の1つが個人投資家である。個人投資家が不動産に投資を行うためには、通常何らかのスキームが必要となる。なぜなら個別の個人投資家の資金量と比較すると、対象となる不動産事業が必要としている資金量は圧倒的に多いからである。

そのため様々ないわゆる「不動産証券化」⁽¹⁾の方法が模索されてきたが、わが国の場合は厳密な意味では不動産の証券化ではなく、不動産の小口化にすぎない⁽²⁾。法的に問題なのは、米国における証券 (securities) とは異なり、小口化証券は「有価証券」に該当しなかったことである⁽³⁾。そのため不動産小口化商品には、証券取引法の適用はなく、多数の小口投資家保護が最大の問題となる。従前の不動産投資商品の中には、投資家への情報開示が十分ではなかったり、バ

ブル経済の崩壊により事業が破綻したり、あるいは計画そのものに問題があったために、個人投資家に被害が生じたケースが少なくなかったからである。

そこで立法的な投資家保護の必要が生じるわけであるが、小口投資家から資金を集めてファンドを創り、その資金をある資産に投資をする方法は、不動産に対するもの以前にいくつかのものに対して立法化がなされていた。例えば、1993年4月には一定の商品に対して、「商品投資に関わる事業に関する法律（いわゆる商品ファンド法）」が施行された⁽⁴⁾し、リース債権や割賦債権の小口化に関して、「特定債権等に関わる事業の規制に関する法律（いわゆる特定債権法）」も1993年6月に公布された⁽⁵⁾。その中で不動産の小口化証券に対する立法が最も遅れたが、1995年4月1日に「不動産特定共同事業法」が施行された。不動産小口化商品は1987年から供給されていたが⁽⁶⁾、ようやく事業内容に対して一定の規制が及ぶようになった。しかしながら投資単位や換金性の問題等、投資家にとっての問題点も完全に解決されたとはいえない。

他方諸外国でも、不動産共同投資はすでに有力な投資対象になっている例も少なくない。例えば米国では、REIT (Real Estate Invest Trust) と呼ばれる信託的投資や無限責任のパートナーシップ方式による投資など様々な投資方法が存する⁽⁷⁾。しかも1933年証券法2条1項の「有価証券」の概念は広く解されており、公募による不動産小口化証券は同法が規定する有価証券となる⁽⁸⁾。発行残高を見ると米国の1994年の発行残高は約3.5兆円であるが⁽⁹⁾、しかしドイツの発行残高は投資信託だけで約4兆円となり世界最大である⁽¹⁰⁾。

わが国の不動産共同事業を考える上でドイツの投資信託方式は、わが国の前述の換金性の点や投資単位の問題を考える際に非常に参考となる。しかしドイツの不動産共同投資、特に投資信託に関する研究は従来あまり盛んに行われてきたとはいえない。そこで本稿ではドイツの不動産共同投資を、特に具体的な不動産投資信託ファンドを題材にして検討し、その上でわが国の不動産共同事業法を投資家保護の観点から検討することにしたい。

- (1) この場合の「不動産の証券化」という言葉は、厳密な意味では正しくない。なぜなら不動産の証券化が盛んに行われている米国では、不動産共同所有持分の証

不動産共同投資と投資信託

券化、流通市場の存在、持分証券の証券的な取引規制という条件が揃っているからである。つまり持分証券が証券諸法の対象となっていることである。なお詳細は、田村幸太郎『不動産証券化の法的基礎』（勁草書房、1994年）233頁参照。

- (2) 田村・前掲書12頁以下。
- (3) 証券取引法2条にいう「有価証券」に関しては様々な見解の対立がある。なおわが国の証券取引法の下では従前は「有価証券」は限定列举と解されており、この点平成4年証券取引法改正によって政令による追加を可能とすることにより対応が図られた。龍田節『証券取引法I』（悠々社、1996年）70頁以下参照。
- (4) 商品ファンド法研究会編『商品ファンド法の手引き』（大蔵省財務協会、平成4年）17頁以下。
- (5) 資産流動化研究会編『特定債権法』（商事法務研究会、平成6年1月）3頁以下。
- (6) 不動産シンジケーション協議会『不動産共同投資ハンドブック95年度版』7頁。なお不動産シンジケーション協議会とは、大手の不動産会社を中心に不動産共同投資事業の発展のために設立された団体である。
- (7) 鈴木豊監修『アメリカ不動産投資』（中央経済社、1988年）88頁以下。
- (8) 鈴木・前掲書102頁～103頁。
- (9) 不動産シンジケーション協議会・前掲書26頁参照。
- (10) Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften（以下BIVと略記する）、*Investment* 96, S. 63.

II ドイツ公開不動産ファンドの実際

1. ドイツ投資信託および不動産投資信託の概略

現在ドイツ国内で営業されている投資信託は、いわゆるオープン・エンド原則を採用した契約型の投資信託である。⁽¹¹⁾すなわちドイツでは米国と異なり、会社型の投資信託ではなく、日本と同じ契約型の投資信託である。したがって、ドイツでは、投資会社は大衆投資家から集めた資金を特別財産(Sondervermögen)として、自己の財産から分離して保管しなければならない(投資会社法(Kapitalanlagegesellschaftengesetz)1条および6条。以下本稿ではKAGGと略記する。)。そしてこの特別財産を運用するのが投資会社(Kapitalanlagegesellschaft)であ

り、実際に管理するのが受託銀行 (Depotbank) である。この点は、日本における投資信託の構造と共通している⁽¹²⁾。この特別財産における持分権 (Anteilrecht) が、持分証券 (Anteilscheine) という有価証券に化体されユニバーサルバンクを通じて、大衆投資家に販売される⁽¹³⁾。この持分証券は、わが国では投資信託における受益証券に相当する。

投資会社は、こうして集められた資金を特別財産としてプールしておき、様々な投資対象に対してそれぞれの投資目的に合致するように投資をする。その投資対象により特別財産を分類すると次のようになる⁽¹⁴⁾。すなわち有価証券特別財産 (Wertpapier-Sondervermögen, KAGG 8条以下)、参加特別財産 (Beteiligungs-Sondervermögen, KAGG 25 a 条以下) および不動産特別財産 (Grundstücks-Sondervermögen, KAGG 26条以下) の3つのほかに、1994年にいわゆる第二金融市場促進法 (Zweite Finanzmarktförderungsgesetz) により、わが国のMMFに相当する金融市場ファンドの組成が認められた⁽¹⁵⁾。このようにドイツのファンドの種類は大きく分けて4つになる。

また有価証券特別財産は、対象をドイツ証券取引所 (Börse) 等に上場されている有価証券に限っており (KAGG 8条)、その意味で投資家保護を図っている。それに対し参加特別財産は、第五財産形成法の一貫として勤労者に新たな投資機会を提供するために作られたものであり、1986年の法律改正により新たに認められたファンドである。これは特別財産を匿名持分 (stille Beteiligung) として間接的に企業に融資をするものである。この特別財産は発行市場を利用できない企業の持分に限定されており⁽¹⁵⁾、企業の側にも新たな資金調達の道をもたらしたものである。

その他不動産特別財産も存するが、この特別財産は土地以外に様々な土地類似の権利に対しても投資を行っており、通常の有価証券投資とは別に不動産投資のみを行っている投資会社も存在する⁽¹⁷⁾。不動産投資信託については2.で具体例を示しながら、検討することにする。

また有価証券投資信託の中には、通常の証券投資信託である公開ファンド (Publikumsfonds) の他に、わが国の私募ファンドに相当する持分者が少数しか

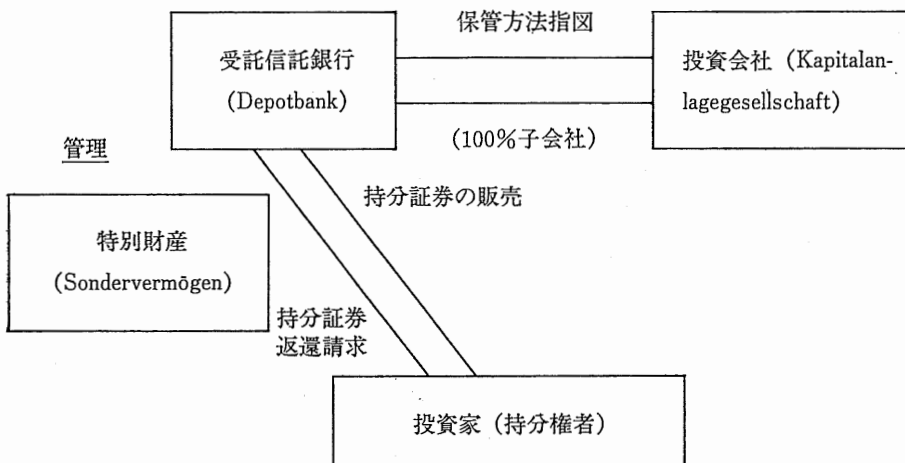
不動産共同投資と投資信託

存在しないスペシャルファンド (Spezialfonds) が存在する。スペシャル・ファンドとは、「持分証券が、投資会社との合意に基づき、自然人でない10人未満の持分所持人により保有される特別財産であり、投資会社は持分証券を投資会社の同意を得たときのみ持分所持人に移転されるもの」である (KAGG 1条2項)。この規定は1990年改正で設けられたものである。結果としてこの規定は事実として存在していたスペシャルファンドを法的に承認したに過ぎなかった。つまり機関投資家のために、KAGG が改正される前から事実としてスペシャルファンドが存在していたのである。現在このファンドは税法上の優遇措置等の原因により、公開ファンドをやや上回る規模にまで発展している⁽¹⁸⁾。なおこのファンドを利用しているのは、60%が保険会社、30%が年金基金、そして残り10%が各種財団である。

(11) Baur, J., *Investmentgesetz, Kommentar zum Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften und zum Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investanteile*, 1970, S. 9 ff.

(12) ドイツの投資会社は、日本における投資信託委託会社に相当する。証券投資信託法12条によると、ドイツにおける受託銀行 (Depotbank) に対応して、日本には投資信託委託会社から指示を受けて、集めた資金や買い付けた有価証券等の管

図1

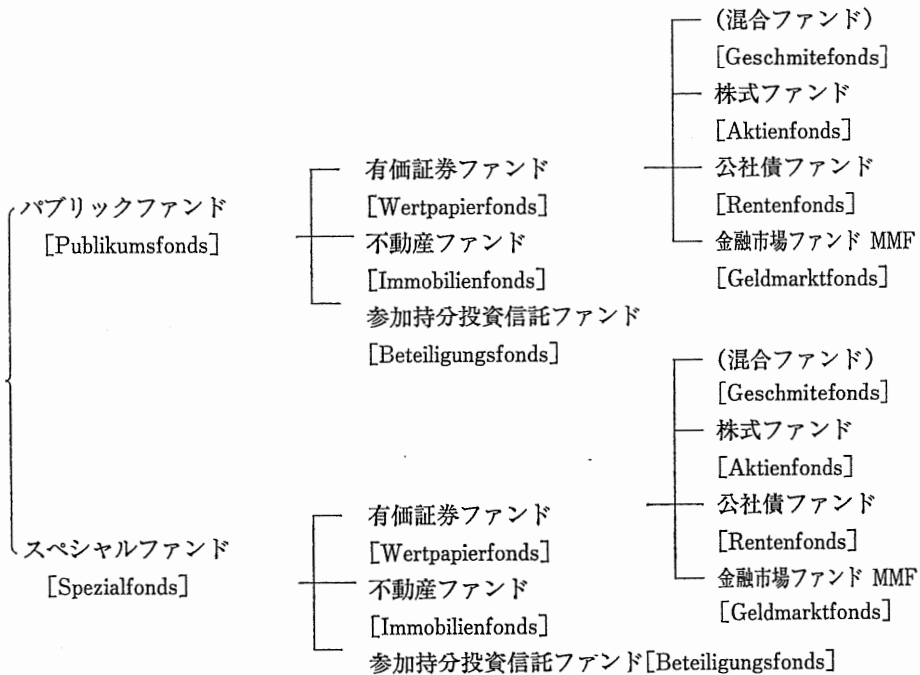


理を行う受託銀行の制度が存する。わが国では信託銀行がこの業務を行う。

ドイツの投資信託の基本的な仕組みは図1の通りである。

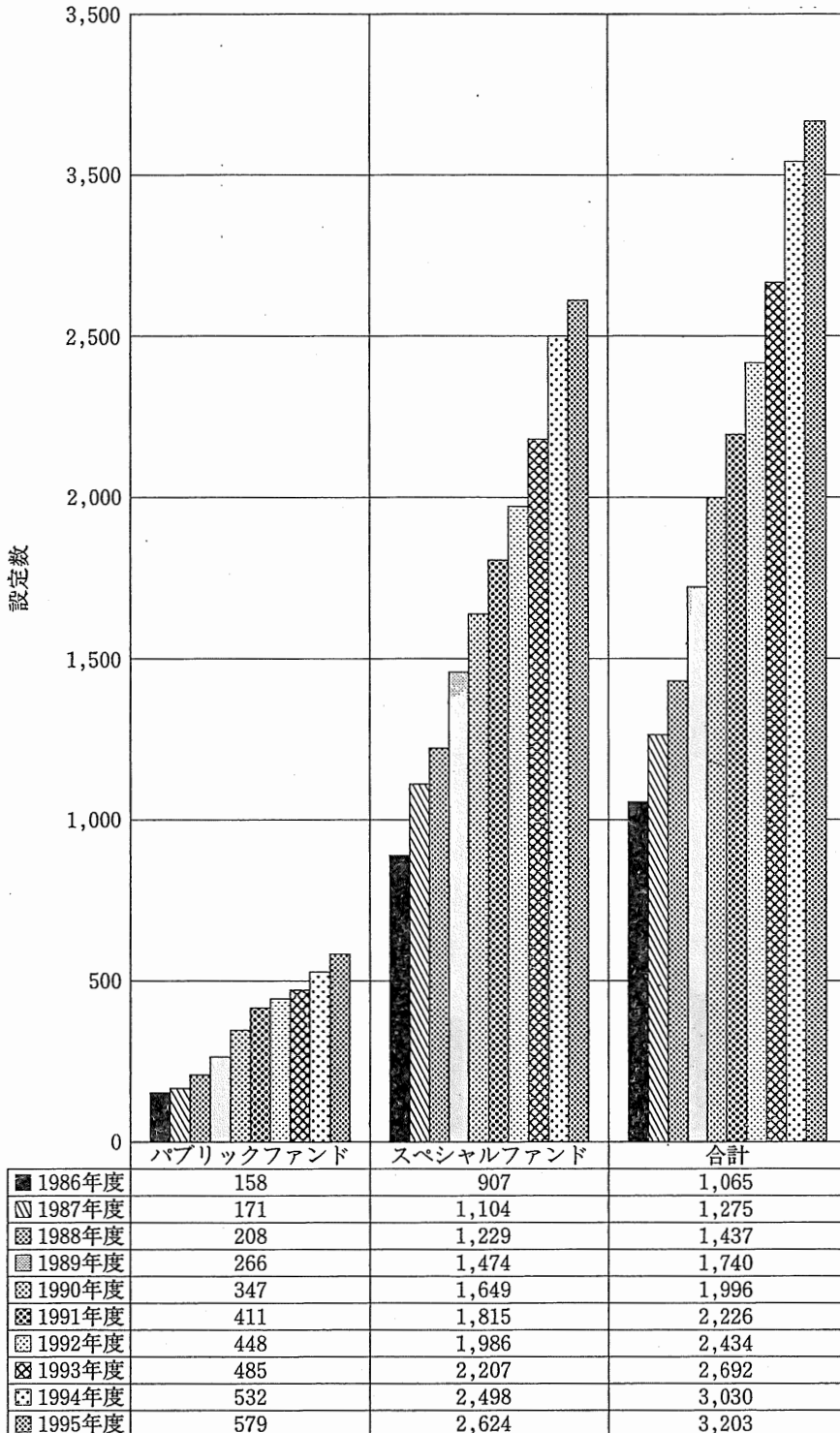
- (13) Assmann, H. D., u. Schütze, R. A., *Handbuch des Kapitalanlagerecht*, 1990, S. 547-558 (Baur). この点については、日本生産性本部・ヨーロッパの投資信託(1965年)等幾つかの邦語文献にも同様の記述がある。特に新井誠「ドイツ法制」落合誠一編『比較投資信託法制研究』(有斐閣, 1996年) 145頁以下が詳しく論じている。
- (14) ドイツの投資信託制度の概況に関しては、後掲図2参照。また Krimprove, *Das Zweiete Finanzmarktförderungsgesets* JZ 1/1994, S. 27 ff. によれば、ドイツ会議では第二次金融市場促進法(Zweite Finanzmarktförderungsgesetz)が審議され、可決された。また‘*Reine Geldmarktfonds werden zugelassen*’, “*Börsenzeitung*” vom 11, Mai, 1944 によれば、同法により、それまでドイツ国内では認められていなかったわが国のMMFに相当する金融市場ファンド(Geldmarktfond)の創設が認められた。これは、今後は投資信託の対象に金融派生商品および短期市場金利連動の商品が認められ、それらに対する49%という上限が外されたことを意味する。

図2

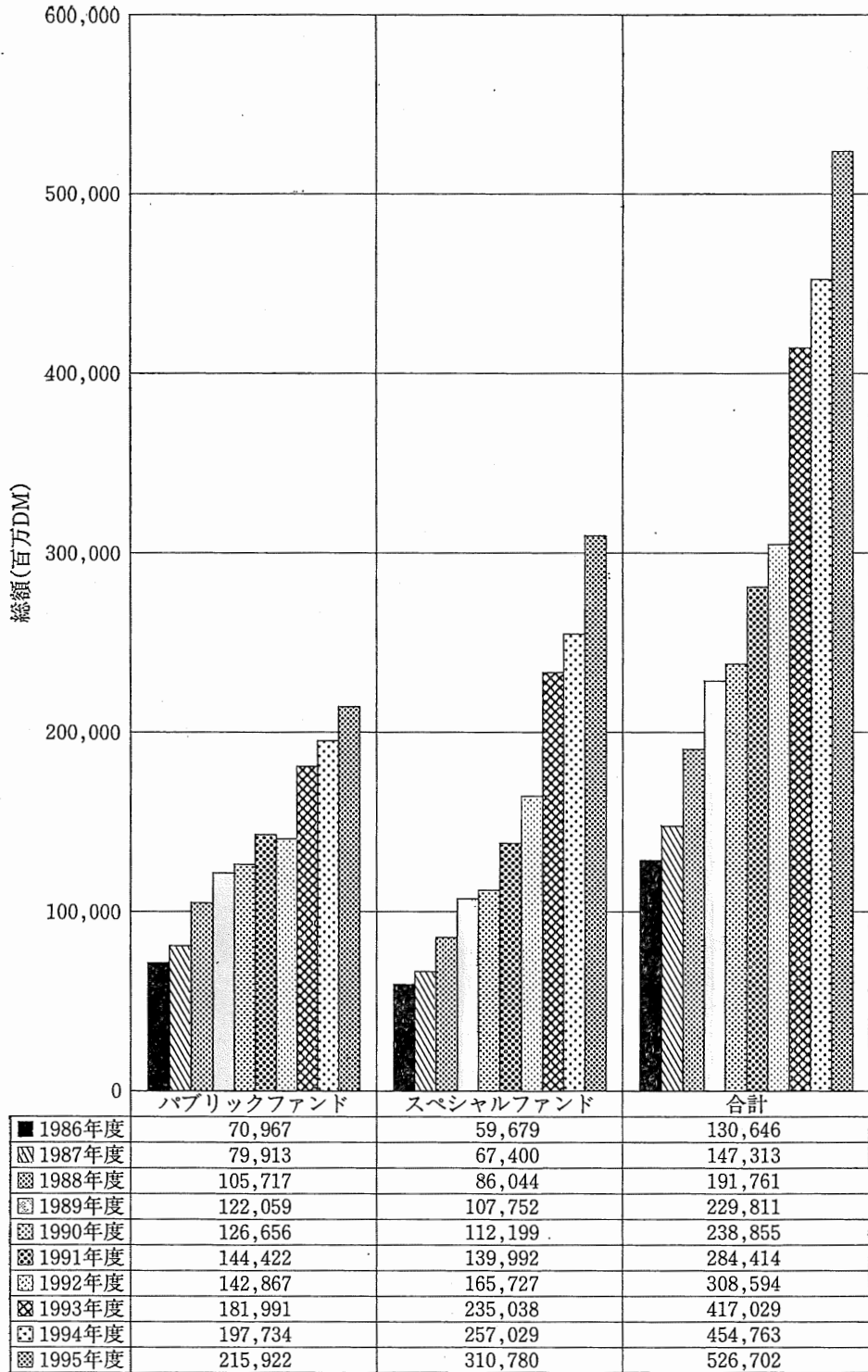


不動産共同投資と投資信託

別表①：ドイツ投資信託のファンド財産の設定数

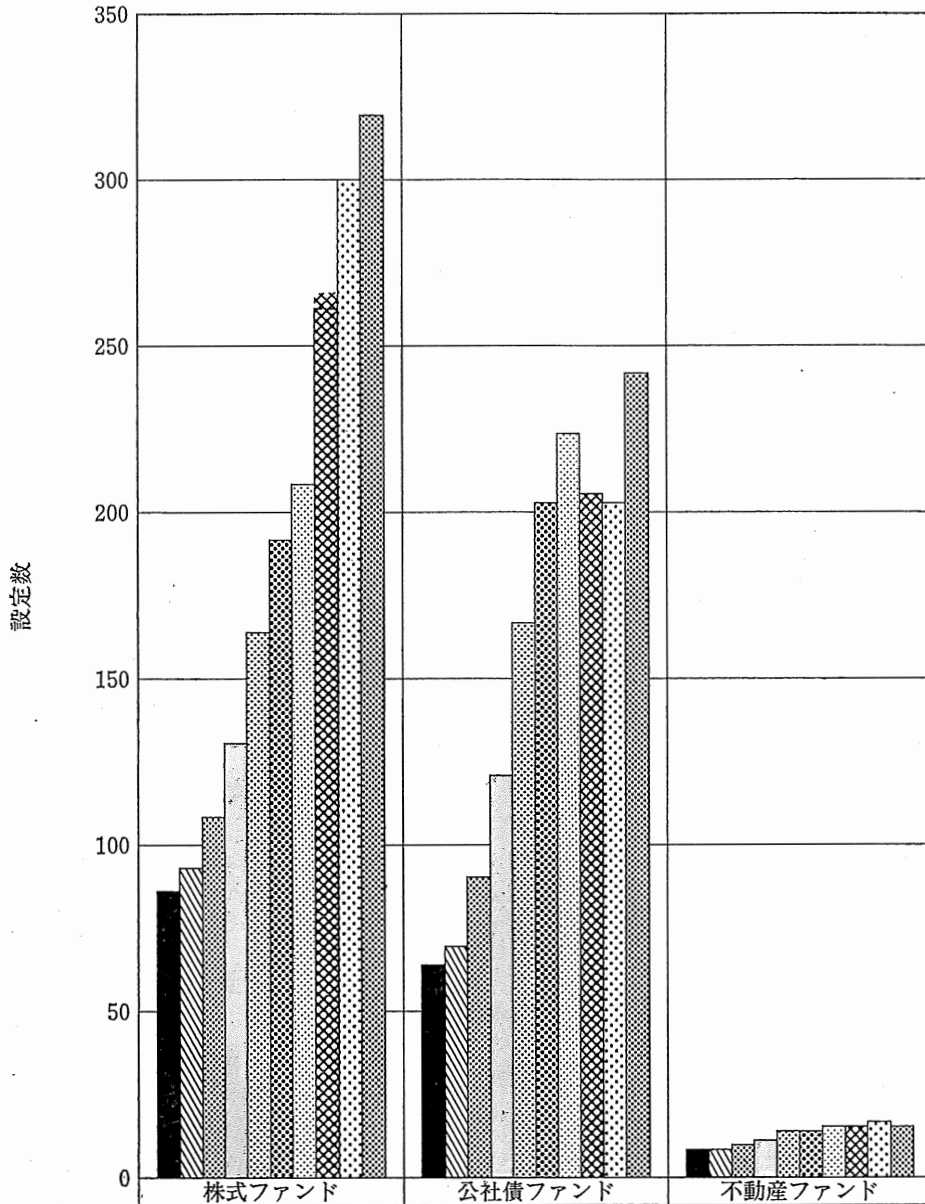


別表②：ドイツ投資信託のファンド財産の総額



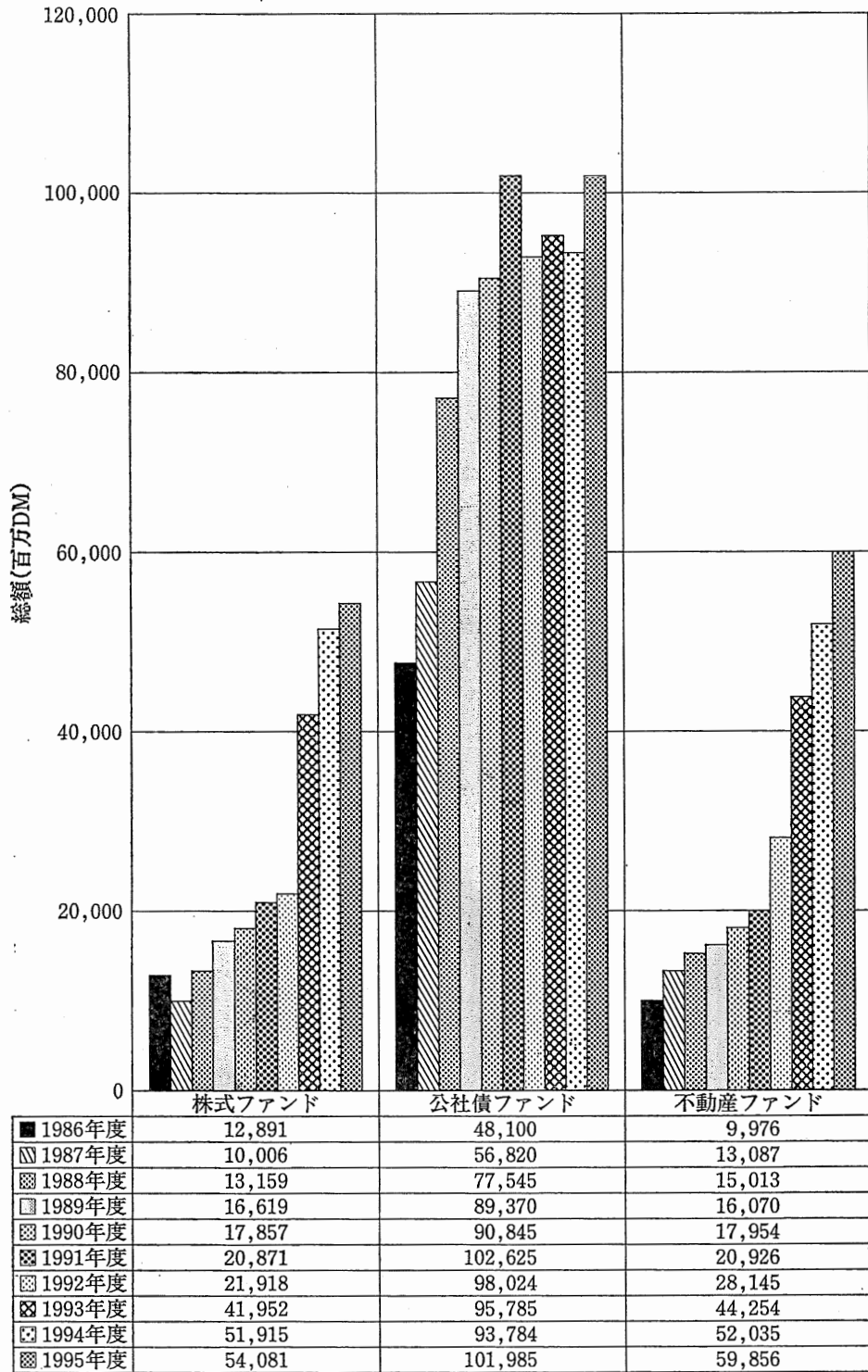
不動産共同投資と投資信託

別表③：ドイツ・パブリックファンドの設定数の内訳



	株式ファンド	公社債ファンド	不動産ファンド
■ 1986年度	86	63	9
▨ 1987年度	93	69	9
▩ 1988年度	108	90	10
▧ 1989年度	132	122	12
▦ 1990年度	165	168	14
▤ 1991年度	193	204	14
▥ 1992年度	209	224	15
▣ 1993年度	263	207	15
▢ 1994年度	299	217	16
□ 1995年度	322	242	15

別表④：ドイツ・パブリックファンドの総額の内訳（百万 DM）



不動産共同投資と投資信託

なお混合ファンドとは、特別財産の対象が株式や有価証券などの複数の種類の対象とを含むファンドである。

- (15) 参加持分特別財産の機能としては、一言でいうとベンチャーキャピタルファンドである。なおこのファンドについては、拙稿「非公開会社の新たな資金調達の可能性について」信託 181 号14頁以下参照。
- (16) Assmann u. Schütze, *a. a. O.*, S. 534-535 (Baur).
- (17) なお河田久通「西ドイツ投資信託の発展とスペシャルファンド (Spezialfonds) について」投信月報 239 号10頁~12頁によると、当然のことながら、スペシャルファンドは1990年以前にも存在していた。
- (18) パブリックファンドおよびスペシャルファンドの規模、並びにパブリックファンドにおけるそれぞれのファンドの規模については、前掲別表①、別表②、別表③および別表④参照。

2. 公開不動産ファンドの現状——*Despafund* を中心に

1. ではドイツ投資信託全体の概観をしたので、2. では具体的にデスパファンド (Despafonds)⁽¹⁹⁾ を題材として通常の不動産投資信託、つまり公開不動産ファンドを検討することにした。

① 法的枠組み

ドイツにおける投資信託は、不動産投資信託も含めて、投資会社法 (KAGG)⁽²⁰⁾ の規制を受ける。投資家は持分証券 (Anteilscheine) の購入の対価として投資会社に資金を払い込む。払込みが終わった段階で投資家は、持分権者 (Anteilinhaber) となる。投資会社は自らの財産と区別して、受託銀行に特別財産 (Sondervermögen) として寄託する。特別財産は、投資家により払い込まれた資金の他に、投資会社の指示によりその資金の対価として購入された目的物により構成される (KAGG 6条1項)⁽²¹⁾。それぞれの不動産ファンドは、対象として不動産を取得するのであるが、リスク分散を徹底させるために、少なくとも10以上の不動産を所有しなければならず (KAGG 28条1項)、しかもそれぞれの不動産価格が特別財産全体価格の15%以下でなければならない⁽²²⁾ (KAGG 28条2項)。ただしこの原則は、不動産ファンドが設定されてから4年が経過したときに、

満たされていけばよい。しかし上限が決められていると、運用先はオフィスや住宅に限られ、大規模なリゾートなどには利用できない可能性が強い点に注意が必要であろう。

投資単位は基本的に 100 DM (1 DMは約70円) が 1 単位である。持分証券は持分権者の投資会社に対する請求権であり、これを表彰した有価証券が持分証券である。持分証券は持参人払式もしくは記名式であり (KAGG 18条1項)、持分権者が換金をして投下資本の回収をするには、次の 2 つの方法が考えられる。①通常の債権譲渡の方法により、相対取引で行い、組織された市場を通さない場合⁽²³⁾、②投資会社に持分証券の買取りを請求する場合 (KAGG 11条2項) がある。換金は通常後者の方法で行われ、特別財産の流動資産の中から新聞に公表されている償還価格が支払われる。

通常の有価証券ファンドとは異なり、不動産の評価は困難な問題である。相場価格がすぐに算定できないからである。そこで不動産特別財産の場合には特に 3 人以上の構成員からなる専門家委員会 (Sachverständigenausschuß) を設置しなければならぬ⁽²⁴⁾。委員会のメンバーは、投資会社とは別の人物で、その選定は銀行監督庁に届出をしなければならない。

また例外的ではあるが、スペシャルファンドの不動産ファンドも存在する。すなわち一定数の機関投資家等がファンドを設定し、主に不動産を対象にして投資を行っている⁽²⁵⁾。なおスペシャルファンドとは投資顧問的なものである。

② 収 益

次に不動産投資信託は実際どのような収入を得ているか。どのくらい収益を挙げているかについてデスパファンドを例にして検討する。

ドイツの不動産ファンドは、リスク分散および換金性のため、特別財産の対象として不動産の他に有価証券を保有する。デスパファンドの場合には、約 55 対 45 の割合である⁽²⁶⁾。

したがってファンド全体の収入に占める割合も、約 5 対 4 である⁽²⁷⁾。

もしデスパファンドがつくられた 1967 年 11 月 3 日に 1 万 DM をデスパファンドに投資したとすると、その持分は 1995 年 9 月 30 日には 69,692 DM になり、単

不動産共同投資と投資信託

純に約30年で年平均5.97%の利回りであったといえる。⁽²⁸⁾なお1995年度の集計によると、デスパファンドは全ての不動産投資信託の中で、最も運用成績が良かった。⁽²⁹⁾

次に収益を考える上で重要な問題である不動産投資信託にかかる税について検討する。投資家の収益に直接関係するからである。

不動産特別財産は、有価証券特別財産と同様に法律上は法人税・所得税および財産税を課せられない (KAGG 44条, 38条)。しかしファンドによる収益で配当支払および費用償還に用いられない資金については、資本財産 (Kapitalvermögen) からの収入に属するものとして、課税の対象となる (KAGG 45条1項)。ただし減価償却費 (Abschreibung) は費用として差し引くことができる。

高額所得のある個人投資家にとっては次のようなメリットもある。すなわち不動産ファンドの収益は、不動産の家賃収入および所有有価証券の利息収入によるものと、保有資産の値上がりによるものの2つに分けられる。このうち個人投資家が保有する受益証券の対象となる保有財産の値上がり益および譲渡益に関する部分については非課税となる。⁽³⁰⁾ある投資家が受益証券を売却した場合には短期譲渡所得として課税されるが、6カ月以上所有した場合には課税されない。つまり不動産ファンドの収入のうち約40%前後が非課税となり、例えば高額所得者の個人投資家が50%の所得税率で税金を納めている場合には、年平均約6%の利回りもこの効果により理論上は8%以上の利回りに相当することになる。

③ 不動産投資信託の特徴

最後に不動産投資信託の特徴を整理することにしたい。まず指摘されるのは、1) 投資信託というシステム上の安全性である。すなわち運用 (投資会社) と管理 (受託銀行) が別個に行われており、ファンド財産は特別財産として KAGG による保管義務に服している (KAGG 10条)。また投資信託はリスク分散の原則を採用しているため、10以上の不動産を所有する義務や、1つの不動産の価格が全体の15%以下にならなければならないという義務がある。不動産の選定等の運用に関しても投資会社の中の専門家があたり、特に不動産投資信託の場合

には専門の投資会社があるため、投資家としては不動産投資の専門家に資金の不動産による運用を委任することができる。

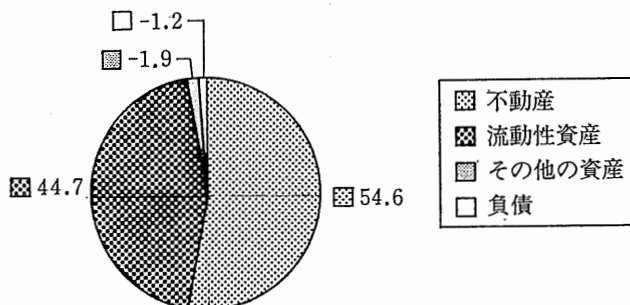
続いて、2) KAGG による立法的な投資家保護が挙げられる。これにはいくつかの要素が考えられるが、まず指摘されるべきなのは、投資会社と投資家との間の契約関係が約款 (Vertragsbedingungen) により規定され、さらに約款の記載内容に関しては銀行監督庁の承認が必要であるという点である (KAGG 15条2項)。同時に持分証券を投資家に販売する際には、投資会社は当該ファンドの内容について記載した販売目論見書 (Verkaufsprospekt) を交付しなければならず、もしその記載内容が誤りである場合には投資会社および販売者等に投資家が支払った金額での引取りを命じている (KAGG 20条1項)。また販売方法についても投資家保護を徹底して、常設の営業所以外の場所で投資家が持分証券を購入した場合には、2週間以内であれば文書で自分の意思表示を取り消すことが認められる (クーリングオフ: KAGG 23条1項)。また投資対象である不動産特別財産に対して、公平な評価を担保するために、投資会社は不動産鑑定士等による専門家委員会による評価を実行させる義務を負っている。さらに投資会社はファンド全体の決算を会計士および受託銀行により検査させ、銀行監督庁に届出をさせ、しかも連邦広告誌に広告をしなければならない (KAGG 25条)。このように投資会社は KAGG により様々な投資家保護上の義務を負っている。

最後に、3) 不動産投資信託の金融商品としての利便性を指摘したい。前述のように不動産投資信託には税法上の優遇措置が認められており、特に高額所得者層には有利な投資である。それ以外の小口投資家にとっても、投資単位が小さく (100 DM)、小口の資金でも不動産投資をすることが制度的に保障されている持分証券は、明確に有価証券であると認められているので、公示催告による除権判決で簡易な手続きが認められている。しかも持分証券の現在価格 (買戻価格) が公告されているので、投資家は自らの持分の現在価値を把握でき、しかも投資家はいつでも買取り・換金を請求できる。

不動産共同投資と投資信託

- (19) BVI, *Investment* 96, S. 84 によれば、デスパファンドは、デスパドイツ貯蓄不動産投資会社 (Despa Deutsche Sparkassen-Immobilien-Anlage Gesellschaft) により、運用されているドイツで第2の規模を誇る公開不動産投資信託ファンドである。なおデスパ貯蓄不動産投資会社は、スペシャルファンドとしての不動産ファンドも運用している。デスパ貯蓄不動産投資会社は、わが国の信組や信金に相当する貯蓄会社 (Sparkassen) の上部金融機関であるドイツ中央振替銀行 (Deutsche Girozentrale) およびドイツ地方自治銀行 (Deutsche Kommunalbank) により、1966年11月29日に設立された不動産投資信託専門の有限会社である。
- (20) 投資会社法は1957年に初めて制定された。当初は特別財産の取得対象は有価証券のみに限定されていたが、1969年改正により取得対象に不動産が加わり、法律上不動産投資信託が可能となった。なお KAGG 第4章以下には、不動産特別財産 (Grundstück Sondervermögen) に関する規定がある。条文の詳細に関しては、拙訳「ドイツ投資会社法・ドイツ外国投資会社法」証券研究第110巻281頁以下参照。
- (21) Despafond, *Annual Report Sep. 30 1995*, p. 9 によると、1995年9月30日現在のデスパファンドの不動産特別財産の資産構成は図3のとおりである。

図3 デスパファンド資産構成
デスパファンド資産構成割合 (%)



1995年9月30日現在のデスパファンドの不動産特別財産の目的物

ファンド資産	金額 (千DM)	割合 (%)
不動産	5,232,422	54.6
1. 住宅用不動産	20,810	0.2
2. 営業用不動産	4,534,697	47.3
3. 混合用途不動産	60,550	0.6
4. 建築中の不動産	616,365	6.4
5. 未建築の不動産	0	0.0
流動性資産	4,290,828	44.7
1. 現金	1,304,377	13.6
2. 有価証券	2,986,451	31.1
その他の資産	180,643	1.9
負債	-114,875	-1.2
1. 資産取得および建築費	-56,986	-0.6
2. 資産運営費	-57,889	-0.6
ファンド資産合計	9,589,018	100.0

出典：BVI, *Investment 96*, S. 62.

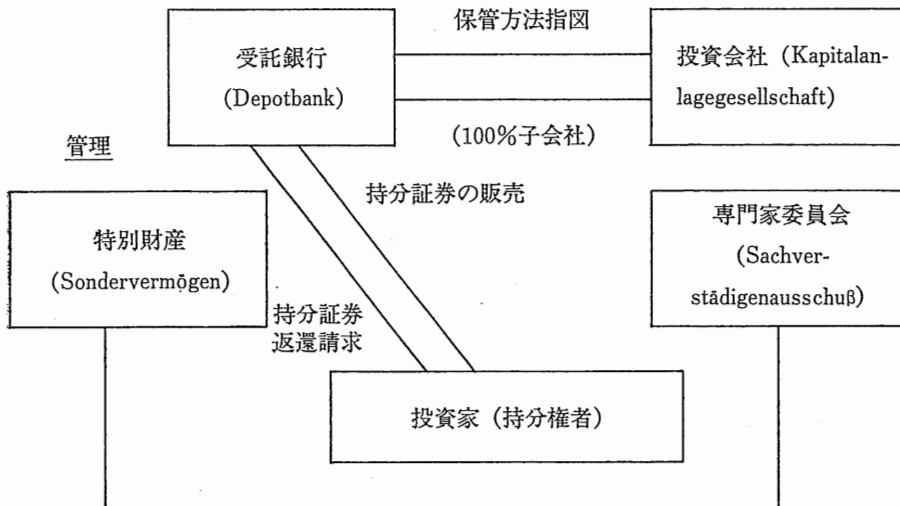
- (22) Despafond, *op. cit.*, pp. 14-16 によると、デスパファンドは、1995年9月30日現在50の不動産を所有している。そのうち4つの不動産はロンドンにあり、それ以外は全てドイツ国内の不動産である。それらを区別すると以下ようになる。またそれらの土地は、オフィス、商店、小売店兼用住宅、医療施設、ホテル、レストランなどに利用されている。

不動産の用法	数
① 商業地	45
② 住居用	1
③ 混合地	4

- (23) 新井・前掲論文（落合編）170頁。
 (24) したがって不動産特別財産の場合には投資信託の構成は図4のようになる。
 (25) BVI, *Investment 96*, S. 58 によると、1995年度のスペシャルファンドのうち、10のファンドは不動産特別財産であり、価格合計は3,866百万DMである。なお具体的には、Kandlbinder, H. K., *Spezialfonds als Anlageinstrument*,

不動産共同投資と投資信託

図 4



1991, S. 108-136 参照のこと。

(26) Assmann, H. D., u. Schütze, R. (hrsg.), *Handbuch des Kapitalanlagerecht*, 1990, S. 4 ff. (Assmann). また日本証券経済研究所「ヨーロッパ証券市場1992年度版」(1992年) 134頁以下にも同様の記述がある。

(27) Despafond, *op. cit.*, pp. 17-19 によると, デスパファンドの1994年10月1日から1995年9月30日までの収益状況は以下のとおりである。

収益・損失の種類	金額 (千DM)
I 収入	545,070
①不動産収入	269,606
②銀行預金等受取利息	65,974
③有価証券受取利息	133,999
④配当	0
⑤その他の収益	75,491
II 費用	88,567
①不動産運営費用	82,739
②相続財産・年金に対する利息	80
③その他の利息支払い	625
④特別資産運営費用(人件費, 受託銀行報酬, 鑑定評価費用)	52,415
⑤外国税	2,708
経常収益 (I - II)	456,503

なおこのほか前年度繰越および次年度繰越を考慮した分配可能収益は 428,138 (千DM) となり、1 ユニットあたりの分配可能額 (税引き前) は、4.5 DM となる。

(28) BVI, *Investment* 96, p. 1.

(29) BVI, *Investment* 96, p. 84.

(30) Carl, D., u. Förster, W., *Das Recht der Investmentfonds*, 1994, S. 129-132, S. 144-145. なお新井・前掲論文 181 頁以下にも同様の記述がある。

3. 公開不動産ファンドの検討

公開不動産ファンド⁽³¹⁾は、投資家保護に関しては以下の様々な点ですぐれている。例えばリスク分散に関しても、最低10以上の不動産を取得し、しかも税法上の控除を目的としていないので、有価証券を特別財産として取得することも可能である⁽³²⁾。建築中の不動産および外国の不動産は、各々10%または20%を超えてはならない。住宅地商業地および混合地を取得することができる。また投資家の有する持分価格に関しても、持分証券の発行および返還価格は、日刊新聞に公表され、投資家は自由に自らの持分を売却することができる。特に目的物の不動産価格に関しては、独立の専門家委員会が KAGG 32条に従い、毎年1回もしくは特別の機会にファンドの目的物ならびに買取りおよび売却価格を評価する。

公開不動産ファンドの構造を簡単に振り返ると、投資会社は、自らに払い込まれた資金を自己の勘定とは別に特別財産を形成する。投資会社は特別財産の勘定で不動産に投資をする。そこから生じた権利は、持分証券に化体される。特別財産の対象物は、ファンドの所有となる。受託銀行が不動産の状態を監視し、その特別財産に属すべき資金および有価証券ならびに不動産を管理する⁽³³⁾。

また KAGG 19条により、約款 (Vertragsbedingungen) の内容や、契約締結時に交付すべき義務について規定されている⁽³⁴⁾。また投資会社が実際に KAGG を遵守しているか否かに関しては、連邦銀行監督庁 (Bundesbankaufsichtamt) の監督が及ぶ。さらに目論見書に関して虚偽の記載をした場合に、投資家は、投資会社だけでなく、その持分を販売したもの等に対しても、その責任を追求

不動産共同投資と投資信託

することが認められている。⁽³⁵⁾

- (31) KAGG の第 4 章 24 条以下が不動産ファンドについて規定している。なお KAGG に関しては、拙訳『ドイツ投資会社法・ドイツ外国会社法』参照のこと。
- (32) Laux, M., u. Ohl, K., *Grundstücks-Investment—Die offenen Immobilien-fonds—*, 1987, S. 128.
- (33) Laux u. Ohl, *a. a. O.*, S. 126.
- (34) KAGG 2 条および 15 条参照。
- (35) KAGG 19 条および 20 条参照。

Ⅲ わが国の不動産共同事業法と投資信託

1. わが国の不動産共同事業法による不動産投資

債権を担保にする「特定債権法」、不動産以外の商品を担保にする「商品ファンド法と並んで、小口投資家を中心とする投資家から集めた資金を共同で不動産に投資する「不動産共同投資法」が、1995年4月1日から施行された。

しかしながらそれ以前にも、1987年から、不動産共同投資商品が投資家に供給されてきた。⁽³⁶⁾ だが従来の商品の中には、投資家への情報公開が不十分であったために、不十分な計画のためもしくは事業事態がバブルの崩壊に伴って破綻したために、多数の投資家に被害を与えたものも少なくない。既存の商品の中には、単純にビルなどの所有権を小口化して分譲したものも少なくなかった。しかしこれでは、投資家保護の点等様々な点で問題がある。

そこで不動産共同投資法により、投資家保護を図りながら、不動産共同投資事業を促進することが企画された。不動産共同投資商品の法的構成として挙げられるのは、①任意組合理型、②匿名組合理型、③賃貸型(共有)および④信託型である。このうち④信託型は、信託業法を適用を受けるので、不動産共同事業法の適用があるのは、前三者のみである。以下それぞれについて条文に即して検討していく。

まず①「任意組合理型」であるが、これは投資家が民法 667 条により組合を設立し、投資家の意思統一を図る典型的な投資手法である。商品の具体的仕組み

は次のとおりである。⁽³⁷⁾ まず、1) 複数の投資家が目的不動産を購入し、2) 同時に投資家は取得した共有持分権を現物出資して共同事業することを目的として組合を設立する。この場合各組員は、委任契約により組合の業務執行組員（理事長）を選出する。これは通常「特定共同事業者」である不動産業者となる。しかしこの場合であっても各組員は、業務の検査権を有する（民法673条）。なおこの際登記名義は、業務執行組員の単独登記とする。続いて、3) 業務執行組員は、土地を利用したいものと土地の賃貸借契約を締結する。4) 業務執行組員は公租や自らの報酬を差し引いた上で、各組員に利益（損失）を分配する。5) 組合契約終了時に、業務執行組員は、目的不動産を処分し、清算を行う。税法上組合には課税されず、組員に配分された収益に対してのみ不動産所得として課税される。

続いて商法上の②「匿名組員型」⁽³⁸⁾を検討する。「任意組員型」と比べ「匿名組員型」は、現物出資ではなく、金銭出資に適していると考えられる。まず、1) 投資家（匿名組員）が営業者（不動産会社）と匿名組合契約を締結し（商法535条）、2) 営業者が出資金により不動産を取得する。3) 営業者は賃貸借契約などを締結し、運用益を投資家に分配する（商法535条）。4) 当事者の意思表示や一定期間の経過により匿名組合契約は終了する。その際に営業者は、不動産を売却し、出資の払戻を金銭で行う（商法541条）。民法上の「任意組合」と「匿名組合」の違いは、出資した財産およびその対価として取得した不動産等は、「任意組合」では組員（投資家）の共有となるが、「匿名組合」では営業者の単独所有となる（商法536条1項）。また「任意組合」では各投資家が組員として組合総会に出席して事業執行の内容を決定するが、匿名組合では執行権はなく、監視権があるにすぎない（商法521条等）。出資方法は民法上は現物出資でもよいとされるが（民法667条2項）、商法上は金銭その他の財産権に限定される（商法542条等）。したがって匿名組合方式の方が、多数の不特定投資家から資金を集めてプロの不動産業者が運用するという不動産証券化の方法には適しているといえる。

第3に③「賃貸型」を検討する。これは最も単純な方法であるが、1) 複数

不動産共同投資と投資信託

の投資家が共同で目的不動産を購入する。続いて、2) 各投資家は共同で特定事業者（不動産業者）に目的物を賃貸し、特定事業者が投資家に賃料を払う。

3) 特定事業者は、目的物を第三者に転貸する。そして特定事業者は、基本的に経費等を差し引いた額を投資家に賃料として支払う。4) 一定期間経過後不動産を処分等して投資家に利益を分配する。しかし以下のような問題点がある。共有者の1人が目的物の分割を請求した場合、5年以上の分割禁止特約は不可能なので（民法256条）、業務の継続が困難となる。また不動産の処分を行う場合には、民法251条により、共有持分者全員の同意が必要なので、円滑な業務執行ができない場合が考えられる。したがって問題はいかに各共有者の意思統一を図るかである。

最後に不動産共同事業法の対象ではないが、④「信託型」を検討する。1) 複数の共有持分者である個人投資家が信託銀行と信託契約を締結して、移転登記をする。2) 信託銀行は受託者として当該不動産を管理運営処分する。3) 信託銀行は、第三者と賃貸借契約を結び、収入から費用を差し引いた収益を、投資家に分配する。4) 予定信託期間が満了したら、信託銀行は不動産を市場で一括売却し、処分益を投資家に配当する。

そのほかに不動産証券化商品類似の商品として、「不動産変換ローン」が挙げられる。これは今までに国鉄清算事業団のみが販売した実績を持っている。これは、旧国鉄が所有していた不動産を担保にして、投資家から長期の低利ローン契約をするものである。ローン期間満了後に、不動産の共有持分権を譲渡することにより、投資家のローン債権が相殺される。

以上見てきたように、不動産証券商品の法的枠組みにはいくつかのものがあるが、今回の「不動産共同事業法」の対象となったのは、①「任意組合理型」、②「匿名組合理型」、③「賃貸型」である。これらに共通するのは、従前の無規制だった不動産共同事業への反省から、同事業を許可制としたことである（不動産共同事業法3条～8条）。許可を得た後の変更は、届出を必要とするものとした。また投資家保護のために、代理媒介法人および契約締結法人に最低資本金制度を導入し（不動産共同事業法施行令4条）、不動産共同事業を行う投資家と

の間の不動産特定共同事業契約の締結されるべき事項を法定し(不動産共同事業法2条3項)、当事者の任意決定事項に関しては約款を許可制にするなどして監督庁の監督に服せしめている(不動産共同事業法5条, 7条および23条)。また販売に関しては、通達により一口単位の規制が行われている⁽³⁹⁾。また販売方法に関しても、宅地建物取引業法による規制と同様に、契約成立前の説明書面交付(不動産共同事業法24条)、および財産管理報告書等の交付が法定された(不動産共同事業法28条~30条)。また広告も規制され(不動産共同事業法18条)、また不当な勧誘が禁止され、断定的判断の提供も禁止された(不動産共同事業法20条および21条)。また投資家は8日以内の書面によるクーリングオフも認められた(不動産共同事業法26条)。

事業の監督に関しても法定され、帳簿書類および事業報告書の提出が義務づけられた(不動産共同事業法32条および33条)。また主務大臣もしくは都道府県知事は、共同事業法に違反した場合には、業務停止命令を発し(不動産共同事業法35条)、または許可を取り消すことができる(不動産共同事業法36条)。不動産共同事業法52条以下で罰則を規定し、監督の実行性を担保している。

このように不動産共同事業法により、不動産共同事業において投資家保護のために、様々な規制が実施されてきたが、未だに市場は順調に発展しているとはいえない。また近年金融機関の不良債権処理に関連して、不動産共同投資事業が注目されている⁽⁴⁰⁾。そこで2.では、本稿のまとめとして、特に個人投資家が投資対象にするには、どういう点が問題なのかをドイツの例を参考として検討することにする。

(36) 不動産シンジケーション協議会(以下CRESと略記する)『不動産共同投資ハンドブック1995』7頁以下によれば、1994年12月までに不動産共同投資商品販売累計額は、国内・海外併せて約7,700億円に達したという。

(37) CRES・前掲10頁以下参照。

(38) CRES・前掲13頁以下によると、現在未だ商品供給がなされていない。

(39) 金銭の場合は1億円以上、なお資本金10億円以上の会社の場合は1,000万円以上である。また現物出資の場合は500万円以上とされている。

不動産共同投資と投資信託

(40) 日本経済新聞1996年8月6日によると、住宅金融専門会社の債権処理を促進するために、大蔵省および建設省は、投資家が自己の持分を第三者に転売できるようにしたり、元本保証型の商品の発売を認める等の改正を検討しているという。ただしこの法改正検討項目には、クーリングオフの撤廃なども含まれており、主に機関投資家を念頭に置いた改正といえよう。

2. 「不動産共同投資」に対するドイツ法からの法的示唆と検討

1. では現在わが国で施行されている不動産共同事業法に基づく共同投資について検討してきたが、最後にその問題点を指摘し、併せてドイツ法の投資信託方式による示唆に基づいて検討することにより、本稿のおわりとしたい。

指摘したいポイントが多岐にわたるので、ここでは、①商品性、②ファンドガバナンス、③販売および公的規制の3つに分けて検討する。

まず第1に商品性についてであるが、ドイツの投資信託——特にここでは主に公開不動産ファンドと比較するが——と比べ、投資単位の違いが顕著である。一般大衆を対象にする場合通常1億円以上という投資単位は大きすぎる。その点ドイツでは100DM前後から投資でき、この額では投資家に無理はないと考えられる。その理由は、ドイツの不動産投資信託は一般大衆である不特定多数の個人投資家を対象としているからである。

商品性に関して次に指摘されるのは、換金性の問題である。換金性の問題は、「二次的市場」の問題と併せて議論されることが多い。⁽⁴¹⁾通常「任意組合方式」において、投資家が自分の投下資本を回収するためには自らの組員持分を譲渡することになるが、これは約款にその旨記載していれば可能である。しかし問題は自分で買い手を見つけなければならない点であり、価格・時期等の条件が合致するのは困難である。そこで「二次的市場」の必要性が議論されるわけである。この点に関連して指摘しておかなければならないのは、わが国の不動産共同投資事業は基本的にクローズドエンドである点である。すなわち一定期間満了の場合、保有する不動産を売却して持分者に処分した資金を分配するわけである。

ここでドイツにおける不動産投資信託の金融商品としての税制面に着目して

検討しておく。⁽⁴²⁾ 不動産投資信託持分に投資をした投資家は、配当を受け取ることとなるが、配当は資本財産からの所得となり、減価償却相当分を控除できる。したがって投資家は、直接不動産に対し投資を行う場合と同様、配当に関しては税制上のメリットを受けられる。

持分譲渡益（キャピタルゲイン）に関してはどうか。ドイツでは、個人の不動産譲渡益は購入後2年で非課税となるが、不動産ファンドの持分譲渡益は、他の有価証券と同じく持分購入後6カ月超で非課税となる。

また持分購入手数料に関しては、通常投資家は不動産投資信託の持分購入を受託銀行（通常は投資会社の親銀行）を通じて行う。投資家は持分購入の際に、通常持分価格の5%を手数料として支払う。しかし持分譲渡は、通常投資会社に委託された銀行の窓口での買取りなので、配当以外の収益に対する費用負担および税負担はない。

このようにドイツでは、不動産共同投資商品を完全な投資商品として位置づけ、また同時に不動産投資に対して認められる税制上のメリットを不動産投資信託という投資商品にも認めている。この点日本では、税制上の優遇措置が認められず、また出資最低単位等に対する規制も厳しい。したがって投資商品としては、日本では、不動産共同投資はドイツほど投資家にとって魅力がない。

ドイツ法の投資信託の議論を鑑みると、これらの問題は、大衆投資家を念頭に置きながら、クローズドエンド方式を採用している点に矛盾があると考えられる。すなわち一般大衆を対象としてファンドをつくり、換金性の問題をクリアしようとするならば、むしろドイツの投資信託のようにオープンエンド型とし、持分者（投資家）から買取り請求があるときに不動産ファンドの勘定で買い取ることにすれば、この問題はクリアできる。しかも不動産は、通常の投資信託の対象である株式や債権などの有価証券と比べると、換金性が悪く、市場価格も一律でない。しかも期間満了時に必ず売らなければならないとすると損失が出る可能性が高い。

そう考えると同時に必要なのは、共同特別財産の取得対象を不動産だけでなく、有価証券や銀行預金などにして換金に備える必要が出てくる。⁽⁴³⁾ このことは

逆に不動産共同投資の対象としては、リスク分散につながる。また債券や銀行預金など確定利付きのもので運用すれば、一定の収益をあげる予想が立てやすい。

結局この問題に関する結論としては、ドイツの不動産投資信託と比較すると、わが国の不動産共同投資事業は、システムの未だ未完成であると考えられる。すなわち一般大衆を念頭に置いて、資金を集め不動産に投資をするのであれば、オープンエンド型にして、いつでも買取りに応じるシステムにしないと、個人投資家にとって投下資本の回収が困難となる。逆に機関投資家や不動産所有者を対象とするのであれば、クローズドエンド型も可能であろう。投資家間の意思疎通が可能であるからである。この場合は二次市場を考えるよりは、民法上の「任意組合」であれば営業主である不動産業者に持分の買取り請求を認めた方が現実的であろう。もちろん自分で買い主を見つける可能性は留保しておく必要はある。

第2に、この問題とも関連するが、ファンドガバナンスの問題を検討する。言い換えると、投資家の意に反するような事業の運営をしている場合、すなわち事業執行者（不動産会社）が権限濫用している場合、投資家はどのような手段を採れるかという問題である。これもドイツのパブリックファンドとスペシャルファンドのように、一般不特定大衆と少数投資家の場合と分けて考えたらどうか。すなわち一般大衆を対象とする公開不動産ファンドでは、時価による買戻しが認められている(KAGG 34条および36条)。ファンド運営に不満の場合には、持分を時価で換金することができれば、投資家の不満はかなり解消できるであろう。スペシャルファンド⁽⁴⁴⁾の場合には、ドイツ投資信託は契約型であるので、制度上は換金が容易でなく問題がある。この点では株主として、ファンドの運営に参画できる会社型の投資信託を考える余地があろう。なおこの区別は、例えばわが国の債券の公募債券と私募債の区別は投資家が約50人とされている点、およびドイツでは KAGG 1条によりスペシャルファンドの場合投資家は10人程度とされている点などが参考となろう。またファンドガバナンスに関連して、不動産共同事業が損失を生じた場合を考えてみる。わが国の不動産共同事業法

は、ドイツの KAGG と異なり、運用先の規制を行っていないので、⁽⁴⁶⁾ 損失が生じる場合が多いが、現行法上は「任意組合」の場合には、各組合員（投資家）は無限の人的責任を負う（民法673条）。しかし「匿名組合」の場合には、損失負担を特約で排除することができる（商法538, 541条）。

第3に販売と公的規制について考えていく。まず価格の公告についてであるが、ドイツの公開不動産投資信託に関しては、投資会社は受託銀行および特別委員会により確認された不動産評価に基づいて算定された価格を連邦公告誌（Bundesanzeiger）に公告しなければならない。この点わが国の共同投資事業においても換金の際に、制度的に鑑定士による不動産の鑑定評価を義務づけるなど、参考になる点がある。また販売をする際には、不当勧誘による販売はわが国でも禁止されているが、販売時に適切な助言を行う義務を考える余地があるのではないか。⁽⁴⁶⁾ また是非とも進展させる必要があるのは、対象不動産のディスクロージャーである。これは一般投資家にわかりやすいかたち、例えば格付け機関による格付けなどでもよいだろう。

また挙げられるのは、ドイツの不動産投資信託の銀行との結びつきの強さである。具体的には、ドイツではユニバーサルバンク制度を採用しているので、銀行で投資信託が販売されている。この点わが国の不動産共同投資事業は、証券取引法65条問題とも関連して、販売網という点ではかなり小さいものである。

今までの議論をまとめると、わが国の不動産共同投資事業とドイツ不動産投資信託を比べると、わが国の制度は不十分な点があるように思える。特に大衆投資家を念頭に置くと、投資単位を1万円前後とし、オープンエンド方式を採用して換金自由とし、買取り価格は新聞などで公告し、換金とリスク分散のために有価証券や預金なども投資対象とすれば、この問題はクリアでき、ひいては不動産共同投資における個人投資家保護につながるのではないかと思われる。

(41) 佐藤一雄「創造的都市開発と共同投資事業の可能性」『都市的土地利用研究会——最終年度公開シンポジウム——』（1995年）206頁。

(42) CSES「不動産シンジケーション協議会会報」71号8～9頁参照のこと。

不動産共同投資と投資信託

- (43) KAGG 35条によると、買戻し請求による換金に備えてドイツの不動産投資信託は少なくとも、5%を有価証券や銀行預金で運用しなければならないとされている。現実では本稿で見たように、もっと多くの割合（デスパファンドは約45%である）を有価証券で保有する不動産投資信託が多い。
- (44) ドイツのスペシャルファンドは投資顧問に近い。なお詳しい検討は後日に期す。
- (45) KAGG 28条によると、不動産特別財産は10以上の不動産を所有しなければならず、しかもどの不動産も全体価格の15%を超えてはならない、とされている。また既述したように、少なくとも5%は有価証券もしくは銀行預金で保有しなければならないともされている。
- (46) ドイツの銀行による助言説明義務に関しては、様々な議論がある。山下友信「証券会社の投資勧誘」『証券取引法体系』（昭和61年）340頁以下参照。

(新潟大学法学部助教授)

