

【研究ノート3】

「不動産特定共同事業の市場育成に係る研究会」報告書について

萩原 尚久

1 はじめに

不動産特定共同事業は、昭和62年に第1号物件が供給されて以降、平成6年12月末現在には国内商品販売額30,590口、5,853億円の市場規模を有するに至っている。更に、同期間内において海外物件を商品化して国内投資家に販売された物件と日本国有鉄道清算事業団が行った不動産変換ローン型商品を加えるとその規模は、41,130口、1兆5,060億円に達するものとなっている。同事業の先進国であるアメリカやドイツ等の市場規模を考察するとき、市場規模の拡大に大きな可能性を予感させるものがある。

不動産特定共同事業は、わが国においては未だ産声を上げたばかりの段階にあるともいえ、事業手法の応用、税制、市場に提供する情報等様々な検討すべき課題点があると考えられる。当研究所では、不動産シンジケーション協議会の委託を受け「不動産特定共同事業の市場育成に係る研究会」を平成6年5月に設置しこれらの課題点について有識者による検討を行い、本年5月に検討結果を報告書として纏めている。本稿は同報告書について要約を述べるものである。

【研究会委員】

座長	丸山英気	千葉大学法経学部教授
委員	田中一行	成蹊大学経済学部教授
	吉牟田勲	前筑波大学大学院（社会科学系）教授
	長浜洋一	早稲田大学法学部教授
	熊野剛雄	専修大学経営学部教授
	栗原宣彦	流通科学大学商学部教授
	入江健介	(株)長谷工コーポレーション常務取締役
	藤田修	建設省大臣官房審議官
	鈴木省三	建設省大臣官房審議官
	佐藤一雄	不動産シンジケーション専務理事

2 不動産特定共同事業法の意義及び特徴

(1) 所有と経営の分離及び一般投資家の参加による新しい不動産事業

不動産特定共同事業では、事業参加者は対象不動産の持分権等を取得し収益の分配を受け、事業者はその不動産プロジェクトの管理、運営を行ない、ここにおいて当該不動産プロジェクトについて所有と経営が分離される。

事業参加者にとっては、持分権等が小口化されていることによって一般投資家の購入可能性

が大きく高まるとともに、不動産経営をプロである事業者任せに安定した収益を得られることになる。他方、事業者にとっては、早期の事業資金回収が行えることによって事業資金回転率を高め次の事業に取り組むことが可能となるとともに、不動産経営のノウハウを生かしたファイナンス等多角的な事業展開を図り得ることになる。このように、不動産特定共同事業手法を用いて所有と経営の分離を行うことによって、事業参加者と事業者双方にとって共にメリットを享受し得る仕組みが生まれることになる。

(2) 投資家の投資対象資産の多様化への寄与

現在、わが国における個人部門の金融資産は、1,000兆円規模となっているが、そのほとんどが預貯金や保険等に偏っている。個人の資産形成の観点からみても、金融資産への偏重を是正して、不動産などを対象とした資産比率を高めバランスのとれた資産形成を図ることがポートフォリオ上望ましいといえる。

従来、不動産は高額商品であることから個人が手軽に購入できる資産ではなかったが、不動産特定共同事業商品の供給は個人レベルでの購入可能性を高め、実物資産形成が促進され得ることになる。

(3) 優良不動産ストック形成、都市開発推進への寄与

最近の都市開発は、プロジェクトが大規模化、複合化、長期化等しており、従来のように事業者が自己所有を前提として銀行借入れ等により開発事業を進めていくことが困難化している。場合によっては、開発プロジェクトが断念・延期されることもあるが、こうした事態は優良な不動産ストックの形成や都市開発の推進を阻害し社会資本充実の面からも問題となり得る。

不動産特定共同事業は、多数の投資家が自らの事業としてプロジェクトに投資を行うことから、事業者の長期的な財務負担が軽減され、開発事業を円滑に進められることになる。投資が直接的にプロジェクトに向かうことで、開発事業が円滑に推進され、防災基盤の整備等も含め優良な都市開発の推進や優良不動産ストック形成に寄与し得ることになる。

(4) プロジェクト中心のファイナンス、事業評価の進展

不動産特定共同事業の進展は、企業信用力を基礎とした企業金融（間接金融）から、開発されるプロジェクトそのものの良否に着目したプロジェクトファイナンス（直接金融）への進展という側面も有している。

このことは事業者にとって、各プロジェクトをオフバランス化して経営の機動性や多様展開を図り得ることを意味し、又、国民経済的にはプロジェクト毎の事業評価がより明確になり、開発事業における経済合理性・効率性が進展し得ることとなる。

(5) 土地の有効活用の促進及び収益性を基礎にした価格の形成

不動産特定共同事業では、不動産プロジェクトの収益性が投資判断の基準とされる。このことは、例えば金融商品である国債等との利回り比較等が重要性を持ちうることとなり、土地の有効利用の促進及び収益性をベースとした合理的な不動産の価格形成への寄与が期待できる。

3 不動産特定共同事業の事業シュミレーション

研究会では、土地特性の異なる3地域を設定し、そこにおける想定事業について事業シュミレーションを実施した。このシュミレーションは、不動産特定共同事業の有効性の検証と併せて、一層の市場育成を図るために必要な政策的措置を抽出・検討することを目的としたものである。

(1) シュミレーション設定条件

[地域設定]

- ①都心3区商住混在型 (土地 1,000坪, @ 1,000万円/坪, 容積率600%)
- ②都心住宅・商業地域型 (土地 1,000坪, @ 500万円/坪, 容積率400%)
- ③都心近郊住宅地型 (土地 1,000坪, @ 250万円/坪, 容積率200%)

[設定事業方式]

ディベロッパー等(事業者)が土地を時価で取得、オフィス・住宅を建築した後、任意組合契約型事業として投資家(事業参加者)に対して持分権を販売し、その賃貸事業を行なう。投資家は当該不動産に係る持分権を出資し、事業者から収益の分配を受ける。投資期間は12年とし、期間経過後に当該不動産は一括して第三者等に売却される。

商品の販売価格は1口当たり1,000万円、投資家像は課税所得700万円の個人とする。

(2) 比較検討事項

(a) シュミレーションでは次の2ケースの比較検討を行い、これによって不動産特定共同事業の有効性を検証している。

- ①事業者が物件を保有し続けて自ら賃貸事業を行なう場合
- ②不動産特定共同事業手法を適用して投資家に小口化分譲する場合

(b) 更に、②のケースについて、次のように各種設定条件を変えることによって事業参加者の収益性について検討を行っている。又、これにより一層の市場育成を図るために必要な政策的措置の抽出・検討の基礎としている。

- ①事業参加者に係る条件設定を変更した場合
 - ・基本形＝全額自己資金で購入・投資するケース
 - ・借入を行って購入・投資するケース
 - (i) 土地借入利子の損金算入が制限されているケース(現行)
 - (ii) 土地借入利子の損金算入が認められるケース(想定)
- ②取得、保有、売却時の税金が軽減されたケース
- ③容積率がアップされたケース
- ④定期借地権を不動産特定共同事業化したケース

(3) シュミレーション結果の評価

以上のシュミレーションの結果は、概ね次のようにまとめることができる。

①事業者の収益性について(表-1)

事業者が物件を保有し続けて自ら賃貸事業を行なう場合には、3類型の地域すべてについて長期間の資金固定化がみられ事業の実施が困難であるが、不動産特定共同事業手法を用いることにより小口化分譲時に投下資金の全額回収が可能となり事業化が可能となり得る。

ア. 事業者の事業性 (表-1)

項 目	都心3区商住混在型	都心住宅・商業地域型	都心近郊住宅地型
(1)物件を保有し続ける 場合	(収支結果) ・経常利益黒字化 15年目 ・累積経常損の解消 32年目 ・投下資金の回収 50年以上回収 できず	(収支結果) ・経常利益黒字化 18年目 ・累積経常損の解消 38年目 ・投下資金の回収 50年以上回収 できず	(収支結果) ・経常利益黒字化 50年以上黒字 化せず ・累積経常損の解消 50年以上解消 せず ・投下資金の回収 50年以上回収 できず
	(評価) 長期間の資金固定化となり、事業 実施はかなり難しい。	(評価) やはり長期間の資金固定化となり 事業実施はかなり難しい。	(評価) 事業実施は極めて難しい。
(2)不動産特定共同事業 手法で分譲する場合	(収支結果) ・経常利益黒字化 分譲時 ・投下資金の回収 分譲時	(収支結果) ・経常利益黒字化 分譲時 ・投下資金の回収 分譲時	(収支結果) ・経常利益黒字化 分譲時 ・投下資金の回収 分譲時
	(評 価) 長期間の資金固定化を避けることができる、不動産特定共同事業手法等を用いることにより、初めて、 事業化が可能になりうる。		

②事業参加者の収益性について (表-2)

(イ) 全額自己資金で購入し、物件価格が年2%上昇するならば、都心3区商住混在型における事業参加者のIRR (内部収益率) は3.50%となり、他の確定利回りの金融商品に比して遜色のない収益性は得られる。しかしながら、賃料収入や物件売却価格の変動のリスク等を勘案するならば更に改善の余地があるものと考えられる。

(ロ) 税制面において、例えば、取得・保有・処分の各段階における税負担の軽減や土地借入利子分の損益通算の復活等の措置等は、事業参加者の収益改善に大きく結びつく。

・税負担が軽減されるケース 事業参加者のIRR 4.47%
(取得、処分時の税率半額、保有時税率20%)

・土地借入利子が損金算入されるケース 事業参加者のIRR 4.18%

(ハ) 制度面において、事業参加者の投資を社会基盤整備に向ける呼び水として、例えば、良好なプロジェクトに対する容積率の割増し等は、事業参加者の収益改善につながり優良な都市開発の推進となり得る。

・容積率がアップされたケース 事業参加者のIRR 3.78%
(600%を700%にアップ)

(ニ) 定期借地権と不動産特定共同事業を組み合わせる事業化した場合には、土地投資のほとんどない賃貸事業として収益性のよい商品になるとともに、土地所有者の土地保有指向ともマッチする等将来性が期待できるものとなる。

・定期借地権を組み合わせるケース 事業参加者のIRR 4.19%

イ. 事業参加者の収益性 (表-2)

項目	都心3区商住混在型	都心住宅・商業地域型	都心近郊住宅地型
(イ)基本型 (全額自己資金のケース)	(収支結果) IRR(納税後キャッシュフロー) 3.50% (評価) 税引き後利回りは4.4%程度の金融商品(4.4%×0.8=3.52%)とほぼ同じになる。	(収支結果) IRR(納税後キャッシュフロー) 3.39% (評価) 左の「都心3区商住混在型」とほぼ同様の傾向であり、利回りの若干、低下する。	(収支結果) IRR(納税後キャッシュフロー) 2.75% (評価) 10年以上の長期投資としてみた場合、利回りが若干低いといえる。
(ロ)税金が軽減されたケース ・取得、処分時の税額:半額 ・保有時の税率:課税所得の20%	(収支結果) IRR(納税後キャッシュフロー) 4.47% (評価) 現状では1000万円の投資に対し、取得・処分時の税額180万円、保有時の総合課税税率35%を負担しており、これが軽減されると、収益性は飛躍的に向上する。	(収支結果) IRR(納税後キャッシュフロー) 4.35% (評価) 左の「都心3区商住混在型」とほぼ同様の傾向であり、この地域における事業でも、高い利回りを確保できる。	(収支結果) IRR(納税後キャッシュフロー) 3.56% (評価) この地域における事業でも、税金の軽減が行われた場合、収益性は大きく改善する。
(ハ)容積率がアップされたケース	(収支結果) IRR(納税後キャッシュフロー) (容積率600%+700%) 3.78% (評価) 政策的な支援策として容積率割増が行われた場合、収益向上の効果が大きい。	(収支結果) IRR(納税後キャッシュフロー) (容積率400%+500%) 3.84% (評価) 左の「都心3区商住混在型」とほぼ同様の傾向であり、収益改善の効果が大きい。	(収支結果) IRR(納税後キャッシュフロー) (容積率200%+300%) 3.38% (評価) この地域の事業においても、容積率割増が行われた場合、収益性が改善する。
(ニ)定期借地権を不動産 特定共同事業化した ケース	(収支結果) IRR(納税後キャッシュフロー) 4.19% (評価) 定期借地権と不動産特定共同事業を組合せた事業は、土地投資分がほとんどない賃貸事業として利回りの高い投資商品となっている。定期借地権を使ったマンション事業例そのものがまだ少数であるがその普及と共に不動産特定共同事業への応用が期待される。	(収支結果) IRR(納税後キャッシュフロー) 4.58% (評価) 左の「都心3区商住混在型」とほぼ同様の傾向であり、収益改善の効果が大きい。	(収支結果) IRR(納税後キャッシュフロー) 2.79% (評価) この地域の事業においても収益性の改善は図られるが、左の2類型に比べるとその効果は小さい。

4 新規開発への不動産特定共同事業手法の活用検討

不動産特定共同事業手法は、既稼働物件を共同事業化する場合のみでなく、新規開発物件を対象とする共同事業化にも適用され得る。研究会では、(1)新規都市開発への活用、(2)不動産変換ローン

方式への活用、の2側面について検討を行った。

(1) 新規都市開発への不動産特定共同事業手法の活用

新規都市開発への活用については、新たな不動産特定共同事業手法の開発等検討すべき事項や条件整備事項が存在してはいるが、不動産特定共同事業の特徴の一つである個人投資家によるプロジェクトへの直接投資を、新規都市開発の開発段階から行えるようにできれば、その意義は大きいといえる。

(2) 不動産変換ローン方式への活用

新規の開発事業において、その開発段階から民間資金がプロジェクトに導入されることのメリットは大きいと考えられる。開発段階における民間資金導入方式としては、日本国有鉄道清算事業団が行っている不動産変換ローン方式が具体的な事業手法として注目される。そこでは、投資家にとっては、未稼働の開発段階においても金利収入が得ることができ、又、早期の段階で将来の物件取得の権利を確保することができるというメリット、事業者にとっては、開発段階における低利資金の導入が可能となるとともに、早期資金回収と売却確定によって事業推進を図りやすいといったメリットが考えられる。

そこで、研究会では、不動産変換ローン方式による不動産特定共同事業について、都心3区商住混在型を用いて事業シュミレーションを行った。想定事業スキームの概要は、①事業者が建物建築確認を取得した時点で、その4年後に不動産が稼働し収益が得られるようになる前提のもと、投資家との間で金銭消費貸借契約、売買予約契約、不動産特定共同事業予約契約等の基本となる契約を締結する。事業者は、その4年間、投資家に対して税引後利率2.8%のローン返済を行なう。②4年間の金銭消費貸借契約期間終了後に投資家は、予約完結権を行使して当該不動産の共有持分権を1口1,000万円で取得し、不動産特定共同事業を開始する。③その10年後に、当該不動産を一括して他に売却処分して事業を終了する。というローン期間を含めて総事業期間14年の事業を想定した。

【シュミレーション結果(表-3)】

①事業者の収益性

事業者にとっては、早期段階における資金回収によって自己所有した場合に比して収益率の好転が見られるが、容積率のアップ等の制度支援あるいは定期借地権の活用等による土地投資負担額の軽減等を図らない限り、必ずしも収益性のよい事業とはいえない。

②事業参加者の収益性

(イ) 現状の税制、制度を前提とした場合の収益性はIRR 3.33%であり、賃貸収入や売却価格の変動リスク等を考慮すると必ずしも高い収益率とはいえない。

(ロ) 税制等は現状のまま、物件価格が年率4%程度の上昇があったと仮定した場合、IRR 4.32%となり、収益性の向上が見られる。

(ハ) 制度面で、容積率割増し等の事業支援あるいは公的主体参加事業による税負担の軽減が得られると、IRR 3.49%と収益改善が見られる。

(ニ) 定期借地権を組合わせた場合にも、IRR 3.72%と収益性の向上が見られる。

エ. シミュレーションの実施結果 (表-3)

項 目	事業者の収益	事業参加者の収益
(1)基本型 物件価格年上昇率=2% 賃料年上昇率=1%	5年目に6.25億円(利益率3.75%)	14年間のIRR(納税後キャッシュフロー) 3.33%
(2)物件価格および賃料 上昇率を変えたケー ス	基本型と同じ	①物件価格年上昇率=0% 賃料年上昇率=0% IRR 2.38% ②物件価格年上昇率=3% 賃料年上昇率=3% IRR 3.91% ③物件価格年上昇率=4% 賃料年上昇率=2% IRR 4.32%
(3)容積率がアップされ たケー ス (600%→700%)	5年目に9.35億円 (利益率5.29%)	14年間のIRR(納税後キャッシュフロー) 3.53%
(4)公的主体が事業に参加 したケー ス	公的主体の収益 ゼロ(収支均衡)	14年間のIRR(納税後キャッシュフロー) 3.49%
(5)定期借地権を活用し たケー ス	定借事業者の収益 5年目に8.14億円(利益率10.15%)	14年間のIRR(納税後キャッシュフロー) 3.72%

5 不動産特定共同事業の市場育成のために検討すべき税制・制度上の課題

不動産特定共同事業が今後順調に発展していくために、(1)税制上の課題、(2)制度上の課題、(3)開発型事業推進上の課題、(4)その他、の4点について検討を行った。

(1) 税制上の課題

研究会では、次の①～④点についてを税制上の課題点として抽出・検討を行っているが、特に、①と②については、事業内容に沿った措置が採られる必要があるという意味で、早急にその取扱いの是正又は明確化が必要であると位置付けた。

①任意組合型における登録免許税の二重課税の是正

現在の任意組合型不動産特定共同事業では、事業参加者は、対象不動産の共有持分権取得時及び任意組合への出資時の二度にわたって登録免許税が課税されており、このことが事業参加者の費用負担増の大きな原因となっている。任意組合への出資時の登録免許税とは、事業参加者から業務執行組員に対して為される出資を登記原因とする移転登記に伴う課税のことであるが、この移転登記は事業参加者の財産保全のための技術的手法であり、実質的な所有権移転を意味するものではない。従って、この段階での課税は早急に是正される必要がある。

②匿名組合型等における個人の課税上の取扱いの明確化

特に、個人が匿名組合型の不動産特定共同事業に出資した場合に、事業期間中に生じる事項に係る税務上、会計上の処理、相続時の財産評価方法等については、不明な点が多い。これらについては、早急に関係機関とも協議を行い、事業実施上の不明点を解消していく必要があるろう。

- (例) ・匿名組合契約と認定されるメルクマール
- ・組合運営上に匿名組員が受ける利益分配の所得区分
 - ・個別契約解除時の所得区分
 - ・物件売却時の所得区分、土地重課の処理方法

③不動産の取得、保有、処分時の税負担の重さ

不動産投資を、金融商品である国債、株式等と比較した場合、その税負担の重さは際立っている。例えば、個人が1,000万円の投資を行うことを想定した場合、金融商品の税負担が20%の源泉分離課税が行われるのに対して不動産投資では、その取得から処分に至までの間に約40%の税負担をしており、かなりの重税となっている

長期的には、金融商品との課税上の格差をなくすような税制度としていくことが、安定成長期における国民の資産形成上も重要である。

④不動産所得に係る損益通算の本則復活

現行税制では、土地取得のための借入金利子相当額は、他の所得と損益通算できない特別措置が採られている。この措置は、不動産特定共同事業への投資阻害の大きな要因となっており、地価上昇の可能性も低く、むしろ土地流動化が進まないことが問題となっている現状の不動産市場を鑑みると、かつて緊急避難的に行われたこのような特別措置は、状況に合わせて速やかに本則に戻していく必要があるといえる。

(2) 制度上の課題

不動産共同事業の発展のための制度上の課題点については、次の3点について抽出・検討を行った。

①容積率の割増・事業参加者への低利融資等の不動産特定共同事業への活用

良質な社会資本ストックの形成や都心居住の促進を含めた都市開発のために、現行の建築基準法や都市再開発法等においては様々な手法が用意されている。不動産特定共同事業は、事業主体の一員たる地位を持つ投資家を数多く抱えるという特徴があり、こうした一般投資家の直接投資を促し、その投資によって低未利用地の活用や市街地再開発の推進、防災に役立つ都市基盤の整備等を図ろうとする場合、容積率の割増しや投資家に対する低利融資等は、事業参加者の収益改善につながり、事業推進の大きな呼び水となる可能性を有しているといえる。

②国土利用計画法の取扱い是正

国土利用計画法では、土地・建物の共有持分の売買については事前確認制度の適用対象外となっており、任意組合型等の不動産特定共同事業についても同様の取扱いとなっている。これは、不動産特定共同事業のような不特定多数の者に対する共有不動産の定型的な売買を同法では全く想定していなかったために生じている問題ともいえ、関係機関等の検討内容に沿って、不動産特定共同事業法の施行に合わせての速やかな是正が期待される。

③定期借地権と不動産特定共同事業を組み合わせた事業の実施

前述のシュミレーションでも見たように、定期借地権制度と不動産特定共同事業を組み合わせた事業は、収益性のよい利回りの高い投資商品となり得る。

こうした事業は、まず定期借地権マンション事業等が普及、拡大した上で成立し得るものともいえるが、定期借地権事業は現況、戸建て事業への適用例が多く、マンション事業での適用例は少ない。その原因として、定期借地契約期間満了時の多数権利者との調整問題や期間後半の建物荒廃の可能性等の問題点が指摘されている。そこで例えば、不動産特定共同事業と組み合わせ、不動産特定共同事業者が期間満了時まで定借権者として建物の管理等を行う賃貸マンション事業に事業参加者が投資をする事業方式を採った場合には、複雑な権利問題や建物荒廃のおそれ等のない安定した事業とすることができる。

定期借地権マンション事業が今後さらに普及するためには、次のような種々の政策上の環境整備事項が残されている。(イ) 定期借地権の底地の実態に合わせた相続税評価、保証金債務の現在価値の評価方法、権利金償却の可否等、地主に関する税制上の環境整備、(ロ) 融資制度の充実、定期借地契約期間満了時の建物譲渡の可能性についての条件整備等、購入者に関する環境整備、(ハ) 二次流通市場における客観的な価格評価方法等を含む流通市場の整備。

(3) 開発型事業推進上の課題

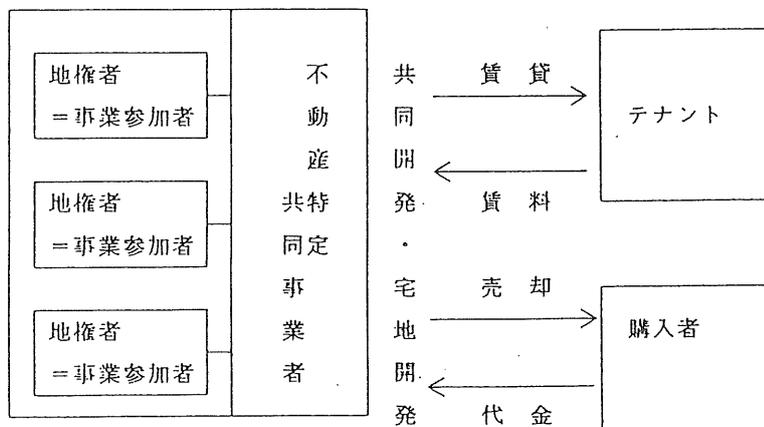
ここでは、不動産特定共同事業を新規の開発事業に活用し、優良な都市開発の推進に資するための課題について検討した。

①地権者等による共同開発、宅地開発、都市再開発、区画整理等への活用

開発型事業をその規模に応じて区分し、それぞれでの不動産特定共同事業の活用方法(3方法)を検討した。

(イ) 比較的小規模の複数地権者等による共同開発、宅地開発を推進する枠組みとしての活用
 活用手法の概要は図-1に示すものであるが、補助金等の政策支援の可能性について検討を要する。

①複数地権者等による共同開発、宅地開発への活用例 (図-1)

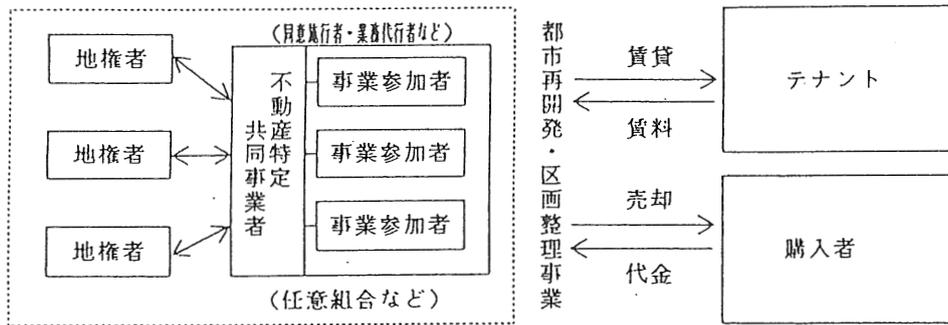


(任意組合など)

(ロ) 都市再開発、区画整理事業等における同意施行者、業務代行者等の事業主体の一つとしての活用

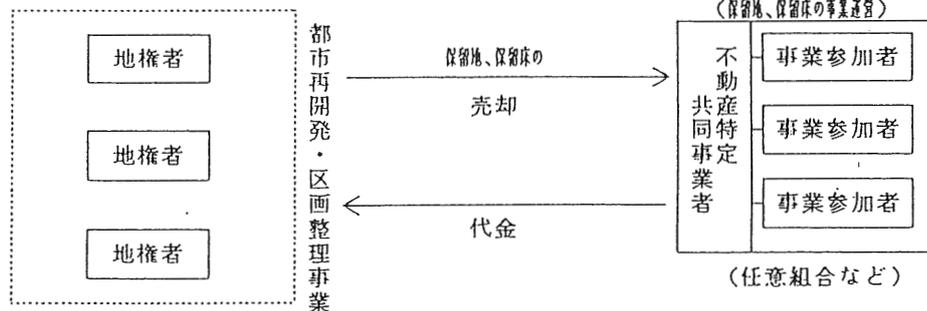
活用手法の概要は図-2に示すものであるが、事業主体の一つとして例えば任意組合が参加した場合の問題点についての更なる検討を要する。

②都市再開発、区画整理事業への活用例 (図-2)



(ハ) 都市再開発、区画整理事業等における保留地、保留床の処分方法としての活用
活用手法の概要は図-3に示すものであるが、一般投資家にとって魅力ある商品づくりの必要性等の検討課題が残されている。

③都市再開発、区画整理事業への活用例 (図-3)



②不動産変換ローン方式の不動産特定共同事業への活用

この事業手法を事業者及び事業参加者のそれぞれにとってメリットのあるものとするためには、税務上、政策上の支援措置が必要となる。又、次のような各種法令上の問題点の整理も必要である。

- (イ) 出資法・・・事業者が事業参加者からローン金を受け入れることに関する出資法上の解釈
- (ロ) 貸金業法・・・事業参加者が複数の不動産変換ローンに貸付投資した場合の貸金業法上の解釈

- (ハ) 国土利用計画法・・・不動産変換ローンの売買予約契約により数年後の不動産売買価格を現段階で約定することの同法上の問題

この事業手法は、開発型の不動産特定共同事業における重要な事業手法であり、検討事項の整理を行いながら、更に、優良都市開発プロジェクトにおける公的機関との連携・共同事業、定期借地権とのみ組合せ事業等への活用検討が進められるべきであろう。

③公的プロジェクトへの不動産特定共同事業の活用

広く一般国民から直接資金を導入するという意味では、不動産特定共同事業は民間事業だけではなく、公的機関単独あるいは公的機関・民間の連携・共同事業への活用も十分に期待でき

る。

住宅・都市整備公団の再開発事業において、開発後の事業運営に任意組合型の不動産特定共同事業手法を活用した例はあるが、今後は、例えば、再開発事業の保留床処分方法としての活用、民間都市開発推進機構の「土地取得・譲渡業務」への活用可能性等も含めて、優良都市開発事業となる公的プロジェクトへの不動産特定共同事業手法の活用が積極的に検討される必要がある。

④その他

(イ) 阪神大震災の復興事業への活用可能性

復興事業としての住宅建設等において、広く一般国民からの資金提供を受ける方法として不動産特定共同事業手法の活用等が考えられる。具体的には、定期借地権との組合せ活用、米国で低中取得者向け住宅供給事業方式として用いられたP P H P (=Public Private Housing Partnership) の応用等が考えられる。

(ロ) 資産デフレの解消及び不良債権処理における不動産流動化としての活用

不動産特定共同事業手法が有効に活用された場合には、不動産等の資産デフレの深刻化や不動産に関連した不良債権処理の解決にも寄与する事業手法であることは、米国における例(RTCのランドファンド)を見ても明らかであり、今後、不動産流動化策としての活用、実施が図られることが期待される。

6 市場育成のために更に環境整備すべき事項

不動産特定共同事業の市場育成のためには、前述した税務上、政策上の課題のほか、次のような市場拡大を支える基礎環境の整備の検討も必要である。

(1) 事業参加者の権利保全の方策

(現状) 不動産特定共同事業法による事業者の許可制度、業務内容の規制・監督によって事業参加者の保護が図られているが、例えば、事業者が生じた事態、行為が事業参加者の保有する権利にどのような影響を与えるかという事業参加者の権利保全の観点では、信託方式と比べてなお制度整備の余地があるといえる。

(今後) ①匿名組合型における特別目的会社(SPC)の活用

不動産特定共同事業法では、事業者の100%子会社について、事業者の債務保証等を条件として、許可基準において資本金額の特例を受ける特別目的会社(SPC)方式を認めている。匿名組合型においてSPCを営業者とすることにより、当該不動産特定共同事業が親会社の他の事業の影響から分離されるメリットがあり、事業参加者の権利保全に一定の効果があるといえる。

②中立的な第三者機関を活用した事業参加者の権利保全策の検討

現状では、事業参加者の名簿管理、登記名義は全て事業者の管理下に置かれている。事業参加者の権利保全のために、空売り・二重売り等を防止し又財産の分別管理を徹底するという意味では、中立的な第三者機関(例:法において設立が予定されている公益法人不動産特定共同事業協会)が、これら名簿管理、登記名義の受入れを行うというよ

うな方策も含めて、事業者の第三債権者等に対する事業参加者の権利保全策が、今後更に検討される必要があるだろう。

(2) 投資判断のための情報開示及び格付的手法の検討

(現状) 事業参加者は、契約成立前に事業者から交付される書面によるディスクロージャー等に基づいて、各人が自ら個別に当該事業の良否等を判断している。

(今後) 一般の個人投資家が幅広く参加する市場となった場合には、その投資判断の参考となり得る第三者等による客観的な各事業の格付評価的なものが必要となると考えられる。

現状では、法律で定める情報開示に加えて、事業者の行う不動産取引の契約概要、事業に影響を与える市場動向などの開示等を含めた業界における情報開示の自主ルールの策定、専門的な委員会による検討等により、事業参加者の投資判断にとって有用な情報開示及び事業評価手法の検討等を行っていく必要があるといえる。

(3) 中途換金の必要性への対応

(現状) 不動産特定共同事業法施行規則では、契約の解除あるいは権利・義務の譲渡について、次の定めを置いている。

・不動産特定共同事業契約の解除、脱退

事業参加者は、やむを得ない事由が存する場合又は死亡、破産その他これらに準ずる場合に契約を解除し、又は組合から脱退することができる。

・事業参加者の契約上の権利及び義務の譲渡＝地位の譲渡

相続、遺贈、破産その他これらに準ずる場合を除き、契約の相手方である不動産特定共同事業者以外の者に事業参加者の権利及び義務を譲渡することを禁ずる。

(今後) 事業参加者の中途換金の要請への対応については、市場の熟成度に合わせて段階的な整備を図っていく必要があるといえる。

①市場未成熟な現段階での対応

施行規則で定めている事業者による購入その他の事業者努力によって、市場機能の補完措置を行うことが必要であろう。

・中途換金のための具体的な手順、客観的な購入価格の決定方法等の整備

②市場が拡大、成熟した段階での対応

市場機能の活用による事業参加者の中途換金への対応が円滑に図られることが望ましいといえる。

・商品の情報登録機関的なものの検討及び情報ネットワーク化等、流通機関的なものの整備の検討

・買取機関的なものの可能性

(4) 事業者の倒産リスク等への対応

(現状) 法律の許可制度により、信用力に不安のある事業者等が事業を実施することは防止されている。しかし、事業実施中に事業者が倒産した場合等への対応については、今後、更に検討を要する。

(今後) 事業者の倒産リスク等に対する制度的対応については、①事業参加者の権利保全策の実施

、②倒産した事業者に代わる新たな事業運営者による事業継続措置の可能性等について引き続き検討される必要がある。

(5) 不動産特定共同事業の市場拡大の方向性

(現状) 昭和62年以来の不動産特定共同事業商品の販売状況は、個人購入者を中心として、商品単位30万円～1億円と多岐にわたっている。不動産特定共同事業法は、その通達等で、販売される商品について次のように定めている。

①出資の単位

(金銭出資の場合)

- ・資本金等の額が10億円以上で、かつ、その資産の合計額から負債の合計額を控除した額が資本金等の額以上である法人又は当該法人が設立した特別目的会社 1,000 万円以上

- ・上以外の法人

1 億円以上

(現物出資の場合)

500 万円以上

②不動産特定共同事業契約の対象不動産は、客観的に見て一体性を有するものに限る。

③法律の対象となる海外商品は、外国の法令に基づく契約であって前三号(任意組合理型、匿名組合理型、賃貸契約型)に掲げるものに相当するもの。

(今後) 市場拡大の方向性としては、個人層を中心とした市場から将来的には、機関投資家、一般法人、一般個人にまで幅広い層に拡大していく可能性がある。そのためには、次のような措置、努力が順次なされていくことが必要であろう。

①機関投資家向け、個人向け等の様々な商品開発、特に、今回新たに法制化された金銭出資型商品等新たな商品開発を積極的に進めること。

②機関投資家における投資対象、投資比率等における規制緩和を進めること。

③市場拡大の状況に合わせて、将来的には、出資の単位、対象不動産の一体性等の規制については、必要に応じて適宜見直す方向で進めること。

7 今後進めるべき重点課題

不動産特定共同事業の市場育成のために今後進めるべき課題の内、早急に対応を要する課題及び中期的課題について、最後に提案としてまとめた。

(1) 早急に対応を要する課題

①政策上の課題

(イ) 税制上の課題

- ・任意組合理型における登録免許税の二重課税の是正等、不動産特定共同事業の事業内容に沿った課税上の取扱いを図ること
- ・匿名組合理型における税務上の取扱いの明確化

(ロ) 制度上の課題

- ・優良開発事業となる不動産特定共同事業の事業者、事業参加者に対する低利融資、補助金、容積率の割増等、制度的な支援策の整備検討

(ハ) 開発型事業推進上の課題

- ・地権者等による共同開発、都市再開発、区画整理事業等への不動産特定共同事業を活用する問題点及び解決方法の検討
- ・定期借地権との組合せ事業、不動産変換ローン方式による事業等、新たな事業方式の実施検討
- ・公的プロジェクトへの活用可能性の検討

(ニ) その他

- ・阪神大震災復興事業、不良債権処理等における不動産流動化策への活用可能性検討

②更に環境整備を進めるべき事項

(イ) 事業参加者の権利保全の方策

- ・中立的な第三者機関を活用した事業参加者の権利保全策の検討

(ロ) 投資判断のための格付的手法の検討

- ・将来の専門中立機関等が採用するであろう、事業の格付評価の基礎となり得る情報開示及び事業評価手法の検討

(ハ) 中途換金の必要性への対応

- ・事業者による購入等における客観的な購入価格の決定方法等に関する検討

(ニ) 市場拡大に向けての商品開発の実施

- ・個人、機関投資家、一般法人、幅広い層の市場拡大に向けて、法律の手法制度を活用した商品開発の積極的な実施検討

(2) 中期的な課題

①政策上の課題

(イ) 税制上の課題

- ・金融商品と投資商品の間にある現行の課税上の取扱い差異を是正し、国民がポートフォリオ的にバランスのとれた資産形成ができるようにしていくこと

(ロ) 制度上の課題

- ・不動産特定共同事業を優良な都市開発事業を図るための主要事業手法として活用し、社会資本ストックの形成を進めること

(ハ) 日本経済の活性化に向けて

- ・経済低迷を脱するためにも、税制改革、規制緩和等の措置を更に進め、併せて不動産特定共同事業における不動産の有効活用、収益性に基づく価格形成、流動化の推進等の機能を積極的に日本経済の活性化に生かしていく

②更に環境整備を進めるべき事項

市場拡大の状況に合わせて、市場機能を生かした中途換金方法の検討、客観的な事業の格付評価の実施、購入者層の拡大につながる規制緩和の推進等の環境整備を進めていくことが、不動産特定共同事業の健全な市場育成のために必要である。

〔はぎわら たかひさ〕
土地総合研究所 研究員