

建設経済の最新情報ファイル

RICE monthly

RESEARCH INSTITUTE OF
CONSTRUCTION AND ECONOMY

研究所だより

No. 251

2010 1

CONTENTS

視点・論点		
－ 2010年、厳しさの年から創造の年へ －	.....	1
I. 建設経済研究所主催 2009年講演会レポート	.....	2
II. 2010年3月期主要建設会社第2四半期決算分析	.....	9
III. 不動産証券化における信託の役割と現況	.....	18
IV. 建設関連産業の動向 －防水工事業－	.....	30



財団
法人

建設経済研究所

〒105-0003 東京都港区西新橋3-25-33 N P 御成門ビル 8F

TEL : (03)3433-5011 FAX : (03)3433-5239
URL : <http://www.rice.or.jp>

2010年、厳しさの年から創造の年へ

研究理事 山口 悦弘

昨年の新政権発足に伴い新たな経済政策が打ち出され、公共事業の大幅な見直しを含め国土交通行政面で大きな変革が求められている。また国内外の景気低迷は、地域経済や建設事業の担い手としての建設企業にも厳しい現実をもたらしている。

我が国の建設投資額について見れば、昨年10月の見通しで、2009年度は前年度比8.6%減の約43兆円に、2010年度はさらに減少しピーク時の1/2以下の約41兆円になると予想され、その後の国内経済の低迷、補正予算の一部執行停止等の影響で本年度末に向けて厳しい状況が続いている。また公共事業の企業受注額は昨年11月に国・地方共に減少に転じ、公共事業削減のマイナスの影響が現れ始め、来年度予算も公共事業費が大幅に削減された政府原案が決定され、一層厳しい対応に迫られている。

公共事業の経済波及効果については、残念ながら議論が尽されていないのが実状である。学生時代の経済学の授業で、1兆円減税や1兆円のヘリコプターマネーは経済的にどのような効果があるかとの間に、学生の一人が「1兆円は国民一人当たり1万円で、飲み屋で使う額として適当な額なので大いに消費に回る」と答え、「そのような非論理的な説明は答えにならない」と教授から厳しく指摘されていたことを思い出す。減税であれ手当であれ、直接給付は当然他の所得とともに一部が貯蓄に回することは明白であり、公共事業等はそのすべてが投資に回り経済波及効果は大きいこととなる。しかし、有効な経済対策の手法であるかどうかには拘わらず、「投資効率」が議論されているのである。今後は、事業展開の手法、他事業との連携等を図り、投資効率を高める一層の努力が求められる。

次に建設企業の経営財務状況について見れば、厳しさが更に浮き彫りになる。建設企業上位40社の2009年度上半期の経営成績では、依然低水準の利益率水準であり、半数近い17社が純損失を計上している。また受注ベースで見れば、前年度比で約30%減少、上位5社では一層悪く約40%の減少であり、今後の損益が大いに懸念される。またフリーキャッシュフローのマイナス計上と有利子負債増加は大きな懸念材料である。さらに中東等海外の大型事業について、事業見直し等により今後損益に負の影響が出る可能性が大きく、長期的なキャッシュフローの動きには注意が必要である。

このように我が国の建設企業は、国内経済情勢の低迷、公共事業の減少、海外建設事業の不安の3つの大きな課題を抱え、厳しい経営状況を強いられている。国内市場の縮小と海外事業の不確実性の増大等の経済環境の変化にいかに対応するか。答えは、新たな経済環境の変化に対応できる事業の創造拡充か、或いは市場環境に応じた柔軟な経営手法・体制へ挑戦を進めるかの道となる。

2010年は、建設企業としてかつてない厳しい年となるであろう。しかし建設事業は、我々の生活の安全安心を守り、地域経済を支える基本であり、「将来への夢」に繋がる大切な基盤でもある。国内においては、経済環境・市場環境の変化に柔軟に対応していくことは勿論のこと、海外事業においても他分野事業との協調や外国企業との連携等を通じた受注拡充、リスク分散等が不可欠である。我々国民の夢を拓くためにも、新たな市場開拓と柔軟な経営体制を確立させる「創造力」が必要であり、建設事業・建設企業の新たな方向付けが早急に求められている。

I. 建設経済研究所主催 2009 年度講演会レポート

昨年 11 月 26 日、慶應義塾大学経済学部教授 竹森俊平先生、東京大学大学院経済学研究科教授 高橋伸夫先生に講師をお願いして「(財) 建設経済研究所 2009 年度講演会」を開催しましたところ、多数の方にご来場いただきました。あらためて感謝申し上げますとともに、以下に講演会の概要をご報告します。

【講演会要領】

1. 開催日時 平成 21 年 11 月 26 日 (木) 13 時 30 分～16 時 50 分
2. 会場 東京都中央区 浜離宮建設プラザ 10 階大会議室
3. 講師・テーマ 第 1 部 竹森 俊平 先生 (慶應義塾大学経済学部教授)
「経済危機は終わったのか？」
第 2 部 高橋 伸夫 先生 (東京大学大学院経済学研究科教授)
「<育てる経営>のススメ」

【講演の概要】

- 第 1 部 慶應義塾大学経済学部教授 竹森 俊平 先生
「経済危機は終わったのか？」

1. 危機の分類と今回の経済危機

プリンストン大学のハロルド・ジェームス教授によると、経済危機は二つに分類することができる。まず一つ目は世界恐慌の始まりとされる 1929 年型危機である。この危機においては資産市場の混乱が生じたが、大手金融機関の破綻はなかった。もう一つは 1931 年型危機で、オーストリアの大手金融機関の破綻によって構造的問題が露出し、ドイツ、英国そして米国に不況をもたらし、各国の大銀行がバタバタと潰れた。その当時、ヨーロッパは米国から経済的な支援を受けており、国家としての信用力が毀損していたので、資本逃避が発生した。したがって、大恐慌は本質的に欧州の危機とされる。

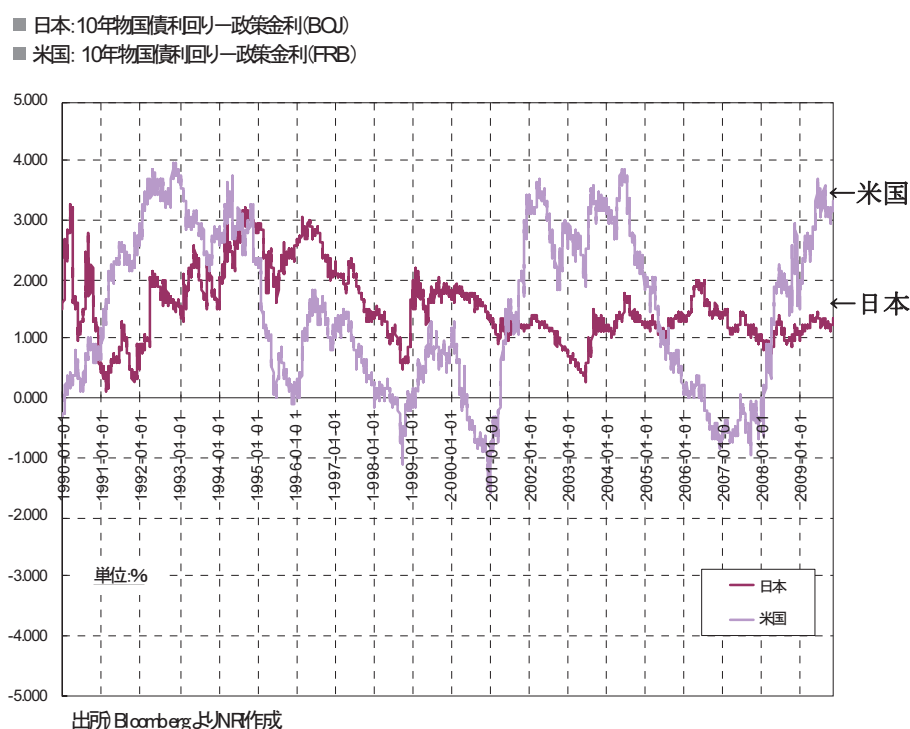
今回の経済危機の欧州での特徴は、発生前、グローバル化を利用して、設備が必要な産業を育成することは難しいアイスランドやアイルランドなどの小国が、他国より低水準の法人税率等を武器に金融ビジネスを招致し、大規模に多国籍にまたがって経営していたこ



とがあった。金融危機が発生し、それらの国の銀行の危機脱出のための必要額が、国の許容量を超えてしまい、結果的に国家的な危機を招いた。自国の GDP の 10 倍もの銀行資産を有するアイスランドにおいて一度金融機関が経営危機に瀕すると、国家さえ金融機関を救済できない事態に陥る。なぜなら、救済しようとする、国家自体が危機に瀕するからである。そのため、アイスランドの金融機関は自社の資産をヨーロッパ中央銀行（ECB）に購入してもらうことで経営危機を回避しようとしたのである。

ECB は EU 加盟国を救済する役割は持たず、各国金融機関に対して支援を行う役割であるが、今回のアイスランドのケースは実質的に国家を救済したに等しい。米国の FRB（連邦準備委員会）と ECB のバランスシートの規模を比較すると、ECB が約 1.5 倍の資産を保有しており、資産が膨張している。なお、日銀は CP（コマーシャルペーパー）の購入を止めるなど資産拡大に消極的である。

図 10年物国債利回りの推移(対政策金利スプレッド)



NRI Copyright (C) 2009 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

日本と米国の 10 年物国債利回りの推移（対政策金利スプレッド）をみると、1990 年から 2009 年まで、日本は比較的平坦であるが、米国はアップ・ダウンが繰り返されメリハリがある。つまり、今回の経済危機で、米国は 10 年物国債利回りと短期金利とのスプレッド

(金利差)を生み出し、そこで儲けを出させて金融機関を支援してきたが、日本はそのような支援をしてはいない。

2. 世界経済危機の現状（峠は越えたのか？）

“ $GDP = (GDP/雇用) \times 雇用$ ”とGDPを2つの部分に分けて考えることが可能である。この式から、GDPが恒常的に低水準になるということは、右辺の前半の労働生産性「 $GDP/雇用$ 」が経済危機のために低迷して賃金や利潤が低迷し続けることか、右辺後半の「雇用」の低迷が長期的に続くことのどちらかを意味する。米国では最近、労働生産性が向上しているので、雇用は低い水準を続けると思われ、10%の失業率を下げるのは困難であろう。

もう一つ重要な指標として“公債残高/GDP”をあげることができる。日本の場合、公債残高/GDPが1.8(180%)であり、GDPが低下すればこの比率が上がってくる。だからといって公債を減らせばいいというものではない。公債は長期需要までは作れないものの成長率低下に対する下げ止まりの作用をもっているからである。これら二つの指標から明らかなことは、GDP成長率の水準だけに注意すべきではないという示唆である。

また、今の金融市場は金融緩和を反映して活発化し、株価の反発も見られるが、もし出口戦略を早めた場合、低金利の短期借入に依存して利益を享受している金融機関が打撃を受け、新興国に流れている資金が逆流し始め、世界経済が二番底に陥る危険が高い。日本が出口戦略を進めれば、二番底を経験する可能性があるため、慎重に検討すべきである。

3. 新政権の経済政策への評価

私は、現政権については批判的である。なぜなら、経済危機の最中にあるのにもかかわらず、格差を是正させることを重視する「平等化」を目指しているからである。イギリス、フランス、ドイツなどのヨーロッパ諸国は「平等化」の考えから企業の成長または救済を重視する「プロ・ビジネス」への回帰が起こっており、左派から右派へのシフトが今回の危機で進んでいる。日本を除くアジア諸国、例えば中国、韓国、さらには米国でも同様の現象が顕在化している。日本では、今年のGDPが5~6%も落ち込む中、歳出削減作業が行われており、科学技術のような我が国にとっての唯一の活路に対して予算削減を迫る「アンチ・ビジネス」の姿勢は問題と思える。

著名な労働経済学者ティト・ボエリ氏は、最近の世界経済においてヨーロッパでは(A)「有期契約の解禁を初めとする労働契約の伸縮化」と同時に(B)「失業保険の対象期間の延長、保険額の拡充」を柱とする社会保険制度の強化も提案されてきた、とする。日本では小泉政権が(A)を進めたが、(B)はまったく進めなかった。最近、我が国では製造業における派遣を原則禁止しようという取組みが続けられているが、この取組みにより本来必要とされる雇用の伸縮性が失われると考えられる。

4. 世界経済回復の方策とは？

欧米の経済学会では公共事業が一番有効という考え方が常識であるし、IMF もこの考えである。事実、今年の世界経済の伸びの 3 分の 1 から約半分は中国の公共事業によるものである。中国、韓国のように通商政策、産業政策との連携を持った公共事業を日本も積極的に推進すべきである。

今後の世界経済の展望であるが、中国がいかに旺盛な公共投資をしても、これまでの成長が本質的に米国市場依存型であった以上、米国経済が本格的に立ち直らないかぎりいずれ行き詰まり、世界全体が低成長に向かうという悲観的なシナリオが存在する。しかし、たとえ米国の消費水準が従来以上に低下しても、貯蓄率が高く、金融セクターに深刻な問題がなく、製造業に強みを持つアジア経済は、北米市場で相対的に強いポジションを有している。そのため、日本車は今後もライバルがつかずいた北米市場のシェア拡大が期待できるだろう。

一方、金融に依存して成長を実現してきた米国、英国の将来は不透明である。またドイツは製造業と輸出に強みを持つが、我が国とは異なり、環境・省エネ技術の推進は不十分であるという問題を抱えている。

日本は欧米諸国ほど経済状況が悪化しておらず、とにかくどんどん「プロ・ビジネス」の政策を現政権が全面的にサポートすべきであり、「内」ではなくて、「外」に向かっていく政策が求められている。

(担当：研究員 黒澤 知広)

第2部 東京大学大学院経済学研究科 教授 高橋 伸夫先生

「育てる経営」のススメ

1. 序論（成果主義と日本型年功制）

私は、20代の頃、東京大学で統計学教室の助手をしていた頃から、日本生産性本部が主催する社会人向けの夜間ビジネススクールの講師を務めるようになった。そのスクールの生徒は、40歳前後の企業人の方々に、主にディスカッションを担当していたが、15年間で、時間に換算すると数千時間、200社以上の企業人の方々に話を伺い、2万人以上の



モラル・サーベイ（従業員意識調査）のデータを集めさせていただいた。その中で、当時強烈に印象に残ったことがある。それは大企業において、年功序列の企業が一社も無かったことである。

バブル崩壊後、90年代初頭に年俸制、中頃に成果主義が流行した。それらを推奨する立場の人々が、共通して標的にしていたのは年功序列であった。しかし、当時私には、彼らがこの世に存在しないものを批判し、自分達の主張を売り込んでいるように感じられた。2004年に私は『虚妄の成果主義』を出版したが、その中で主張したかったことは、ある程度の歴史を持った日本企業の人事システムの本質は、給料ではなく、次の仕事の内容で報いるシステムであること、また日本の賃金制度では、動機付けの観点ではなく生活費を保障する観点から平均賃金カーブが設計されてきたことである。この両輪が日本企業、ひいては日本経済の成長を支えてきたのである。これは年功序列などではなく、年功ベースで差の付くシステムであり、私はこのシステムを「日本型年功制」と呼んでいる。そして21世紀になると、成果主義に対する世間の風向きは変わり始めた。マスコミの論調も、「成果主義は失敗した」、あるいは「上手く機能していない」という内容に変わった。

2. 日本企業の実状

以前、成果主義を採用している企業の人事担当者が、制度導入後に認識した事項として2点をあげていた。1点目は主観評価にはブレがないこと、2点目は評価分布上、真ん中のクラスにいる殆ど差のない人達に対して、無理矢理に差を付けようとするため、両端のクラスにいる人達に対する評価が、ぶれてしまうことである。

AからEの5段階評価をよく目にするが、各評価に割合の枠が設定されていることが多い。ある企業がこの枠を取り除いて客観評価を行った結果、Cの評価が全体の9割を占めた。1980年代に都市銀行が同様の評価方法を導入した結果、彼らは2つの点に気が付いた。1つはAとEの評価が固定席であること、2つ目はBからDの評価対象者が年中入れ替わ

ることであった。また、重要なことは、B から D のいわゆる「ドングリ」にも未来があることで、大方の人は仕事や上司に恵まれないと芽は出ないが、ある時に仕事や上司に大変恵まれ、数年間で役員にまで駆け上がった方々に何人も会った。このように自分達の行った人事評価が、結果として適材適所となることは、まさに人事の醍醐味である。

日本の企業では、度々、自嘲気味に「誰でも課長になれる」と批判する。しかし、日本の企業は将来管理職になれそうな人材、つまり課長職以上になれそうな人材を採用している。実際に誰でも課長になれるのなら、それは採用活動が成功したということである。むしろ問題なのは、一生懸命採用活動を行ったにも拘らず、ダメな社員が出て来てしまうことである。

成果主義は日本の風土に合わないと思っっている方が多いと思うが、論理的に破綻しているのである。かつて、コンサルタントの方は、成果主義導入のメリットとして企業の業績向上と人件費の削減を主張していた。しかし、この 2 つの命題は両立しない。成果主義を導入している企業で社員の給料が下がるなら、企業の成果が下がったことを意味する。ならば、逆に、企業の業績が上がったにも拘らず、給料が下がることはあり得ない。好景気の時に成果主義を導入している企業はほとんどなかったが、その理由は成果主義の運用に失敗したこととは別に、給料の上昇を防ぐためでもあった。そもそも予算制約のある企業において、給与にリンクした客観評価はあり得ないのである。

3. 客観的は無責任である、「客観的＝無責任」からの脱却

以前、成果主義を導入しようとしている企業の人事担当者が、客観評価のメリットとして、評価者が責任を回避できることを挙げていた。これは大変むごい話である。評価とは、それ自体に責任を伴う上司の判断である。にもかかわらず、客観的だと主張することは、部下から見れば責任回避にしか見えない。もしそれをしてしまったら、その上司の言うことにはもう誰も付いて行かなくなる。そして、その無責任ぶりがすぐに部下にも伝染する。上司が毎年査定を行うと言え、誰でも 1 年以内に成果の出せる仕事ばかりをするようになる。また、各人に目標を設定させ、達成度を見ると言え、低めの目標を掲げるようになる。さらに、客観指標を使った目標を設定すれば、本来やってはいけないことであっても、成果と評価を上げるためそれだけをピンポイントで狙う者が出て来るのである。

また、「数字」は数年間ならいくらでも作ることができる。度々、社長が設定した無理に高い目標を達成するため、社員が数字を作るケースを耳にすることがある。これが 1 年や 2 年程度あれば数字を作ってもどうにかなるが、5 年、10 年と続くと会社はダメになる。共産主義経済は不毛なノルマ制によって崩壊した。同じ失敗を繰り返してはいけない。

目標管理においては、上司の力量と人望、覚悟が必要である。部下が働いても働かなくても同じと感ずるのであれば、それは人事制度の問題ではなく上司が無能だからである。無能な上司に対しては如何なるシステムも機能しない。

「本当」の評価とは何かとよく問われるが、私が知っているシンプルでまともな最上の

評価は、「また君と一緒に仕事がしたい」である。その一言で人の人生観は変わる。若い時にそうした経験をした人は、評価されることの意味を理解できるようになる。皆様には、周囲の若者に対し、そうした経験を積ませてあげていただきたい。

4. 仕事の報酬は次の仕事である、「賃金より仕事」の本当の意味

人はある仕事を達成すると、その次により大きい仕事を任せられるようになる。この「大きい」には2つの意味がある。1つ目は予算規模、2つ目は人員規模である。予算規模の大きい仕事が成功した場合、成果が上がるのは当然である。また人員規模が大きくなることは、その人が昇進していることを意味している。つまり、先に仕事のサイズが大きくなり、それに合わせて成果が上がり、昇進もするのである。

成果配分の方法は2つある。1つ目は賃金、2つ目は投資である。本来、成果配分は経営全体の問題であるため、投資を優先すべきである。投資、要するに予算をつければ、新しい事業、組織が生まれる。これで戦後の日本企業は活性化してきた。しかし、バブル崩壊以降の「失われた10年」では、多くの経営者は人事制度に手を付けたが、リスクのある投資は一切行わなかった。そのため、内部留保だけが蓄積され、その使い道が無い状態となった。その結果、そこを投資ファンドに狙われ、資金を増配によって渡している。本来であれば、企業や従業員のために使うべきである。

また、最近学生に対して、同一賃金、同一労働という言葉に騙されないよう指導している。日本では同じ企業内であっても、仕事のベースが変わり、徐々にその人にしかできない内容となり、それに伴い評価は変わり、給料も上がる。このように、そもそも同一労働などと言う概念は高度な仕事には成立しない。そして、企業内においては、「余人を以て代え難い存在」となることが重要なのである。企業の本当に欲しい人材は、「仕事出来る人」ではなく、「仕事を任せられる人」である。英国の経済学者ペンローズは、成長企業はマネジメント・チームと呼ばれる一団によって組織がコントロールされており、そのメンバー候補者は、時間がかかっても共になすべき仕事を持たなければならないと述べている。更に、チームは徐々にしか大きくできないため、企業の成長率には限界があるが、成長規模には限界がないとも述べている。こうした企業成長のために必要となるマネジメント・チームの形成において、仕事を任せられる存在となることが重要なのである。

皆様には、会社の未来を担う若者に対し我々が若い時にされて嬉しかったことをしてあげていただきたい。そして、若者にとって大切なのは、金でも客観的評価でもなく我を忘れて夢中になれる仕事、自分が成長している手ごたえ、そして仕事の達成感である。仕事の面白さに目覚めた人だけが本当の意味で一生懸命働くのである。皆様には若者と仕事を共にし、仕事の面白さ、一緒に仕事をする面白さを伝えていただきたい。

(担当：研究員 河野 耕作)

Ⅱ. 2010年3月期主要建設会社第2四半期決算分析

当研究所では四半期ごとに公表される主要建設会社の財務内容を階層的・経年的に比較分析することにより、建設業のおかれた経済状況とそれに対する各建設企業の財務戦略の方向性について、継続的に調査しています。

資料を提供して下さいました各社にはこの場を借りて、厚く御礼申し上げます。

(本分析は、2009年12月8日に各報道機関へ発表済みのものであり、業界紙で紹介されたものである。今回の掲載に当たり、一部文言の付加等を行っている。)

1. 分析の前提

(1) 分析の対象の指標

本分析は、各社の2010年3月期第2四半期決算短信から判明する財務指標の分析を提示する。第2四半期決算とは、主要建設会社の大部分が採用している3月で終わる年度の決算の第2四半期、つまり、9月期時点の決算を意味し、上半期の決算と、一部の指標では年度全体の予想も合わせて発表される。それらは、通例、毎年11月に各社から発表されている。なお、分析対象会社の一部は12月期決算を採用しているため、この場合、本分析では6月末時点の財務指標を使用している。

全般に、決算情報の開示は連結決算の指標で開示されているため、本稿でも連結決算での分析を行っている。なお、受注高については連結ではなく単独のみでの開示が多いため、単独での分析を行っている。

(2) 対象会社の抽出方法

当研究所の決算分析は、1997年に開始して以来、対象会社を固定して発表を行ってきたが、2009年3月期より、各企業の事業規模の変動が大きいことなどを考慮し下記のとおり抽出することとした。

- a) 全国的に業務展開を行っている総合建設業者
- b) 毎年度、以下の要件に該当するもの
 - ①建築一式・土木一式の合計売上高が恒常的に5割を超えていること
 - ②会社更生法、民事再生法などの破産関連法規の適用を受けていないこと
 - ③決算関係の開示情報が、非上場などにより限定されていないこと
- c) 上記a)及びb)に該当し、過去直近3年間の連結売上高平均が上位40位に入っている会社

(3) 抽出した分析項目

- ①受注高(単独) ②売上高、③売上総利益、④販売費及び一般管理費、⑤営業利益、⑥経常利益、⑦特別利益・特別損失、⑧当期純利益、⑨有利子負債、⑩工事進行基準への変更に伴う影響

(4) 対象企業の階層分類

売上高規模別に、以下の 3 つの階層「大手」・「準大手」・「中堅」に分類して、分析を行う。

階層	連結売上基準 (3年間平均)	分析対象会社	社数
大手	1兆円超	鹿島建設、大成建設、清水建設、大林組、竹中工務店	5社
準大手	2000億円超	長谷工コーポレーション、三井住友建設、戸田建設、西松建設、前田建設工業、五洋建設、フジタ、熊谷組、東急建設、安藤建設、奥村組、ハザマ、浅沼組、東亜建設工業	14社
中堅	2000億円未満	銭高組、福田組、鉄建建設、太平工業、飛鳥建設、東洋建設、大豊建設、ピーエス三菱、青木あすなろ建設、ナカノト建設、大本組、東鉄工業、若築建設、松井建設、大和小田急建設、矢作建設工業、大末建設、名工建設、不動テトラ、北野建設、徳倉建設	21社

注) 竹中工務店・福田組は、平成 21 年 12 月期 第 2 四半期決算のデータを使用

2. 分析結果の報告要旨

- ① 受注高（単体）は、昨年来の世界同時不況の影響により土木、建築とも大幅な落ち込みとなり、全体において対前年度同期比▲29.8%と大幅な落ち込みとなった。
- ② 売上高は、工事進行基準への会計基準の変更に伴う増加分があったものの、受注減少の影響で対前年同期比▲9.0%と減少した。（工事進行基準への変更に伴う増加分を除いた対前年同期比は▲11.9%である）「大手」「準大手」が減少するなかで「中堅」は+5.2%と増加した。
- ③ 売上総利益については、昨年度は資材価格の高騰等の影響で大幅な減少となったが、今年度は資材価格の低下等により 2007 年度並みとなった。
- ④ 特別損失は昨年度より減少したものの、投資有価証券評価損、貸倒引当金繰入などは昨年に引き続き多額の損失を計上した。
- ⑤ 受注高の大幅な減少は、今後の売上高・利益面に大きな影響を与えるものであり、2009 年度通期決算や来期以降の決算内容の悪化が懸念される。

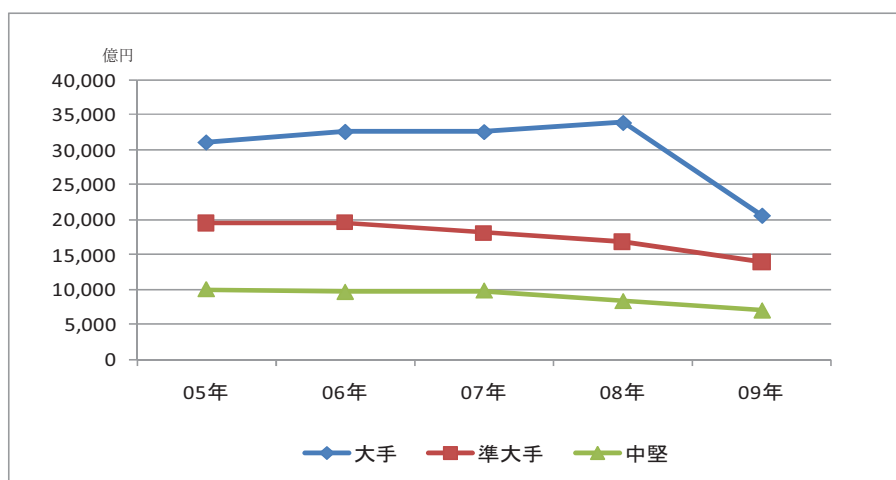
3. 主要分析結果

(1) 受注高 (単独)

○合計 (建築+土木)

単位：百万円

年度	大 手		準 大 手		中 堅		総 計	
05年度	3,104,708	(対前年同期比)	1,943,432	(対前年同期比)	996,626	(対前年同期比)	6,044,766	(対前年同期比)
06年度	3,258,036	4.9%	1,950,652	0.4%	958,871	▲ 3.8%	6,167,559	2.0%
07年度	3,254,727	▲ 0.1%	1,802,177	▲ 7.6%	978,487	2.0%	6,035,391	▲ 2.1%
08年度	3,388,536	4.1%	1,683,235	▲ 6.6%	826,932	▲ 15.5%	5,898,703	▲ 2.3%
09年度	2,057,036	▲ 39.3%	1,388,317	▲ 17.5%	693,841	▲ 16.1%	4,139,194	▲ 29.8%

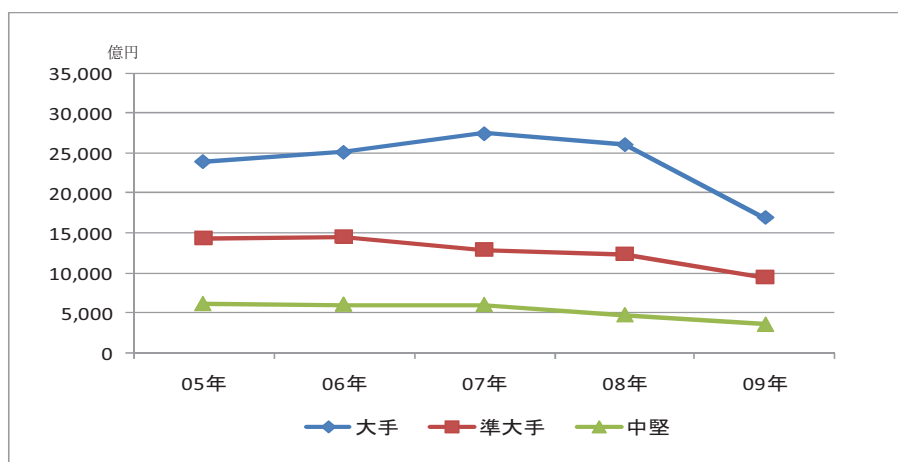


- ・ 受注高は総計で対前年同期比▲29.8%、17,595億円程減少した。特に大幅に減少したのは「大手」で対前年同期比▲39.3%であった。
- ・ 受注高の減少は2010年度以降の売上高への影響が懸念される。

○建築

単位：百万円

年度	大 手		準 大 手		中 堅		総 計	
05年度	2,391,951	(対前年同期比)	1,435,142	(対前年同期比)	612,571	(対前年同期比)	4,439,664	(対前年同期比)
06年度	2,510,463	5.0%	1,453,643	1.3%	604,051	▲ 1.4%	4,568,157	2.9%
07年度	2,745,039	9.3%	1,287,420	▲ 11.4%	601,917	▲ 0.4%	4,634,376	1.4%
08年度	2,606,487	▲ 5.0%	1,237,456	▲ 3.9%	476,483	▲ 20.8%	4,320,426	▲ 6.8%
09年度	1,685,950	▲ 35.3%	946,291	▲ 23.5%	360,895	▲ 24.3%	2,993,136	▲ 30.7%

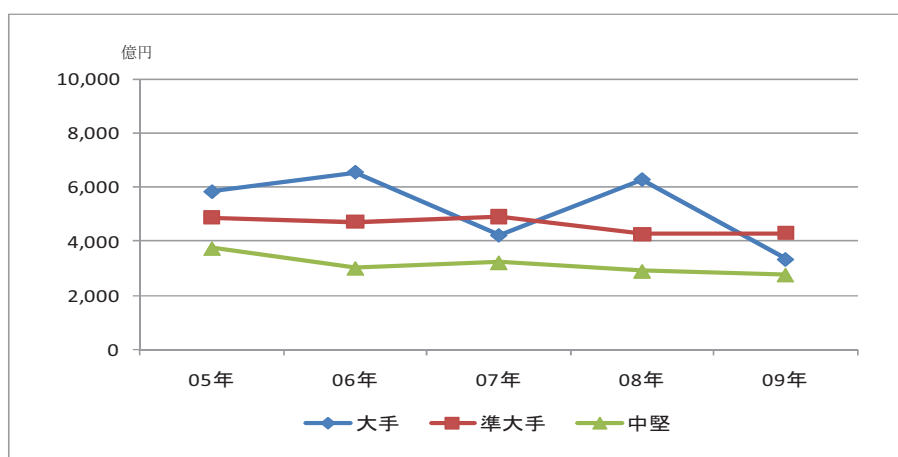


- ・ 建築は、民間企業の設備投資・マンション建設・開発案件等の大幅な減少により、全体に減少となった。(対前年同期比▲30.7%)
- ・ 特に「大手」の受注高の減少が激しい。(対前年同期比▲35.3%)

○土木

単位：百万円

年度	大手		準大手		中堅		総計	
	金額	(対前年同期比)	金額	(対前年同期比)	金額	(対前年同期比)	金額	(対前年同期比)
05年度	582,562		487,278		374,108		1,443,948	
06年度	654,055	12.3%	471,213	▲ 3.3%	300,325	▲ 19.7%	1,425,593	▲ 1.3%
07年度	421,837	▲ 35.5%	489,648	3.9%	321,048	6.9%	1,232,533	▲ 13.5%
08年度	627,191	48.7%	426,226	▲ 13.0%	289,255	▲ 9.9%	1,342,672	8.9%
09年度	333,297	▲ 46.9%	428,943	0.6%	275,816	▲ 4.6%	1,038,056	▲ 22.7%



- ・ 土木の受注額の減少は「大手」の受注高の大幅な減少（対前年同期比▲46.9%）が主な要因となっている。
- ・ 官庁工事の大型工事の発注が減少した影響が考えられる。

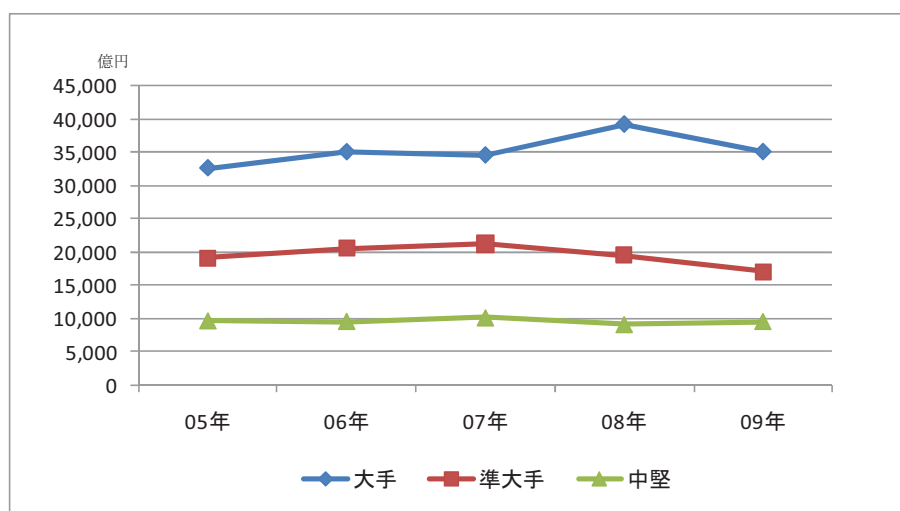
(2) 売上高

単位：百万円

年度	大 手	準大手	中 堅	総 計
05年度	3,250,586	1,907,840	963,123	6,121,549
06年度	3,493,660	2,053,781	954,949	6,502,390
07年度	3,445,290	2,120,216	1,009,567	6,575,073
08年度	3,910,790	1,945,175	904,900	6,760,865
09年度	3,494,906	1,704,813	951,866	6,151,585
09年度通期予想	7,430,000	4,212,000	2,254,250	13,896,250

(対前年同期比)

年度	大 手	準大手	中 堅	総 計
05年度	-	-	-	-
06年度	7.5%	7.6%	▲ 0.8%	6.2%
07年度	▲ 1.4%	3.2%	5.7%	1.1%
08年度	13.5%	▲ 8.3%	▲ 10.4%	2.8%
09年度	▲ 10.6%	▲ 12.4%	5.2%	▲ 9.0%



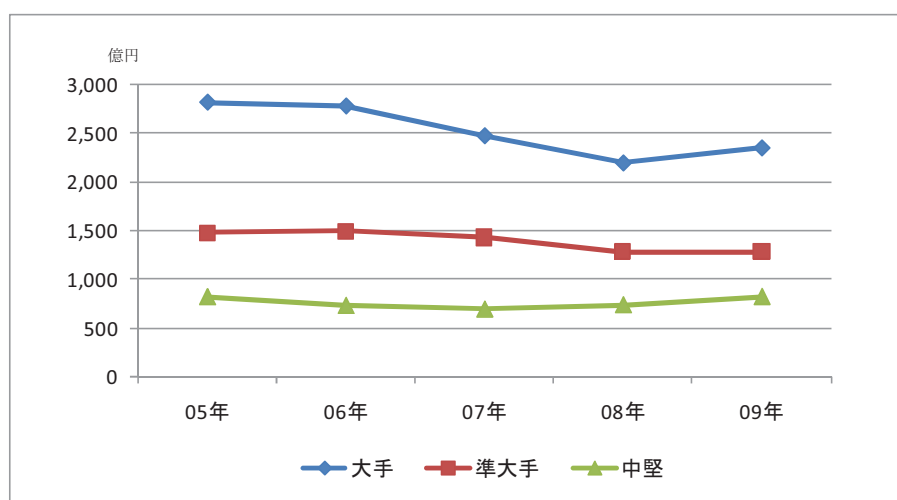
- ・ 売上高は、昨年度までに受注した大型工事の継続と工事進行基準への会計基準の変更による増加要因があったものの、受注高の減少が影響して、前年同期比▲9.0%となった。
- ・ 今後、受注高の大幅な減少が売上高に大きく影響してくる懸念がある。

(3) 売上総利益

単位：百万円

	大 手		準大手		中 堅		総 計	
05年度	281,617	8.7%	147,368	7.7%	81,668	8.5%	510,653	8.3%
06年度	277,811	8.0%	149,295	7.3%	72,823	7.6%	499,929	7.7%
07年度	247,200	7.2%	142,984	6.7%	69,106	6.8%	459,290	7.0%
08年度	219,062	5.6%	128,336	6.6%	73,511	8.1%	420,909	6.2%
09年度	234,586	6.7%	128,428	7.5%	81,836	8.6%	444,850	7.2%

注) パーセントは売上総利益率を示す



- ・ 売上総利益・利益率とも資材価格の安定から改善し、総計で7%台になったものの、2007年度並みに留まる。(内訳：「大手」1.1%ポイント増加、「準大手」0.9%ポイント増加、「中堅」0.5%ポイント増加)
- ・ 売上総利益の増加の理由としては、工事進行基準の会計基準の変更に伴う増加分(全体で150億円)にも留意する必要がある。(売上総利益以下の各利益にも同様に影響する。)
- ・ 昨年度は資材価格の高騰や海外工事での多額の損失を計上した特殊要因で減少した。今年度の増加は、その分の反動増の要因もある。

(4) 販売費及び一般管理費（販管費）

単位：百万円

	大 手		準 大 手		中 堅		総 計	
	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
05年度	207,160	6.4%	125,326	6.6%	75,150	7.8%	407,636	6.7%
06年度	204,384	5.9%	124,826	6.1%	73,922	7.7%	403,132	6.2%
07年度	199,079	5.8%	123,465	5.8%	74,965	7.4%	397,509	6.0%
08年度	204,888	5.2%	123,685	6.4%	73,626	8.1%	402,199	5.9%
09年度	191,760	5.5%	116,700	6.8%	62,986	6.6%	371,447	6.0%

注) パーセントは販管比率（＝販管費／売上高）を示す

- ・ 販管費は総計で約 308 億円減少した。(対前年同期比：「大手」6.4%ポイント減少、「準大手」5.6%ポイント減少、「中堅」14.5%ポイント減少)
- ・ 「中堅」は大幅な販管費削減を実施した。
- ・ 全体において継続的な販管費削減を実施した。
- ・ 受注高の減少に伴い今後の売上高の大幅減が予想される中で、今後の販管費の削減動向を注視する必要がある。

(5) 営業利益

単位：百万円

	大 手		準 大 手		中 堅		総 計	
	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
05年度	74,457	2.3%	22,042	1.2%	6,518	0.7%	103,017	1.7%
06年度	73,427	2.1%	24,469	1.2%	▲ 1,099	▲ 0.1%	96,797	1.5%
07年度	48,121	1.4%	19,519	0.9%	▲ 5,859	▲ 0.6%	61,781	0.9%
08年度	14,174	0.4%	4,651	0.2%	▲ 115	▲ 0.0%	18,710	0.3%
09年度	42,824	1.2%	11,728	0.7%	18,850	2.0%	73,402	1.2%

- ・ 売上総利益の増加と販管費の削減により営業利益は改善がみられるものの、総計で2006年度以前の水準には達していない。
- ・ 「中堅」については、2006年度から営業赤字であったが、販管費削減等が寄与し営業黒字となった。
- ・ 受注高の減少に伴う今後の売上高の減少で、営業利益の大幅な悪化が懸念される。

(6) 経常利益

単位：百万円

	大 手		準 大 手		中 堅		総 計	
	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
05年度	80,153	2.5%	10,495	0.6%	5,312	0.6%	95,960	1.6%
06年度	80,731	2.3%	20,828	1.0%	▲ 2,172	▲ 0.2%	99,387	1.5%
07年度	62,923	1.8%	15,851	0.7%	▲ 6,151	▲ 0.6%	72,623	1.1%
08年度	17,376	0.4%	▲ 1,142	▲ 0.1%	▲ 1,731	▲ 0.2%	14,503	0.2%
09年度	46,192	1.3%	6,612	0.4%	17,286	1.8%	70,090	1.1%

- ・ 全体において営業利益の増加に伴い経常利益も総計で 2007 年度並みになった。
- ・ 「中堅」は、営業利益と同様、2005 年度以来の黒字を確保した。
- ・ 昨年度は「大手」を中心に営業外費用で為替差損を多額に計上したため、経常利益に影響が大きく出た。今年度も為替差損の計上はあったものの、売上総利益の増加により経常利益はある程度回復した。

(7) 特別利益・特別損失

単位：百万円

項 目	大 手		準 大 手		中 堅		総 計	
	09年度	08年度	09年度	08年度	09年度	08年度	09年度	08年度
特別利益	14,908	17,531	11,804	4,076	3,956	11,556	30,668	33,163
投資有価証券売却益	9,005	8,369	3,651	275	598	8,350	13,254	16,994
固定資産売却益	1,215	2,345	248	743	735	266	2,198	3,354
特別損失	15,391	24,821	13,917	23,553	11,539	19,352	40,847	67,726
投資有価証券評価・売却損	4,075	4,496	2,674	5,793	408	959	7,157	11,248
固定資産売却・評価・除却損	31	0	207	418	534	2,622	772	3,040
開発事業整理	0	0	1,426	0	0	0	1,426	0
貸倒損失・引当等	4,199	0	4,081	9,411	1,536	4,798	9,816	14,209
棚卸不動産評価損	0	3,139	0	448	1,124	2,138	1,124	5,725
減損損失	2,213	0	1,529	429	3,017	1,899	6,759	2,328

- ・ 昨年同様、新興デベロッパーの破綻等により、貸倒損失・引当等の計上が目立つ。
- ・ 株式相場の低迷により、投資有価証券評価損・売却損の計上が目立つ。
- ・ 多額の投資有価証券売却益（特別利益）が昨年同様、計上されており、特別損失の補填を目的としたと思われる。

(8) 当期純利益

単位：百万円

	大 手		準 大 手		中 堅		総 計	
05年度	35,188	1.1%	286,350	15.0%	▲ 17,737	▲ 1.8%	303,801	5.0%
06年度	56,397	1.6%	6,676	0.3%	▲ 20,746	▲ 2.2%	42,327	0.7%
07年度	60,039	1.7%	▲ 26,577	▲ 1.3%	▲ 14,507	▲ 1.4%	18,955	0.3%
08年度	4,662	0.1%	▲ 24,706	▲ 1.3%	▲ 20,495	▲ 2.3%	▲ 40,539	▲ 0.6%
09年度	28,107	0.8%	3,295	0.2%	1,258	0.1%	32,660	0.5%

- ・ 経常利益の持ち直しと特別損失の減少から全体で黒字となった。しかし、工事進行基準への会計基準の変更に伴う増加分（全体で 150 億円）があるにもかかわらず当期純利益は僅かであり、依然厳しい状況には変わらない。（工事進行基準の増加分を除くと「準大手」・「中堅」は純損失となる）
- ・ 全 40 社中 17 社が純損失となっている。

(9) 有利子負債

単位：百万円

	大 手	準 大 手	中 堅	総 計
05年度	1,655,097	1,044,996	483,568	3,183,661
06年度	1,634,693	850,800	432,413	2,917,906
07年度	1,707,408	866,768	414,220	2,988,396
08年度	1,879,202	911,845	408,143	3,199,190
09年度	2,175,159	963,072	433,609	3,571,840

- ・ 有利子負債は総計で対前年同期比 3,726 億円増加している。特に「大手」の増加幅が大きいものとなった。
- ・ 受注減少に伴い、前払金等の工事代金の入金減少をカバーするため短期借入金が増加した。
- ・ 有利子負債の増加は一過性のものであり年度末には昨年度と同等になると説明をした会社もある。

(10) 工事進行基準への変更に伴う影響

単位：百万円

	大 手		準 大 手		中 堅		総 計	
	売上高 増加額	各利益 増加額	売上高 増加額	各利益 増加額	売上高 増加額	各利益 増加額	売上高 増加額	各利益 増加額
09年度	63,438	4,153	67,476	5,384	61,517	5,510	192,431	15,047

- ・ 2009 年度より各社新会計基準に基づき、第 2 四半期までの進捗部分について成果の確実性が認められる工事は、工事進行基準が適用されている。会計基準変更による増加分が売上高、各利益に含まれていることになる。
- ・ 工事進行基準への会計基準の変更に伴い増加分が売上高・各利益に計上されたことが当期純利益の回復に寄与したと考えられる。

(担当：研究員 黒澤 知広、小室 隆史、岡田 康男)

Ⅲ. 不動産証券化における信託の役割と現況

(財)建設経済研究所総括主任研究員

齋藤 哲郎

本稿は、不動産証券化市場における信託の役割と現況について、データに基づいてご説明するものです。

はじめに

わが国において不動産の証券化が始まったのが平成9年頃、それから約10年の間に不動産証券化市場は急激な拡大を見せ、これに伴い一時は投資用不動産のほとんどが実物不動産から不動産信託受益権へと置き換わったような状況にあった。

しかしながら、金融商品取引法の制定に代表される金融に対する法的規律が不動産投資の世界にも波及し、また、未曾有の金融危機をきっかけに信用不安が高まり、実体経済も低迷する中で、不動産証券化市場そのものが縮小し、その中での信託の役割やウエイトも変わってきている。

本稿では、不動産証券化に際して信託が果たしてきた役割について振り返るとともに、不動産証券化市場における信託の現況、特に最近の変化についておおまかな分析を試みる^{*1}。

1. 不動産証券化市場における信託の役割

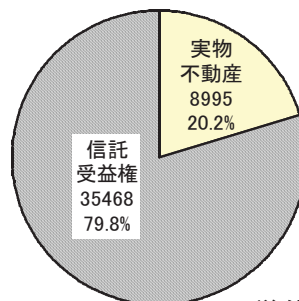
不動産証券化市場における資産の売買は、その大部分が不動産信託受益権の形をとって行われてきている。例えば、平成10年度から平成20年度までの証券化不動産の累計額に占める不動産信託受益権の割合をみても、その80%に上っている(図表1)。

図表1 平成10～20年度証券化不動産累計額に占める実物不動産及び不動産信託受益権の割合

注)取得価格ベース

J-REITについては、不動産と不動産信託受益権の双方を含む物件は除外している。

資料:不動産証券化の実態調査(国土交通省)、各J-REIT公表資料



単位:10億円

*1 なお、本稿は、かつての拙稿の一部を抜粋し、データの更新に合わせて記述内容を若干改めるとともに、内容を簡略化したものである。詳細は、「不動産証券化における信託の役割とその現況・展望」(土地総合研究第15巻第4号)参照。

このように不動産信託受益権がさかんに用いられてきた理由としては、通常以下のような要因が挙げられている。

① 流通税コストが格段に低くなること。

不動産信託受益権は金融資産であって不動産ではないため、不動産取得税の課税対象とはならない。また、登録免許税についても、信託受益権の場合は登記数×1000円で済むのに対し、実物不動産の場合建物価額の2%+土地価額の1%(平成22年度まで)を課税される。なお、信託受益権による場合には、受益権取引に先立ちオリジネーターから信託会社への信託譲渡が前提となるが、信託譲渡の場合不動産取得税は非課税であり、登録免許税は不動産価額の0.2%であることから(平成22年度まで)、信託譲渡による課税コスト自体も一般の土地譲渡に比較してはるかに低くなっている。なお、消費税については、建物価額又は建物価額相当分の5%を課税されるため、両者に課税コストの差は生じない。

② 不動産特定共同事業法の適用を回避できること

投資家から出資を募り、その資金により不動産を取得して運用益を投資家に還元する場合、当該事業は不動産特定共同事業に該当し、資金募集・運用主体は不動産特定共同事業法第3条に定める許可を得る必要が生じる。この許可については、宅地建物取引業の免許が必要なほか、資本金1億円以上の法人であること、不動産特定共同事業を適確に遂行するに足りる財産的基礎及び人的構成を有することといった要件が定められている(不動産特定共同事業法第9条)。不動産証券化において形式上出資募集・資産運用の主体となるSPC(特別目的会社)は、単なるビークルに過ぎず、そのようなペーパー会社に宅建業免許や資本金1億円以上といった要件を満たすことは困難であり、したがって実物不動産をSPCが取得することは不可能である。不動産信託受益権を用いることにより不動産特定共同事業法の対象外となり、SPCが自ら出資を募って不動産(信託受益権)を取得しこれを運用することが可能であった(なお、金融商品取引法(以下「金商法」という。)の施行に伴い自己募集は事実上不可能となった(金商法第2条第8項第7号へ・第29条)。)。

③ 信託銀行の介在により安全性・信頼性が高まること

不動産及び金融資産の管理・運用のプロである信託銀行の介在により、資産運用に対するチェック体制が築かれることとなる。これにより、資産運用に係る遵法性、安全性が高まり、投資家やレンダーからの信頼が得やすくなる。

また、投資対象資産は、信託財産という形で明確に分別管理されることになるため、運用会社が対象資産を何らかの形で毀損するといったことも想定しにくく、資産保全がより確実に担保されることとなる。

その他、財産の分別管理が行いやすい、受益者間での優先劣後関係を形成しやすい、受益権に質権を設定する方が（実物不動産に抵当権を設定する場合に比べ）担保権の実効性確保が容易となる等のメリットもいわれてきている^{*1}。

もちろん、不動産信託受益権の活用にもデメリットが存在する。まず、信託報酬の支払いが必要となる分コストは増えることになる。また、手続的には複雑化、煩雑化し、組成コストや組成に要する時間は増大する。そしてファンド組成後においても、このスキームの複雑さや信託銀行による審査を経なければならないことが資産の機動的運用の隘路となることも考えられる。

ただ、不動産信託受益権を用いるデメリットについては、事業者によって認識にばらつきが多く、最近までは特段のデメリットを感じていない事業者が多かったのが実態のようである^{*2}。

2. 不動産証券化市場における信託活用の現況

以上のように、信託は、不動産証券化市場においてさかんに用いられてきた訳であるが、リーマンショック以来の金融市場の低迷により、その活用が減少しつつある。以下では、不動産証券化市場における信託活用の減少傾向について、いくつかの観点から示すこととする。

（1） 東京都心部における信託設定及び受益権取引の動向

不動産の証券化は、全国津々浦々で行われている訳ではなく、その市場は証券化コストに見合うだけの収益が得られる大都市圏にほぼ限られている。例えば、平成 21 年末現在で J-REIT の物件取得価額合計に占める都心 5 区（千代田、港、中央、渋谷、新宿）の割合は、42.9 %に達している。そこでまず、不動産証券化市場の主な舞台ともいえる東京都心部の状況についてみていくこととする。

図表 2 は、全国の市区町村の中でずば抜けて J-REIT 物件の多い東京都港区^{*3}における平成 10 年から平成 19 年までの信託設定・抹消及び信託受益権取引の実質的件数の推移である。

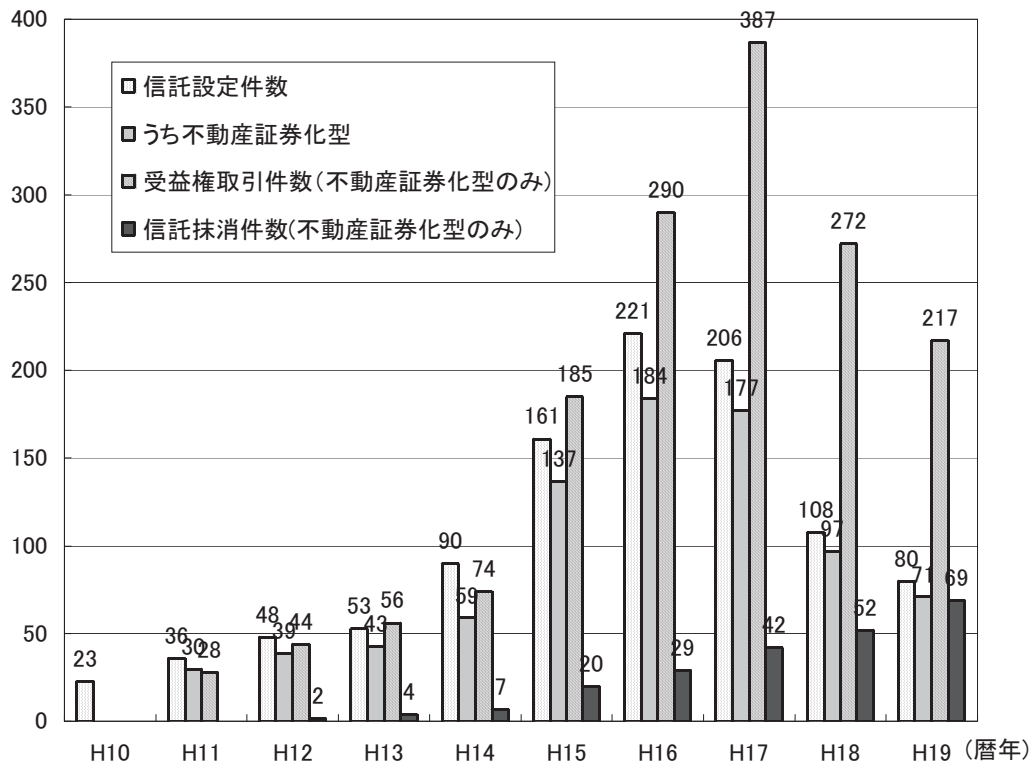
この図によると、東京都心部での信託設定及び受益権取引は、平成 16 ～ 17 年頃にピークを迎え、平成 18 年以降減少に転じていることがわかる。リーマンショックのあった平成 20 年の数字は把握できていないが、さらに急速に減少しているものと推察される。

*1 （財）土地総合研究所「不動産ファンドにおける信託受益権をめぐる実態調査」p12

*2 前掲「不動産ファンドにおける信託受益権をめぐる実態調査」p14

*3 平成 21 年末現在で J-REIT 物件の 10.2%、193 件が東京都港区に存在する。なお、上場廃止となり現在民事再生手続中のニューシティレジデンス投資法人の保有分を含む(以下同じ。)

図表2 東京都港区における信託設定・抹消件数と受益権取引件数の推移



注) 登記データを物件ごとに統合したデータをベースとしている(したがって、ほとんどの場合1件当たり複数の信託登記が含まれる。)

H9.4.1からH19.12.31までに設定された信託を対象としている。

1物件に含まれる信託登記の一部が抹消された場合であっても、他の信託登記が継続している場合は抹消件数に含めていない(建物が取り壊されて当該建物の信託が抹消されたが、土地に係る信託が継続している場合等)。

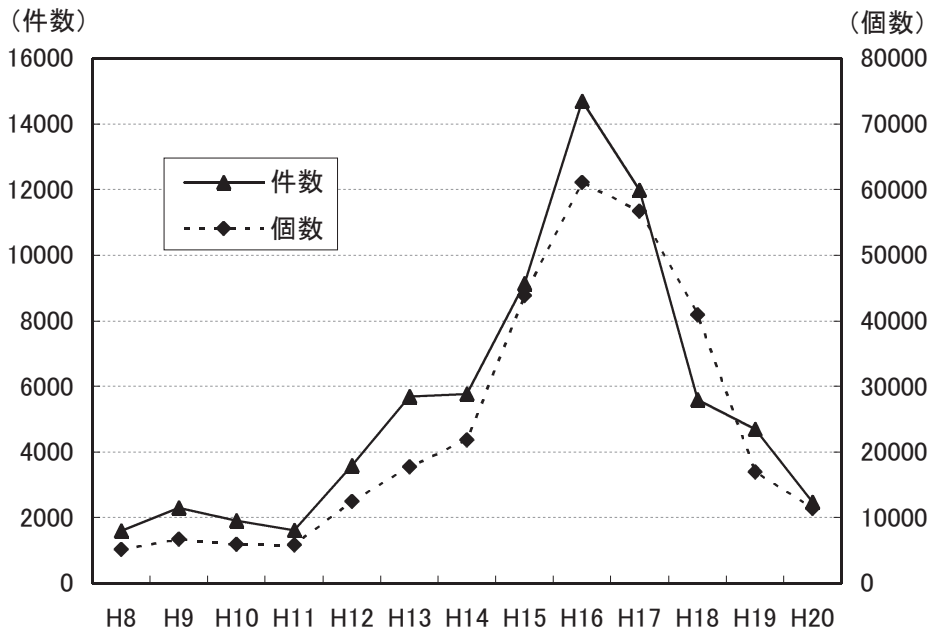
1物件について事後に信託設定が追加された場合は、追加分は信託設定件数に含めていない(土地が先行して信託され、建物竣工後に当該建物が信託された場合等)。

資料:「土地等の流動化及び土地市場における資金フローの実態に関する調査」(H20.3 国土交通省)

(2) 全国レベルでの信託設定・活用の減少

不動産に係る信託の活用は全国レベルでも減少している。図表3は、全国における不動産に対する信託登記の受理件数及び個数を示したものである。平成16年までは、右肩上がりで加速的に増加してきた信託登記設定の件数・個数が平成17年に減少に転じ、その後急速な減少を続けている。ここでの数値は、不動産証券化に関連したものに限られず、かつ、物件ベースの実質値でもないものの、その変化は、(1)で触れた東京都港区に係るデータとほぼ軌を一にしており、不動産証券化市場の動きに起因するものとみてまず間違いなであろう。

図表3 不動産に係る信託登記の件数・個数の推移

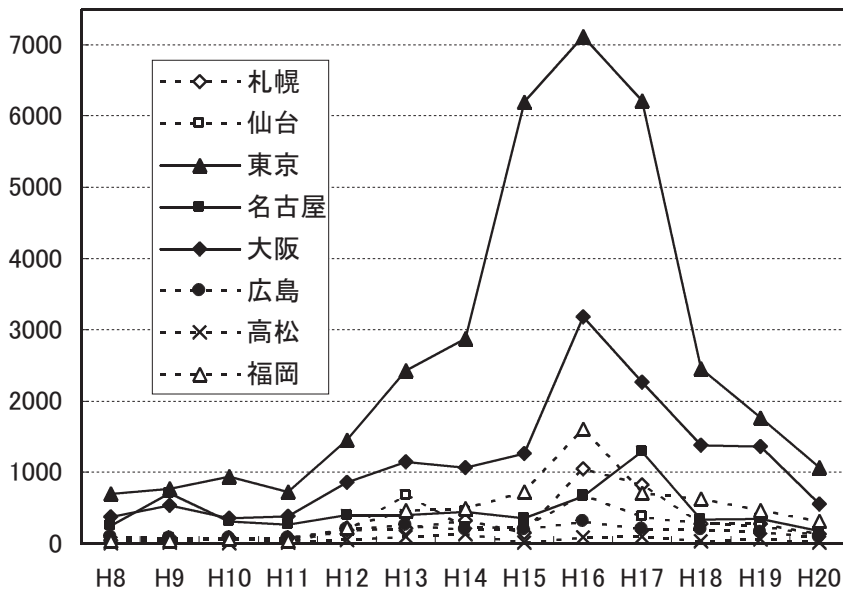


注) 土地登記と建物登記の合計。

設定、転売、抹消、条項の変更等信託に関するすべての登記が含まれるが、仮登記は含まない。

資料: 民事・訟務・人権統計年報(法務省)

図表4 地域別の不動産に係る信託登記の件数の推移



注) 全国の各法務局管内別の信託登記件数の推移

その他図表3の注に同じ。

資料: 図表3に同じ

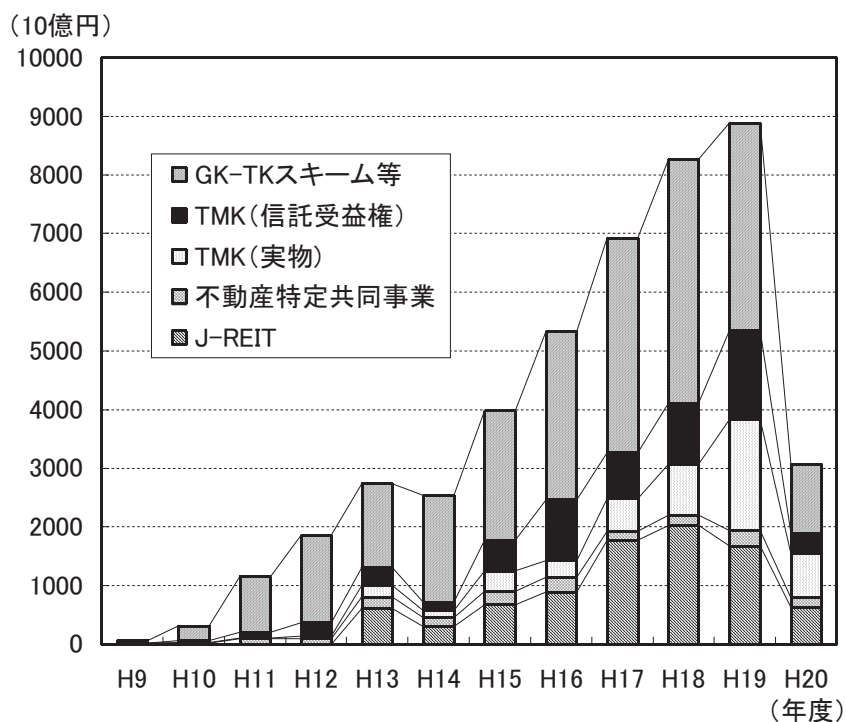
地域別の動向を把握するため、全国の各法務局別に信託登記の件数の推移を示したのが、図表4である。この図によると、平成16年までは大部分の法務局管内において信託登記

件数が前年より増加し、平成 17 年以降減少に転じている。ただ、名古屋法務局分のみはピークが 1 年ずれている。人口・産業集積の多い地域ほど変動は大きく、中国・四国地方は不動産証券化市場の活性化の影響をあまり受けてこなかったようにみえる^{*1}。

(3) 不動産証券化のスキーム別実績の推移

図表 5 は、全国の不動産証券化実績の推移をスキーム別に示したものである。平成 19 年度にピークを迎え、金融危機の影響を受けて平成 20 年度に急減している。ただし、不動産証券化スキームの中で最もシェアの高い GK-TK スキーム等(付注参照)についていえば、平成 18 年度まで 50 %以上を占めていたのに対し、平成 19・20 年度はそのシェアが 4 割を切っている。実績数でも平成 19 年度から減少が始まり、平成 20 年度には TMK とほぼ同数となっている。

図表 5 不動産証券化のスキーム別実績の推移



注) GK-TKスキーム等については、付注参照。TMKとは、資産の流動化に関する法律(以下”資産流動化法”という。)上の特定目的会社。

資料:平成20年度不動産証券化の実態調査

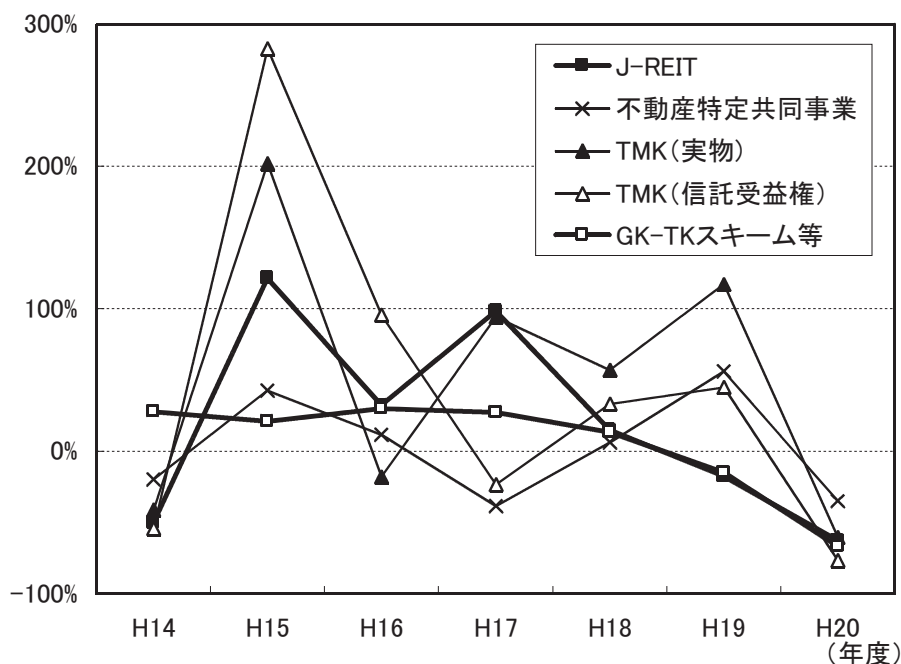
*1 平成 21 年末現在の主な地方政令市の J-REIT 物件数を比較しても、札幌市 58、仙台市 41、福岡市 69 に対し、広島市は 10 にとどまっており、三大都市圏以外の地域の中で比較しても、中国・四国は投資対象としてのウエイトが低かったことがわかる。

(付注) SPC を合同会社 (GK) の形で設立し、SPC が投資家との匿名組合 (TK) 契約に基づき資金を調達するスキーム。ほとんどの場合、匿名組合出資のほかに金融機関からノンリコースローンで融資を受けている。また、オリジネーター等からの倒産隔離を確保するため、SPC の議決権は別途設立した一般社団法人やケイマン SPC 等が保有する。

なお、合同会社制度のなかった平成 17 年 5 月の会社法施行前はもっぱら有限会社 (YK) が用いられており、現在も特例有限会社 (会社法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律第 3 条第 2 項) の形で存続する SPC も存する (この場合は YK-TK スキームと呼んでいる。)。また、一般社団法人については、一般社団法人及び財団法人に関する法律施行前は、もっぱら有限責任中間法人が用いられていたが、平成 20 年 12 月の同法施行に伴い、有限責任中間法人は一般社団法人へ移行した (一般社団法人及び一般財団法人に関する法律及び公益社団法人及び公益財団法人の認定等に関する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律第 2 条・第 3 条)。

次に、各スキームの実績前年比を示したものが図表 6 である。この図をみると、平成 17 年度以降、信託受益権での財産保有を行う GK-TK スキームと信託受益権の資産割合が多い J-REIT が、ともに伸びの鈍化、さらには減少を続けていることがわかる。これはすなわち、信託の活用が実物不動産の保有と比べて相対的に減少しつつあることになる。

図表 6 不動産証券化のスキーム別実績前年比

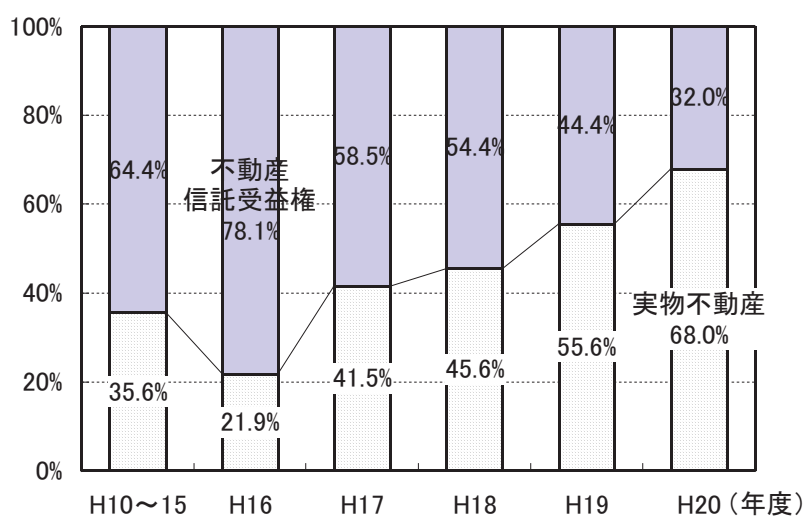


資料: 図表5に同じ

さらに、資産流動化法上の特定目的会社 (TMK) の資産構成にも、大きな変化がみられる。TMK は、制度上信託受益権、実物不動産のいずれの保有も可能であり、かつ、不動産取得に当たっての課税標準が取得価格の 1/3 となるといった税制上の優遇措置も設け

られているため、本来実物不動産取得にさかんに活用されることが期待されていたスキームである。ただ、税制上の優遇措置があるといっても不動産信託受益権の取得には（消費税を除き）流通税がほとんどかからないことに比べれば実物不動産の取得はコスト高となることは否めない。そのため、従前は TMK の保有資産においても不動産信託受益権がその多数を占めていた。ところが、平成 17 年度以降実物不動産の保有割合が右肩上がりとなり、平成 20 年度には全体の約 7 割を実物不動産が占めるに至っている（図表 7）。おそらく、TMK の場合他の事業体に比べて実物不動産に係る流通税負担のハードルが低いことから、実物不動産への移行がより起こりやすかったことによるものと考えられる。

図表 7 資産流動化法上の特定目的会社が保有する特定資産の種類別割合



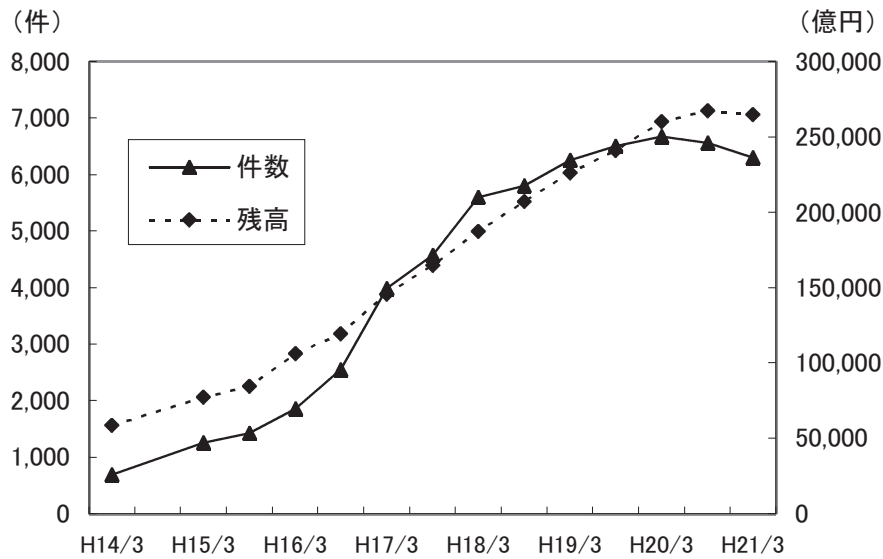
資料：図表5に同じ

(4) 資産流動化信託の全国動向

図表 8 は、各年 3 月末・9 月末における不動産に係る資産流動化の信託の受託件数及び残高の推移を示したものである。ストックベースのデータなので、年ごとの実績値を示したグラフに比べてその変化がわかりにくいだが、平成 19 年度頃から増加ベースが鈍り、平成 20 年度に入って減少に転じていることがわかる。また、受託価額ベースよりも件数ベースでの減少が著しい。

この受託件数の変化と受託価額の変化との乖離の要因の一つとしては、昨今の金融行政当局の監督強化に伴い、信託の引受けに当たっての審査が厳しくなり、比較的優良な不動産でなければ受託に応じなくなってきたことが考えられる。優良物件であれば、それ以外の物件に比べて高価額で規模の大きい物件が多くなり、結果的に受託件数の減少ほどには受託資産価額が減少しないことになろう。

図表8 資産流動化の信託(不動産)の受託状況の推移



資料:信託統計便覧((社)信託協会)

(5) J-REITの動向

最後に、わが国の不動産証券化市場の中核ともいえる上場不動産投資法人 (J-REIT) における信託の活用動向について触れる。

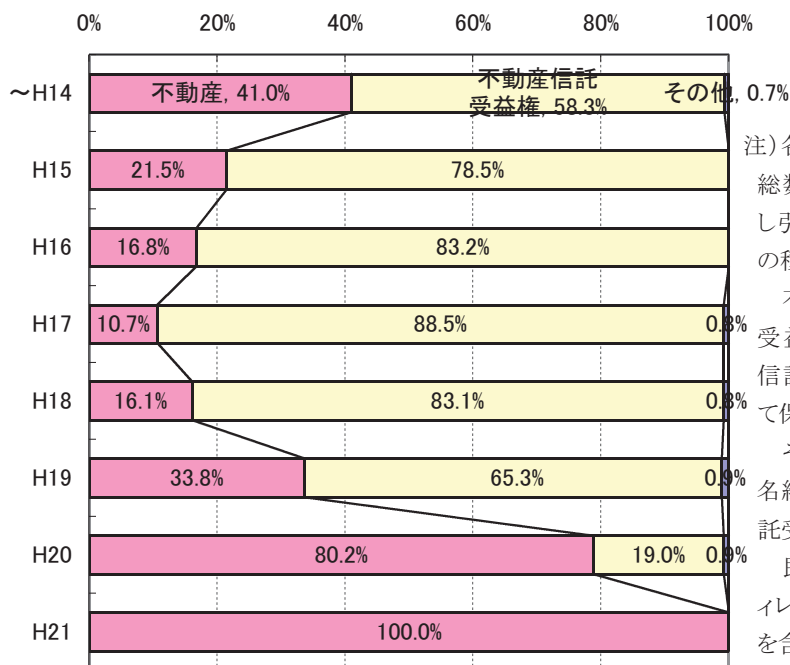
図9は、各年に新たに取得した物件数から各年に譲渡した物件数を差し引いた物件数(年間の純増物件数)について、図10は、特定資産の種類ごとに各年に新たに取得した物件の価額から各年に譲渡した物件の価額を差し引いた価額(年間の純増資産額)について、特定資産の種類ごとの割合を示したものである。

平成17年までは実物不動産の割合が減少し、不動産信託受益権の割合が増加する傾向が続いてきたが、平成18年以降は逆に実物不動産の割合が増加する傾向にある。特に物件数ベースでの実物不動産の割合の増加傾向が著しい。価額ベースよりも物件数ベースでの実物不動産の増加傾向＝信託受益権の減少傾向が目立つ理由としては、(4)に触れた受託者側での引受け審査の厳格化の影響も考えられる。ただ、J-REITの場合、投資口が上場有価証券であることとの関連もあって資産の適正な運用が強く求められていることから、信託会社に受託を拒まれるような資産の取得・保有は想定しにくい。むしろ、J-REITの場合一般的な私募ファンドとは異なりある程度長期にわたって保有することが前提となっているため、流通税コストを考慮してもその後の信託報酬コストを回避することを選ぶ傾向が強まってきたものと考えられる。

ちなみに、図表9において、平成21年の物件数割合において不動産が100%となっているのは、信託受益権の取得件数が0であった訳ではなく、不動産信託受益権、その他のいずれ特定資産も譲渡件数が取得件数を上回り、純増数がマイナスとなったことによる。信託受益権の物件数が前年比マイナスとなるのは、J-REIT上場開始以来初めてであり、

金融危機の影響から、物件の取得はあまり進まない一方で、借換資金の確保等のための物件売却がかなり行われていることを如実に示している。

図表9 J-REIT物件の各年純増分に占める不動産及び不動産信託受益権の物件数割合の推移



注) 各年内において取得した物件総数から譲渡した物件総数を差し引いた件数に占める特定財産の種類別の割合。

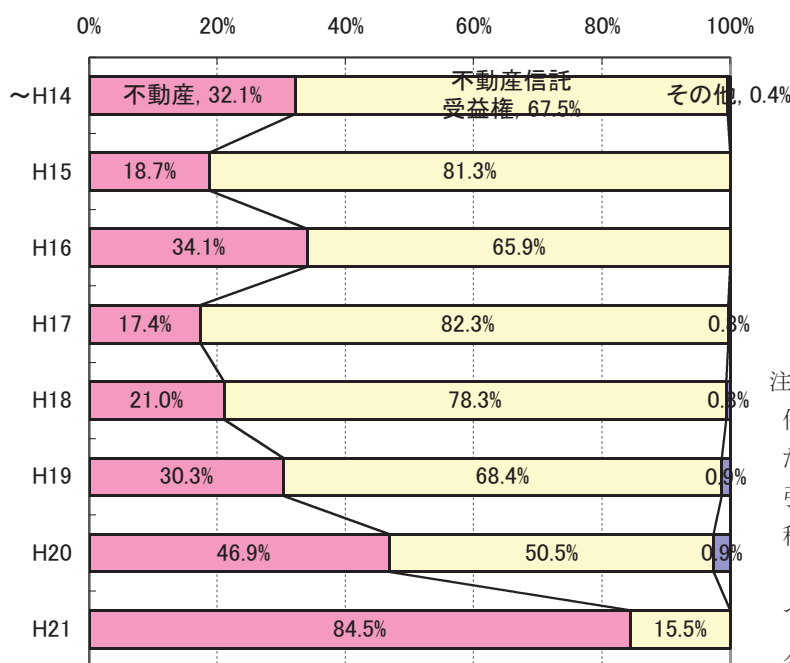
不動産の中には、不動産信託受益権として取得すると同時に信託契約を解除して不動産として保有するものを含む。

その他は、優先出資証券、匿名組合出資及び実物不動産と信託受益権との複合物件。

民事再生手続中のニューシティレジデンス投資法人の保有分を含む。

各J-REIT公表資料より作成

図表10 J-REIT物件の各年純増分に占める不動産及び不動産信託受益権の取得価額割合の推移



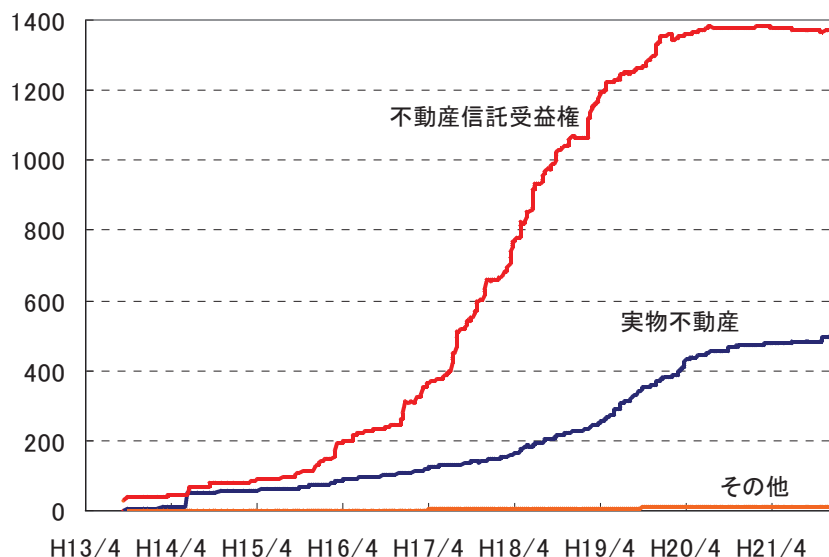
注) 各年内において取得した物件の取得価額合計から譲渡した物件の譲渡価額合計を差し引いた数に占める特定財産の種類別の割合。

不動産及びその他の定義については図表9と同じ。

各J-REIT公表資料より作成

なお、ストックベースでは平成 21 年末現在で、件数ベースでも取得価額ベースでも信託受益権の割合は7割を超えており、依然 J-REIT における主な資産形態が信託受益権であることは付言しておく(図表 11)。

図表 11 特定財産の種類別のJ-REIT物件数の推移



注)用語の定義については図表9と同じ。各J-REIT公表資料より作成

3. 信託活用の減少の要因・背景

金融市場が停滞し、不動産証券化市場に資金が入ってこない状況下では、信託受益権にせよ、実物不動産にせよ、その取得・流通が減少するのは、当たり前である。そこで、以下では信託受益権の取得が実物不動産の取得と比較して相対的に減少している要因・背景について、ごく簡単に触れることとする。

① 信託報酬等信託に係るコストの上昇

まず、信託報酬に代表される信託に係るコストの上昇が考えられる。不動産証券化を目的とした信託における信託報酬額がどのような増減で推移してきているかについては、明確なデータは見当たらない。ただ、平成 16 年の信託業法改正以降、信託業務の一部を外部委託する場合等における信託会社の責任が厳格化され、これへの対応が信託会社側のコスト増を招いていることは、信託銀行関係者のほぼ一致した見解であったようである^{*1 *2}。

*1 前掲「不動産ファンドにおける信託受益権をめぐる実態調査」p19

*2 その後の平成 18 年度改正により、制度上受託責任は軽減されたはずであるが、関係者から聞いた限り、運用面では実質的な緩和にあまり結びついていないようである。なお、信託業法第 22 条・第 23 条参照。

そもそも信託銀行の合併等により国内で不動産信託を取り扱える事業者の数が減少してきた上に、不動産証券化市場が急拡大して、不動産信託に係る業務がかなりタイトになってきていた。さらに、信託業法改正前に期待されていた不動産信託専門の新たな信託会社の設立もほとんどなされておらず、引き受け手不足に起因する信託報酬の上昇が生じやすい状況にあったことは確かである。

② 信託関連手続の厳格化

金融当局による信託会社に対する監督の強化、①でも触れた信託業法改正等に伴う信託会社の責任の厳格化に伴い、信託会社側の信託受託や信託受益権売買に当たっての審査も厳しくなったことが挙げられる。これにより受託を拒まれる事例が増加したほか、受託や受益権取引に至るまでの手続がより煩雑となり、時間も要するようになったといわれている。

手続の煩雑化や長期化は、市場での機動的売買の支障になりかねないため、不動産証券化において信託活用を回避する要因となる可能性がある。ましてや、受託に当たっての審査のハードルが高くなり、引受けを拒まれる事例が増加すれば、必然的に信託活用事例が減少することになる。

③ 金融商品取引法施行の影響

金商法施行に伴い、信託受益権が金融商品に加えられ、信託受益権に係る取引の代理や媒介が金融商品取引業として金商法の規制下に置かれた。同様に自己募集が金融商品取引業に加えられたことによって SPC による自己募集が困難となった。アセットマネジメント業者も金融商品取引業登録が必須となって金商法の規制下に置かれることとなった。

信託を用いた不動産証券化スキームの代表は、いわゆる GK-TK スキームであるが、金商法上の規制により、従来に比べて GK-TK スキームがかなり使いづらくなったと考えられる。GK-TK スキーム以外(TMK 等)であれば、信託を用いずとも不動産証券化は可能であり、GK-TK スキーム離れは結果的に信託の活用の減少にも結びつくことになる。

おわりに

将来不動産証券化市場が活性化した場面において、信託受益権取引への回帰が生じるのか、あるいは、このまま他のスキームに置き換わっていくのかについては判断が難しい。ただ、1. で挙げたメリットが失われた訳ではないため、不動産並みの流通税課税が導入されるといった事態でも生じない限りは、相当程度活用されていくのではないかと思われる。改正信託法の施行に伴い、信託の活用にも新たなバリエーションが想定できるようになったこともあり、今後より使い勝手のよく、かつ、信頼できるスキームを構築していくことが求められているものとする。

IV. 建設関連産業の動向 —防水工事業—

今回の建設関連産業は、防水工事業の動向について概観し、今後の課題や展望について考察します。

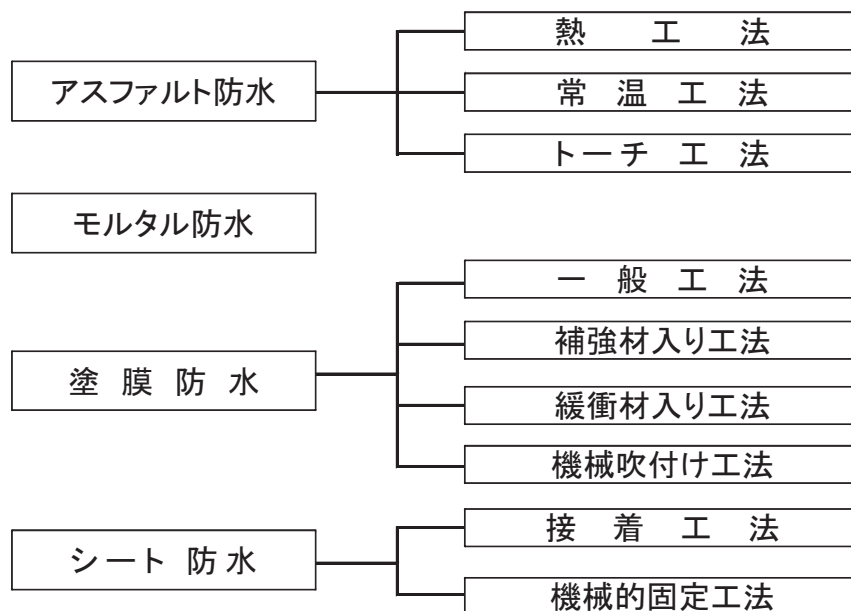
1. 防水工事業の概要

防水工事とは、十分に整えられた下地の表面に、種々の材料を用いて、長期にわたり防水機能・性能を持った層を「張る・塗る・取り付ける」などして、用途機能に応じた屋根または屋上等をつくる工事のことである。

建設業法許可 28 業種の工事内容と区分を示した国土交通省の告示¹においては、アスファルト、モルタル、シーリング材等によって防水を行う工事と定義付けされており、その他の工事種類として、塗膜防水工事、シート防水工事、注入防水工事が挙げられている。

なお、それらのうち、主な防水工事の内容は、次の通り（図 1）である。

図 1 主な防水工事の種類と工法



¹ 昭和 47 年 3 月 8 日 建設省告示第 350 号

○アスファルト防水

溶融釜を用いて溶融したアスファルトとルーフィングを、交互に数層重ねて密着させ、防水層を構成する積層式熱工法。熱工法、常温工法、トーチ工法などがある。実績が多く最も信頼性の高い工法。

○モルタル防水

モルタルに防水用混和剤（珪酸系、塩化カルシウム系、脂肪酸アルミニウム、合成ゴムエマルジョン系）を混ぜ、左官工法により連続した防水層を形成する工法。

○塗膜防水

ウレタンゴム、変性ウレタン、ポリエステル、ゴムアスファルト等の1～2成分形の液状塗膜防水材料を、そのままあるいは補強材・緩衝材などを張り付けながら、一定の厚さに塗布または吹付ける工法。一般工法、補強材入り工法、緩衝材入り工法及び機械吹付け工法がある。

○シート防水

合成ゴム系シートや合成樹脂系シート 1 枚を、接着剤や固定金具を用いて下地に固定する工法。接着工法と機械的固定工法がある。

また、国土交通省の「建設業許可事務ガイドライン²」において、防水工事は、いわゆる建築防水工事のみを指し、トンネル防水工事等の土木系工事は「とび・土工・コンクリート工事」に属するとされている。

2. 業界動向

防水工事業の業界動向について、

- (1) 許可業者数
- (2) 完成工事高
- (3) 防水材出荷量

の3つの観点から考察してみることにする。

- (1) 許可業者数

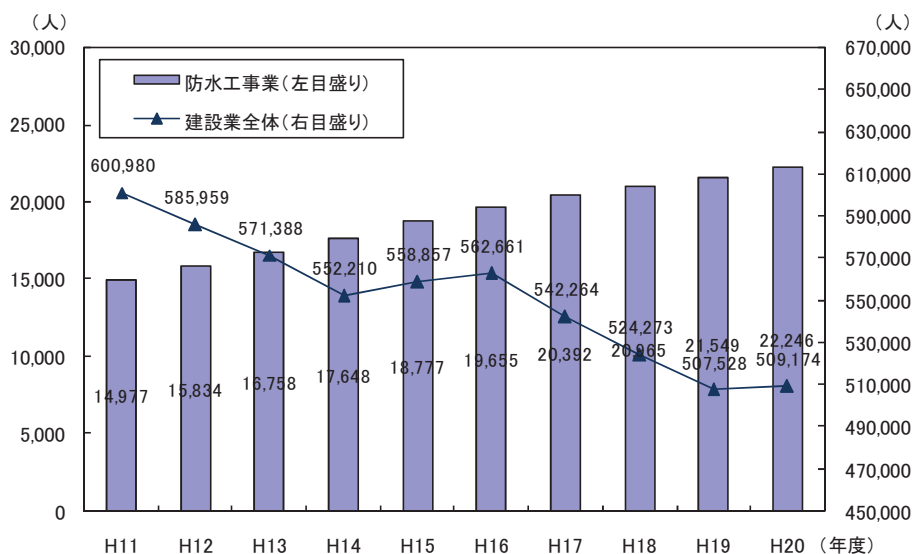
国土交通省「建設業許可業者数調査」によると、平成20年度の防水工事業の許可業者数は大臣、知事の両許可をあわせた累計で前年度比3.2%増の22,246業者となっている。直近10年間の推移（図2）を見てみると、近年の建設市場の縮小を受けて、建設業全体

² 平成13年4月3日 国総建第97号

では年々減少傾向にあるのに対し、防水工事業では毎年コンスタントに増加しており、ここ10年で約1.5倍に増加している。

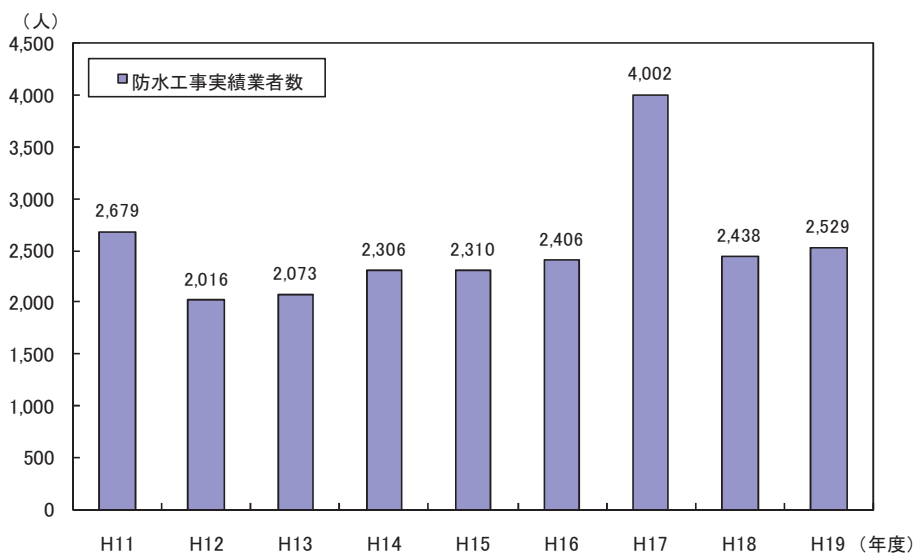
また、図3は、建設業許可を受け、かつ、年間の工事実績がある防水工事業業者数の推移を示したものである。平成17年度を除き、概ね横ばいで推移しており、許可業者数の推移傾向と乖離していることが確認できる。³

図2 防水工事業と建設業全体の許可業者数推移



出典：国土交通省「建設業許可業者数調査」

図3 防水工事実績業者数の推移



出典：国土交通省「建設工事施工統計調査報告」

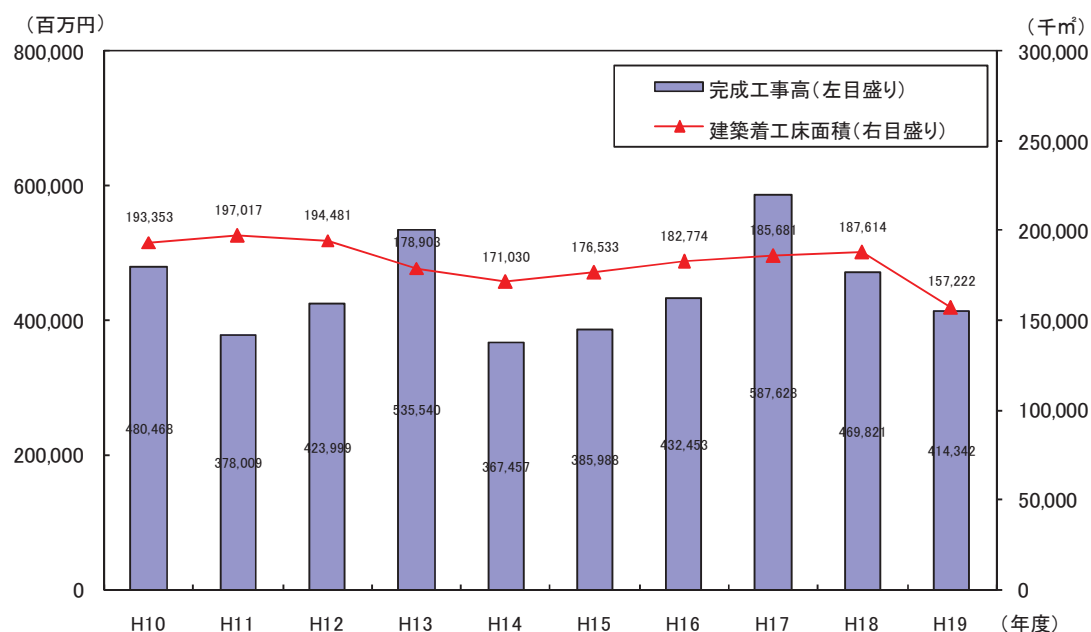
³ 建設工事施工統計は、全般に単年度の値の振れが大きいため留意する必要がある。

(2) 完成工事高

国土交通省「建設工事施工統計調査」によると、平成 19 年度の防水工事業の完成工事高は 4,143 億円となっている。建設業全体の完成工事高は、85 兆 6,666 億円であることから、防水工事業の完成工事高が、建設業全体に占める割合は 0.48%程度であることがわかる。

直近 10 年間の推移を見る。図 4 は、防水工事業の完成工事高と建築着工床面積との推移を比較したものである。両指標は概ね整合性のとれた動きをしていることがうかがえる。建築物着工床面積は、平成 14 年度から平成 18 年度にかけて 5 年連続で増加傾向にあったが、平成 19 年度は前年度比約 16%減少している。

図 4 防水工事業の完成工事高と建築着工床面積の推移

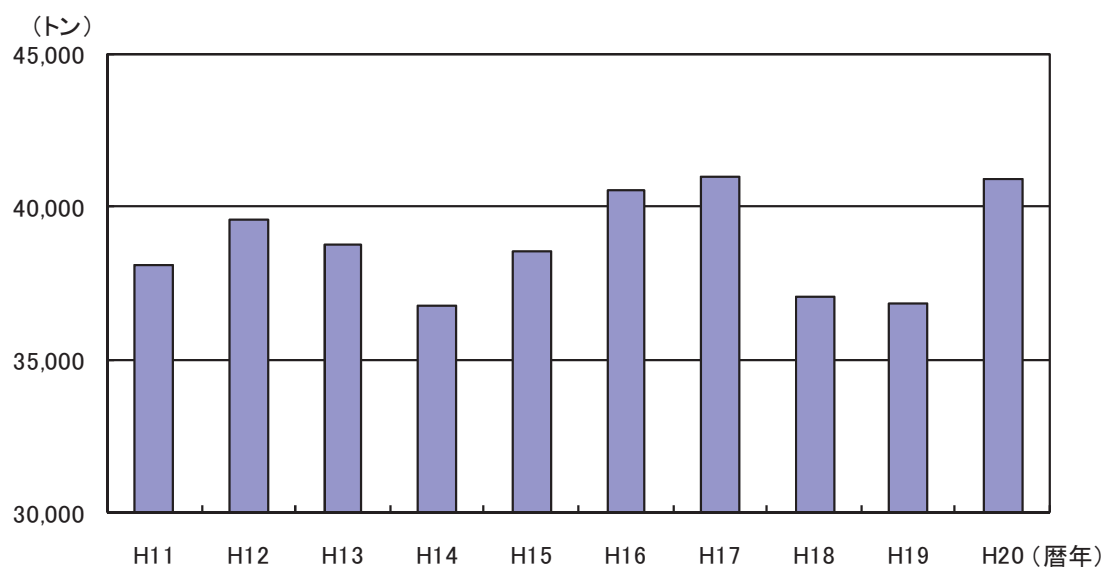


出典：国土交通省「建設工事施工統計調査」、「建築着工統計調査」

(3) 防水材出荷量

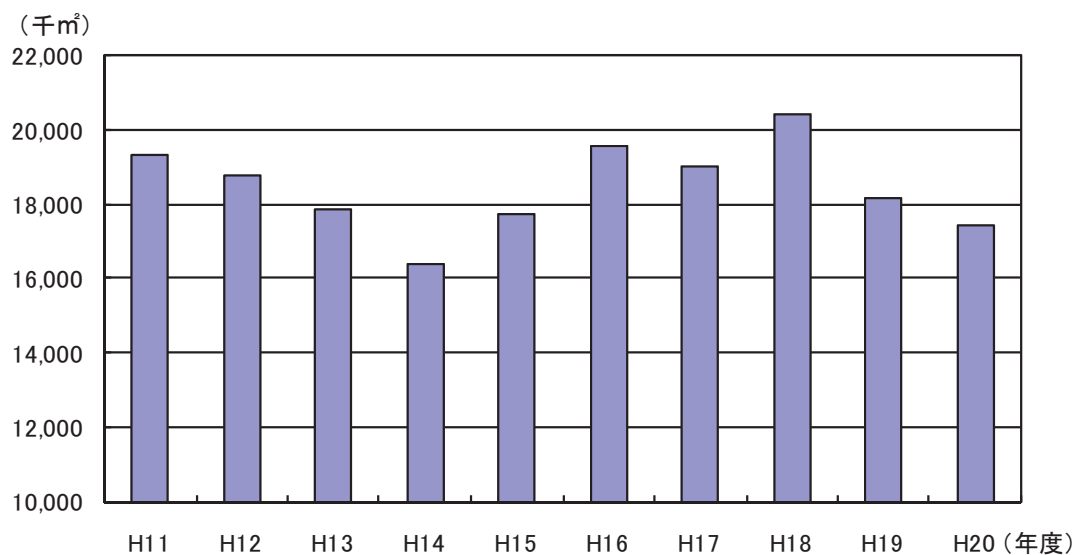
図 5、6 は、ウレタン防水材とルーフィングシート材の出荷量推移を示したものである。ウレタン防水材は塗膜工法において、ルーフィングシート材はシート防水工法において使用されており、両防水材とも代表的な 2 工法で使用されている材料である。両指標は基調として、概ね同じ傾向で推移している。なお、ルーフィングシート材は平成 18 年度から平成 20 年度にかけて減少傾向にあるが、ウレタン防水材は、平成 17 年から平成 19 年にかけて減少傾向にあるものの、平成 20 年は増加に転じている。

図5 ウレタン防水材料出荷量の推移



出典：日本ウレタン建材工業会ウェブサイト

図6 ルーフィングシート材出荷量の推移



出典：合成高分子ルーフィング工業会ウェブサイト

3. 今後の課題と展望

社団法人全国防水工事業協会は、防水工事業における技術者・技能者の育成を目的として、平成13年度から『防水施工管理技術者認定制度』、更に平成19年度から『防水基幹技

能者認定制度』をそれぞれ実施している。

『防水施工管理技術者認定制度』は施工管理社員を対象としており、その主たる目的は、防水工事に関する豊富な経験と知識を有する者を公正に評価することにより、防水施工管理における優秀な技術者を育成することとされている。平成 13 年の開始から現在にいたるまで、Ⅰ種とⅡ種を合わせ、計 613 名が『防水施工管理技術者』として認定されている。

また、『防水基幹技能者認定制度』は、1 級技能士を対象としており、職長の上位資格として位置付けされ、防水工事における基幹的な技能者の育成を図ることが目的とされている。当初は、純粋な民間資格として整備されていたが、平成 20 年 4 月に実施された建設業法施行規則の改正により、登録講習制度として位置付けられ、国土交通大臣登録を済ませた団体が行う講習を修了した基幹技能者が、新たに経営事項審査において加点評価されるようになった。同協会は、平成 20 年 11 月に登録防水基幹技能者認定講習を実施し、その結果、特例認定講習の受講者を含め 411 名の登録防水基幹技能者が誕生している⁴。

防水基幹技能者には、技能士という立場を超え、工事の効率化、品質・安全を含めた現場管理を実現すべく、防水施工管理技術者の意向を十分に把握した上で、現場のゼネコン担当者との調整役となることが期待されている。工事の効率化は作業人員の削減すなわちコストの削減、品質・安全の向上は顧客満足度や信頼性の向上というように、様々なメリットの創出が期待される。

しかし一方で、これら資格に対する経営者の意識改革や、資格取得者に対する適切な評価・処遇の設定といった、運用上、改善を要する事項も存在するとみられ、こうした課題について、個人や企業レベルではなく、業界全体として解決に取り組み、資格制度の周知に努めることが重要と思われる。

今後、上記制度の活用を含め、防水施工の技術・技能の維持・向上を図ることにより、業界全体が活性化されることを期待したい。

(担当：研究員 河野 耕作)

⁴ (社) 全国防水工事業協会機関紙「全防協」20 号 による

編集後記

元旦から一週遅れで初詣に行ってきました。これまで元旦に初詣に行った記憶はほとんどありません。人混みはあまり好きではないことに加え、冬は寒いので外出も億劫になるからです。それでも、朝早く起きて今年一年の息災を祈願すると、ずいぶん気持ちがスッキリとするように感じます。昨年末にある方から「神社はお願い事をするために行くのではなく、日頃の感謝を報告するために行くものだ。」といった主旨の話を聞きました。感謝の気持ちを伝えるのは簡単なようで中々できないのですが、神社に行くときだけでなく、日常生活や、職場において少しでも実践できたらと思っています。

一昨年の春に東京に来る前は、四年間の地方勤務でした。東京に来た当初、パスモ（地下鉄の定期）をキップの投入口に入れてしまい、自動改札機を止めてしまったこともありましたが、以前は定期券を改札口でかざすだけのいわゆる「非接触型 IC カード」は試験導入期でしたが、現在は非接触型が主流となっています。駅周辺で見かける警官の人数も以前より増えたように思います。通勤途中でもコンビニエンスストアと百元ショップが融合したような店舗業態を見かけるようになり、わずか四年でも随分と変化しているように感じられました。

今年も経済・社会とも変化の大きい一年になりそうです。個人的には「百年に一度」なのかどうかについては疑問に感じますが、この変化を好奇心・観察の目を持って臨んでいきたいと思っています。

（担当：研究員 釜崎 耕司）