

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. 12

'89 12

CONTENTS

I. 「日本経済と公共投資」 (要約)	.....	1
II. 「都市開発における不動産の証券化」中間報告	.....	6
III. ニューヨーク事務所から	.....	16
○ 米国は日本に対する報復措置を見合わせ	.....	16
○ 今や対日貿易は相互主義の時	.....	17
○ 日本からの調査団	.....	18



RICE

財団
法人

建設経済研究所

〒106 東京都港区麻布台二丁目4番5号 ミニック39森ビル

TEL 03-433-5011

FAX 03-433-5239

I. 「日本経済と公共投資」 (要 約)

—— 真の豊かさに向けて経済政策の転換のとき ——

研究所では年2回「日本経済と公共投資」を発表し、内外の経済動向を踏まえ、公共投資や建設産業のあり方について政策提言を行っている。平成元年12月号においては、国際協議の場に登場するに至ったわが国の経済社会システムの諸問題を取りあげ、国際的責務を自覚しつつ、国民生活の質の向上を図るため、本格的に経済政策を転換すべきことを主張している。

1 経済動向、ストックインフレのおそれ

- ・ 今、日本経済は絶好調である。全ゆる経済指標が好況ぶりを示しており、一文句なく見える。大幅な金融緩和の下での地価と株価の異常な高騰も、これが消費の刺激など景気拡大をもたらしたと評価する向きもある。しかし、地価と株価の高騰はそれ自体が虚構、泡であり、住宅価格や家賃の上昇のみならずインフレを招く危惧も強い。労働力不足からのコストインフレの懸念もある。ストック経済は実のところ不公平を拡大し、これからそのつけを払わされるストックインフレとも言えるものである。

2 日米構造協議の意義と背景、改革への外圧

- ・ 日米構造協議が本格化し、日米双方が構造改善の方向を真剣に討議している。米国は、日本の内政問題の土地問題や公共事業を取りあげ、日本の内需拡大と市場開放の促進をせまっている。国際経済摩擦は、日米間に止まらず、EC諸国やニース諸国間にもあり、経済構造の改革への外圧は、いっそう強まることが予想される。その背景には、1985年以来の急激なわが国の経済力の成長にあり、日本経済の地位が飛躍的に高まったことがある。わが国の国際的責任がいっそう重くなっていることを意味している。

3 建設市場、建設大国の責務

- 国際建設市場も1985年がターニングポイントであった。減税と規制緩和で拡大した米国の建設市場は85年に一転し、低落を続けており、一方、日本のそれは、内需拡大の努力と急激な円高により急成長、今や米国を追い抜き、世界一の建設大国になっている。EC諸国も好調であるが、各国の市場規模は日本に比べると格段に小さい。建設市場の開放の背景には、日本経済と同様、わが国の建設市場の成長があり、建設大国としての責務が問われているということにある。
- 国際的にみても建設産業は典型的な国内産業であり、企業規模も小さく、中小企業主体の市場であることは共通している。一方、大規模な工事については、各国とも国際市場に移行する様子を示し、市場は複雑な仕組みになろうとしている。その市場規模のGNPのシェアは、日本が18%と高いが、各国とも10%前後であり、いずれも重要な産業分野になっている。わが国の建設産業は、こと大手企業については、技術力、資金力などできわめて高く評価されているが、中小企業の分野では、経営力、労働条件などの面でなお立ち遅れが残っている。
- 労働力不足と相まって建設現場における外国人労働者の雇用問題がますます重要な政策課題となっている。不法就労者は1万人を越し、その多くの部分を建設現場が占めている。EC諸国では、かつての外国人労働者の積極的受け入れが今、様々な社会的経済的問題を惹起させており、その数は、統計上年々低下していくように見える。いずれにしろ、建設市場の開放は、外国企業の参入ばかりでなく、資機材、技術、労働力の国際化を避けて通れない課題にしている。

4 最近の建築市場、オフィスビル供給過剰のおそれ

- 建設市場の今の活況を支えているものは、オフィス、商業施設などの民間非住宅部門の拡大である。ことにオフィスビル建築の東京への集中は著しく、工事費でみると半分以上が東京圏に投入され、東京都区部のオフィス着工床面積は年間500ヘクタールと地価高騰前の3倍にもなっている。オフィス不足の解消の実需への対応もあるが、その実、企業の財テク、土地テク、個人

の相続税回避という面も無視できない。仮に今その速度で仮需が拡大し、着工が続くとすると、2000年時点では床面積ストックで1万ヘクタール以上になり、需要との大きなミスマッチを生むことになる。オフィス建築ブームに浮かれることなく、市場の見通しを冷静に見直す必要がある。

5 公共事業とその財源、開発利益の吸収

- 構造協議において米国は、内需拡大と日本人の生活の質を向上させるために、公共事業と住宅供給に資源配分を強めることを迫っている。米国に指摘されるまでもなく、住宅及び社会資本の充実の必要性は当の日本人が一番感じている。これまで公共投資、住宅建設へのかなりの努力が続けられてきたが、国際的にみてその立ち遅れはなお歴然としている。豊かな経済力にふさわしい生活の質を向上させるため、貯蓄投資のバランスを回復し、住宅及び社会資本に傾斜する必要がある。これまでの超金融緩和でストックインフレを生んだ金融政策に代わって、バランスのとれた財政出動を考えていく必要がある。また、公共事業の財源確保にあたっては、土地税制の改革とからみ、土地税制の機能を重視する必要がある。開発利益を吸収し、社会に還元させる方策は、今回の土地基本法の主要な柱になっている。

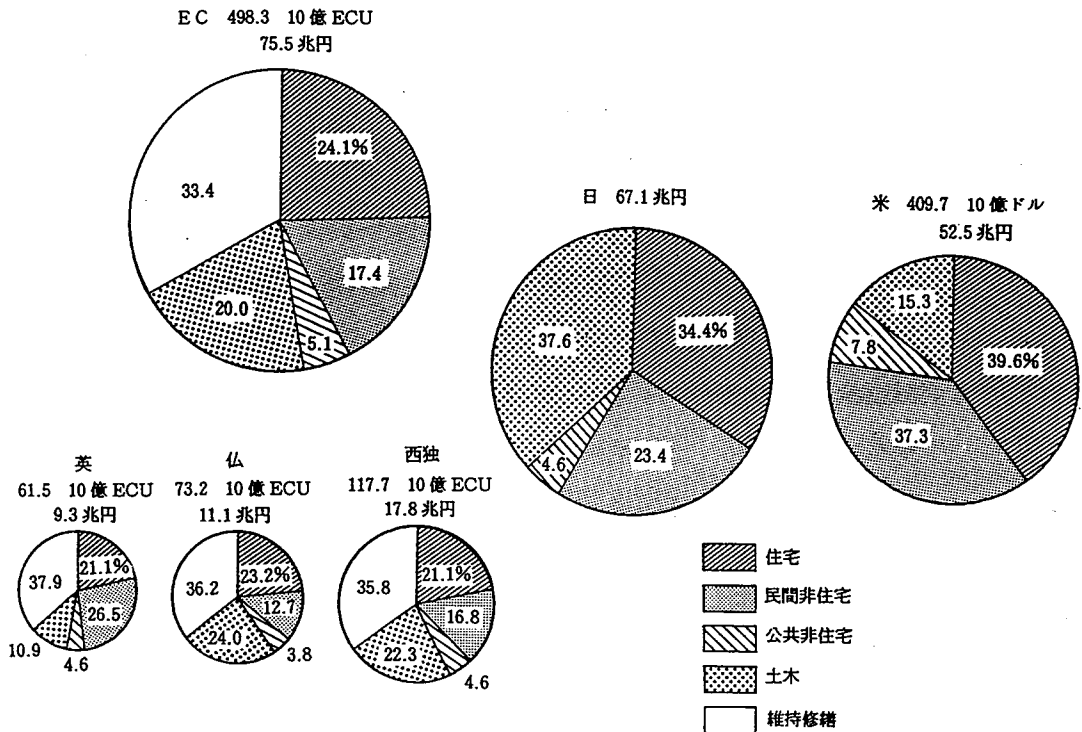
6 公共工事の契約システム、多様な文化の反映

- 公共工事の契約システムは、各国の法制度、政治体制、経済情勢などの社会システムの相違により長い時間をかけて醸成されてきた知恵の結集とも言えるもので、国によってそれぞれ独自のシステムを有している。世界の主要国のシステムをみても米国や南欧諸国の一般競争入札、イギリス、日本、西ドイツの指名競争入札、さらにベネルックス三国の随意契約と実に様々なシステムが存在している。各国のシステムは多様であるが、税金を使って最も効率的、良質な公共建造物を完成させるという基本的理念では共通している。どの場合にも適正な資格審査が必要とされている。公共事業の施行体制も同様に多様であり、各国とも独自のシステムを持っている。

- 日米建設市場における相互乗り入れは、市場開放への格段の努力により、その道筋が開かれており、実現しつつある。市場への参入は、個々の企業にとっては、経済行為の問題であり、経済の論理に従って現実的な動きをとるのも当然である。日米間では、日本の出超とされているが、それは米国の雇用と需要を創出しているのであり、また、設計エンジニアリング部門での米国企業の日本への進出も、目立って増加している。

7 土地問題、土地税制の改革と住宅地供給の促進

- 土地基本法が与野党の合意により成立し、土地問題への国民的コンセンサスが確立される期待がもてることの意義は大きい。土地を只蓄財の手段とする時代の風潮を崩す絶好の機会である。日米構造協議でも、土地問題がとり上げられ、米国は、日本に市街化区域内農地の宅地並み課税の実施など詳細な注文を出している。一方、金余りの下、地価高騰は、東京から大阪、名古屋さらに地方都市に及んでいる。
- 土地基本法は政策実施への第一歩であり、政府は、土地基本法の本質に従って土地税制や都市計画制度の改革など具体的な実施プロセスを示す必要がある。また、住宅及び宅地供給の具体的なプログラムを国民に提示することが望まれる。土地政策の目標は、不公平の是正、資産格差の解消、労働価値の上昇であり、短期的には、不動産融資の規制による土地投機の排除、中期的には所有より利用を優先させる土地税制、市街化区域内農地の宅地並み課税の徹底、固定資産税の見直しであり、長期的には、需要に見合った安定的な住宅地供給、都市計画の実現である。



建設投資の規模と内訳 (円の面積が規模に比例)

- 1988年における建設市場の規模は、日本は85年以降の内需拡大の努力もあって、67.1兆円 (5,238億ドル) と1985年の50兆円 (2,010億ドル) から3年間で1.34倍に成長している。同じ年米国は市場が低迷していることもあり、52.5兆円 (4,097億ドル) でわが国の0.78倍、EC諸国は成長を取り戻し、75.5兆円 (5,890億ドル) で同じく1.13倍となっている。1987年時点は市場規模はほぼ1対1対1であったものが1 : 1.3 : 1.4と米国の規模が相対的に縮小している。
- 各国の統計のとり方が異なるために、建設市場の構成を正確に分析することはできないが、表面上に現れた数値にみると、各国の建設市場にそれぞれ特性がある。日本の建設市場は土木事業、公共事業の比率が高く、公共依存的な市場、米国は、民間市場とりわけ民間住宅の割合が50%近く、建設市場の主体となっており、公共事業のウエイトは低い。EC諸国では住宅及び社会資本の維持補修の割合が高く、EC諸国平均で33.4%、英国、西ドイツ、フランスでは40%に近い

Ⅱ. 「都市開発における不動産の証券化」中間報告

11月27日に建設省都市局都市政策課民間都市開発企画室を中心とした都市開発における不動産の証券化に関する研究会の本委員会が開催され、中間報告が承認された。

以下、その全文を紹介する。

「都市開発の推進と不動産の証券化—プロジェクト推進のための新たなファイナンス・システムとその可能性」

第一 都市開発プロジェクトの現状と課題

我が国では、21世紀初頭には、国民の約7割が居住するなど本格的な都市の時代を迎えることが予想され、これに向けて積極的に都市の整備を推進する必要がある。

特に、経済のソフト化・サービス化、国際化、情報化等が進展するなかで、都市の有する諸機能が国民経済、地域経済の発展に果たす役割は一層増大しており、産業構造の変化に対応しつつ、都市機能の育成・強化を図ること、就中、多極分散型国土の形成に資する見地から、機能分散の受け皿としての地方都市等の整備を強力に進めることが必要である。また、高度化、多様化する生活ニーズに対応して、住民の一人ひとりが快適でゆとりとうおいのある生活を送ることができるよう、都市の居住水準の向上、生活環境の整備を進めることは、真に豊かな国民生活を実現する上で極めて重要な課題である。

このような要請を受けて、近年、全国的に都市開発プロジェクト促進の機運・要請が高まっている。

最近の都市開発プロジェクトの特徴としては、その内容が中枢的業務機能の整備からリゾート地域の整備まで地域の特性に応じ極めて多様化・高度化していること、地域的に従来の臨海部中心から全国へと広範にプロジェクト促進の機運が高まっていることがあげられよう。

しかしながら、その実施状況をみると、東京等大都市地域では着実に実現が図られてきているものの、地方部においては全般的に低調である。また、東京等大都市地域においては、膨大な資金余剰等を背景に投機的土地取引が発生、逆に、地価の高騰から住宅・宅地供給等プロジェクト自体の困難化を招来している。

一方、マネー・フローの状況をみると、我が国経済の成長と膨大な経常収支の黒字を背景に恒常的な資金余剰が発生しているが、これらの資金は、土地や株式等の既存資産への投資や海外への投資に向けられ、都市開発等国内の実物投資には十分向けられていないのが現状である。

現下の大幅な対外不均衡を是正し、国際経済の調和ある発展を図るためには、内需の振興が急務であり、また経済環境の変化に対応した内需型産業構造の構築を図ること、地域の活性化を図り多極分散型の国土を形成すること、経済の成長に見合った豊かさを実感できる国民生活の実現を図ること等が強く求められている。

都市開発プロジェクトの推進は、このような要請に応えるものであり、蓄積された豊富な資金を国内の実物投資、特に、地方部における都市開発プロジェクトに還流させるためのシステムを構築することが必要である。

第二 不動産証券化の現状と展望

1 不動産証券化の概要

(1) 欧米においては、金融の自由化、自己資本比率規制の強化等を背景に、金融の証券化、いわゆるセキュリタイ

ゼーションが急速に進展している。特に、米国においては、従来からの企業信用に基づく証券形態による資金調達方法に加え、近年、金融機関、リース会社、事業会社等が貸付債権等の資産を証券化・流動化して、資本市場から資金調達する新たな仕組みが発達している。

このように貸付債権等の資産を企業から区分し、その資産価値を基礎に資金調達する仕組みは、資産金融（アセット・バックト・ファイナンス）と呼ばれ、企業全体の信用を基礎とする企業金融（コーポレート・ファイナンス）とは区別される。

不動産の証券化とは、不動産を内容とする資産金融（不動産金融）であり、特定の不動産或いは不動産に係る貸付債権を責任財産とし、ここから生ずる収益（キャッシュ・フロー）を唯一の債務償還或いは利益配当の財源として、証券の形態を用いることによって、広く投資家から資金を調達する資金調達方式である。

(2) 不動産の証券化は、当該証券が化体する権利の内容によって、デット（債権）の証券化とエクイティ（所有権株主・組合員たる地位等）の証券化に大別される。また、持分転換権付債権、利益参加権付債権等、法的性格はデットであるが、将来エクイティに転換する可能性のある権利或いは経済的にエクイティに類似した権利も証券化されており、これらは、ハイブリッド（エクイティ付きデット）の証券化と呼ばれている。

その具体的形態を整理すれば、以下のとおりである。

① デット形態

A 金融機関による不動産に係る貸付債権の証券化

金融機関が、不動産に係る貸付債権（住宅ローン債権、商業用不動産ローン債権等）を証券化し、資金調達するものである。

米国においては、償還期間等の類似したモーゲージ・ローン債権（抵当権付ローン債権）を信託等にプールし、その信託受益権等を証券形態で発行することによって、実質的な債権譲渡が行われるパス・スルー証券、モーゲージ・プールを担保に発行者の一般債務として証券が発行されるモーゲージ担保債券、発行者の一般債務として証券が発行される点ではモーゲージ担保債券と同様であるが、モーゲージ・プールのキャッシュ・フローがそのまま債券保有者に支払われるペイ・スルー証券等がある。

このうち、住宅モーゲージ・ローン債権の証券化は、債務者の住宅取得を目的に貸付けが行われ、当該住宅に抵当権が設定されるものの、その償還は債務者の一般的な収入によって賄われる債権の証券化である。これに対し、商業用不動産モーゲージ・ローン債権の証券化は、ローン自体が不動産金融の方式によって貸し付けられた債権の証券化である。

B 不動産事業者による不動産を基礎とする債券の発行

不動産事業者が、保有する不動産を基礎に債券を発行し、資金調達するものである。具体的には、不動産を証券発行のために特別に設立した会社（特別目的会社）に譲渡し、当該会社はその不動産を担保とし、ここから生ずるキャッシュ・フローを償還財源として債券（社債）を発行する。

金融機関による商業用不動産モーゲージ・ローン債権の証券化と類似するが、不動産事業者が自ら保有する相当規模の商業用不動産を基礎に証券を発行し、資金調達するものである。

② エクイティ形態

C 不動産事業者による不動産を基礎とする株式等の発行

不動産事業者が、保有する不動産を特別目的会社に譲渡し、又は信託して、その会社の株式又は信託受益権の発行により資金調達するものである。

このような資金調達については、投資家への配当が会社等の利益処分にあたるため、いわゆる二重課税の有無が課題となるが、米国においては、信託、会社、社団の組織形態を問わず、課税所得の95%以上を投資家に配分するなど一定の要件を満たす限り、当該会社等自体には課税が行われない不動産投資信託（REIT）の制度が導入されている。

また、組合についても特別目的会社等と同様の活用が考えられ、これに相当するものとして、米国においては、マスター・リミテッド・パートナーシップ（MLP）の受益証券がある。リミテッド・パートナーシップは、業務執行の権利義務を有し、無限責任を負うゼネラル・パートナーと有限責任のリミテッド・パートナーからなる一種の組合であり、組合員の共同事業組織に過ぎないことから、組合員レベルでのみ課税が行われる。マスター・リミテッド・パートナーシップの受益証券は、このようなリミテッド・パートナーの経済的利益を証券化したものである。

なお、不動産投資信託（REIT）等は、不動産事業者によって自己の保有する不動産を証券化するための仕組みとして活用されるほか、広く投資家から資金を調達し、不動産への投資或いは貸付けを行う独立の組織・事業体の仕組みとして活用されている。

D 不動産事業者による不動産（所有権）の証券化

不動産事業者が、保有する不動産を細分化、小口化して販売し、資金調達するものである。不動産の共有持分権の譲渡であり、多数の投資家による共有関係が生ずるため、不動産の管理・運営の十全を期するとともに、権利の流動性を確保するため、投資家は、その持分権を信託し又は組合等に出資することによって、信託受益権、組合持分権或いは株式を取得する。

結果的には、Cの不動産事業者による株式等の発行と同様の形態であり、その本質は両者ともに不動産そのものの証券化と理解できよう。

③ ハイブリッド形態

デットとエクイティの中間的な形態であり、不動産事業者がBの債券発行による資金調達を、債券保有者の請求によって不動産の共有持分権、特別目的会社の株式等に転換できる債券（コンバーティブル・モーゲージ債券、転換社債等）或いは不動産から生み出されるキャッシュ・フローに即して金利の変動する債券（利益参加権付債券等）によって行うものである。

Aの金融機関による貸付債権の証券化についても、不動産ローン自体がこのような形態で貸し付けられた場合には、同様の関係となる。

2 我が国における不動産証券化の現状と展望

我が国においても、金融の証券化は着実に進展しており、資産金融の分野でも、住宅抵当証券、住宅ローン債権信託、抵当証券による貸付債権の流動化が図られている。また、リゾートマンション、ゴルフ場等の会員権方式による資金調達が普及・定着する一方、最近では、オフィスビル、マンション、ホテル等の商業用不動産を対象としたいわゆる不動産小口化商品も登場している。さらに、不動産の証券化とは異なるが、等価交換、土地信託、新借地、事業受託等土地所有者参加型の土地の有効利用、都市開発手法が普及し、証券化の新たな契機を提供することも予想される。

これを不動産証券化の形態に当てはめれば、住宅抵当証書、住宅ローン債権信託及び抵当証券は、Aの金融機関による貸付債権の証券化のうち債務者の一般的な収入によって償還される住宅モーゲージ・ローン債権等の証券化に、不動産小口化商品は、Dの不動産事業者による不動産（所有権）の証券化に該当するものである。また不動産を会員が共有する共有制の会員権も、不動産小口化商品と同様の形態と理解されるが、施設の利用者を対象に優先的・特典的な利用権を与えるもので、純粋に経済的な利益をベースとする一般の資金調達方式とは性格を異にする。

このように我が国でも、デット、エクイティの両面から不動産の証券化は進みつつあるが、証券化の形態、証券の流動性、資金調達の規模、資金調達手法としての一般性等において、未だその端緒に着いた段階にあるとも言えよう。

その理由としては、我が国では金融機関を通ずる資金の供給が有効な資金調達手法として広く定着していること、不動産に係る資金についても企業金融の方式により信用供与され、資産金融或いは不動産金融が未発達であること、資産を基礎に証券を発行し、流通させていく仕組み・制度が十分には整備されていないこと、そして、膨大な余剰資金の発生と物価の安定等を背景に、金利が低位に安定していることから、不動産証券化のインセンティブが働きにくかったこと等があげられよう。

しかし、金融の自由化の進展とともに、資金の調達者の側においては、金融機関の調達と運用の期間ミス・マッチに伴う金利変動リスクの回避、自己資本比率規制への対応、不動産事業者の財務管理・財務運営の高度化の要請等から、保有資産流動化のニーズが高まるとともに、多様な資金調達手段の中から自己の資金需要等に即した最も適切な資金調達を行おうとする傾向が強まっている。一方、資金の供給者の側においては、金融資産の蓄積が進み、これに伴い、投資家のリスク負担能力が増大する一方、効率的な資金運用を志向して資金運用ニーズが一層多様化している。

このように資金の調達者、供給者いずれの側においても、不動産の証券化に関するニーズは高まりつつあり、このような要請を踏まえつつ、証券化の仕組み・制度の充実を図り、不動産証券化を都市開発プロジェクト推進のための手法として、普及・活用していくことが必要である。

第三 都市開発プロジェクトと不動産の証券化

1 不動産証券化の意義

不動産の証券化の意義を整理すれば、以下のとおりである。

① 資産金融であること

イ 資金調達者の企業全体の信用力でなく、証券化の対象とする不動産の信用力（不動産事業の収益性、不動産の担保価値等）によって資金が供給されること。

ロ 資金調達者は、証券化する不動産の選択・仕組み方如何によって、容易に証券の信用力を変えることができ、これによって、必要な資金を適切な条件で調達することができること。

② 広く投資家から資金調達するものであること

イ 良質なプロジェクトには良質な資金が供給されるという市場原理が機能し、資源の適性配分が図られること

ロ 資金調達者はそれぞれ自己の資金需要に最適な形態の資金調達を望む一方、投資家も様々な資金運用ニーズを有している。このような両者が直接結び付くことによって、それぞれにとって最適な形態のファイナンスが可能となること。

- ハ 資金調達者は、巨大な資金供給力を持つ資本市場にアクセスすることによって、一時に多額の資金調達が可能となること。
- ニ 投資対象を小口化する証券化が進展することによって、投資家は分散投資が可能となり、不動産投資のリスク分散が図られること。これによって、調達者にとっても資金調達の円滑化が図られること。
- ホ 資金調達のチャンネルが多様化し、市場の一体化が進むことによって、供給者間の競争原理が働き、低コストの資金調達が図られること。

③ 対象が不動産であること

不動産は、一般に、個性・地域性が高いこと、その投資や管理には多額の資金と専門的な知識・経験が必要なこと等の特性を持ち、流動性が極めて低い性格を持っている。

不動産の証券化は、このような不動産を小口化し、流動性を付与するものであり、これによって、不動産事業者の資金調達、資金回収の弾力化が図られるとともに、一般の投資家にも不動産投資への途を開き、国民大衆の資産形成に資するものであること。

2 都市開発プロジェクトと不動産の証券化

不動産の証券化は、以上のような意義を持つが、これを都市開発プロジェクトの促進という観点から整理すれば、以下のとおりである。

① 事業の長期性への対応

都市開発プロジェクトは、事業着手から完成、資金回収にいたるまで長期間を要し、初期投資に要する費用も多額にのぼることから、資金の回収期間が20年から30年といった極めて長い特性を持っている。

しかし、資金供給の主要な手段である現在の貸付方式は、基本的には、その原資を比較的短期の資金にしていることから、自ずと貸付期間は限定され、金利も変動型に傾かざるを得ない。その結果、長期的な資金の計画が見極めにくく、また、十分な利回りを確保できる事業であっても、キャッシュ・フローが期待できない初期の段階での金利負担から、事業自体の実施が困難となる場合も多い。

不動産の証券化は、このような都市開発プロジェクトに、その特性に適合した長期・固定金利の資金（デット型）、或いはキャッシュ・フローに即した調達コストの支払いを可能とするエクイティ型又はハイブリッド型の資金を供給する途を開くものである。

② 大規模事業の円滑な資金確保

大規模な都市開発プロジェクトの実施には当然多額の資金を要するが、このような資金を1社或いは数社の金融機関が貸し付けることは、資金供給力、リスク負担等から困難な場合も多く、また、資金供給者が限定されることによって調達コストが割高となる可能性もあろう。

不動産の証券化は、不動産を小口化するとともに、資本市場から直接資金を調達することによって、多額の資金を円滑に調達しようとするものである。

③ プロジェクトの良否による資金調達

都市開発プロジェクトは、単一・独立の事業であり、その採算性、リスク等は事業ごとに異なる。

しかし、我が国では、企業金融の方式により、調達者の信用力に依存して資金供給がなされる結果、企業としての信用力が必ずしも十分でない場合には、たとえプロジェクト自体が良質なものであっても、十分な資金が確保されにくい傾向がある。

不動産の証券化は、プロジェクトに着目した資金調達手法であり、また、事業者は、証券化する不動産の選択・仕組み方如何によって、必要な資金を適切な条件で調達することができる。

④ 事業リスクへの対応

都市開発プロジェクトのうち、公共施設等の既存集積が不十分な地域で実施されるプロジェクトや先端産業等ベンチャー的な事業に関連して実施されるプロジェクトについては、ハイリスクな性格を有する事業も多い。

このような事業の実現を図るためには、関連公共施設の整備等公的支援措置の充実が基本的に重要であるが、これと併せて、リスクに見合う収益が期待できる事業の資金調達手法として、不動産の証券化を活用することによって、多様な資金運用ニーズを持つ投資家に直接アクセスすることが有効である。

⑤ 資金調達・資金回収の弾力化

住宅・宅地供給等を目的とする都市開発プロジェクトは、最終需要者に分譲が行われることによって事業が完結することとなるが、賃貸型、特に商業系のプロジェクトでは、その建設・所有・管理が同一の主体によって行われるのが一般的である。

そのため、その実施には、不動産事業の経営能力とともに、多数の事業用資産を継続的に建設・保有し、総合的な資産運用を行いうる資金力が必要となるが、不動産の証券化は、不動産の流動性を高め、弾力的な資金調達・資金回収を可能とすることによって、新たな都市開発プロジェクト実施のための資金還流を促進するとともに不動産の所有と建設・管理の主体の分離を通じ、このような資金力を持たない事業主体にも、その経営能力によって都市開発プロジェクトへの参画を促進するものである。

⑥ 金融機関による資金供給の弾力化

金融の自由化による金利変動リスクの増大、自己資本比率規制の強化等は、金融機関に保有資産の流動化を要請する要因となっているが、逆に、これを契機として不動産の証券化が進展することは、金融機関の貸付けの弾力化を促し、都市開発プロジェクトの特性に即した資金供給を可能とするものと考えられる。

第四 不動産証券化推進の課題と対応方向

不動産の証券化は、都市開発プロジェクトの特性に即した長期、安定的な資金を確保するための有効な手段を提供するものと考えられるが、その推進を図るためには、以下のような課題に答え、その条件整備を進める必要がある。

① 不動産から生ずるキャッシュ・フロー等の安定とその評価システムの整備

不動産証券化の推進を図るためには、不動産から生ずるキャッシュ・フロー等の安定を図るとともに、これを適正に評価するシステムを整備し、不動産金融の導入・普及を図っていくことが必要である。

我が国では、不動産の建設・保有に係る資金についても企業金融の方式によって供給されるため、デット型の不動産証券化の形態としては、金融機関による住宅ローン債権等の証券化に止まらざるを得ず、また、エクイティ型の証券化については、不動産そのものの処分としての不動産小口化商品から証券化は進展している。しかし既に不動産金融となっている不動産小口化商品についても、対象不動産がどのようなものかと同時に、これがどのように管理・運営されるかは重要な要素である。

このため、事業の計画的実施の確保、不動産の管理・運営の高度化、必要な保証・保険制度の充実等を図るとともに、不動産（プロジェクトの分析・評価、キャッシュ・フロー、担保価値の予測等）について、企業金融における企業の信用力等の評価と同等の評価を行い得るシステムを確立していくことが必要である。

② 不動産証券化のためのシステムの整備

不動産を証券化するためには、証券化の対象となる不動産を特定し、資金調達者の他の資産と区分するとともに、これを基に証券を発行し、資金調達するシステムを整備することが必要である。

このような仕組みとしては、会社（特別目的会社）、信託、組合等の活用が考えられ、資金調達は特別目的会社等に不動産を譲渡し又は出資して、その社債、株式、信託受益権或いは組合持分権の発行により資金調達する。特別目的会社等については、会社等の目的が対象不動産の管理・運営に特化していること、資産が親会社（資金調達者）と独立していること、十分な社債発行が可能であること、そして、不動産から生ずるキャッシュ・フローについて株式等の形態をとった場合にも社債形態と同様いわゆる二重課税が排除されること等が必要である。

不動産と投資家とを結ぶこのような仕組み・受皿は導管体と総称され、我が国においては、信託がその機能を果たしうるものである。この場合、税法上、受益権者が信託財産を所有するのと同様に扱われるか否かも重要な課題であり、その要件として、不動産（土地）の信託について、委託者を受益者とする信託であること、原則として信託受益権が分割されないものであること等の要件が示されているところであるが、都市開発推進の見地から、その望ましいあり方について更に検討を進める必要がある。

また、関係者のニーズに応じた多様な証券発行を可能とするためには、特別目的会社、民法上の組合等の方式についても導入、活用を図る必要がある。このため、会計原則、社債発行限度、税制等関連諸制度の整備について検討を進める必要がある。

③ 証券の小口化、流動化の促進

我が国では、住宅抵当証書、住宅ローン債権信託、抵当証券或いは不動産小口化商品等の形態で不動産証券化は進展しつつあるが、販売単位の大きさ、譲渡先の限定や譲渡禁止特約、税制上の取扱い等から、いずれも証券の小口化、流動化の程度は低いものに止まっているのが特徴である。

しかし、不動産の証券化は、不動産或いはこれに関する権利を小口化・定型化し、流動性を付与することによって、投資家から資金調達するものであり、より長期、低利の資金を大量に調達するためには、証券の小口化、流動化を促進することが重要な課題である。

このため、情報の開示等投資家保護措置の充実、取引の公正確保のためのルールと流通市場の整備、証券保有者の把握等事務処理システムの整備、証券（不動産に関する権利）の有価証券化とそのための条件整備等につい

て幅広く検討を進める必要がある。特に、証券の小口化、流動化の促進に当たっては、投資家の保護について十分留意する必要がある。

④ 不動産に関する情報の開示等

イ 情報の開示

広く一般に対し証券を発行し、資金調達する上で、当該証券が化体する権利即ち当該証券の基礎となる不動産の内容について正確な情報を開示することは、投資家の的確な投資判断に資するとともに、自己責任の原則を基礎とする投資家保護を図るために必要不可欠である。

このような開示の規制としては、株式、社債等の一定の有価証券について証券取引法に一般的な規定があるほか、同法の有価証券に該当しないものについては、それぞれ個別の法律や通達により対応されている。また、不動産そのものの売買等については、宅地建物取引業法に取引の相手方に対する重要事項の説明等が規定されている。しかし、いずれも、特定の取引についての規制であり、今後進展が期待される不動産証券化に十分対応し得る制度は未整備の状況にある。

不動産の証券化は、いわゆる証券取引と不動産取引の中間的な性格を持つものと考えられるが、証券の化体する権利の内容、証券の発行・流通の形態に即して、開示させる情報の内容、開示の仕組み・方法について具体的に検討し、開示制度の整備を進めていくことが必要である。

ロ 不動産情報サービス・システムの充実

証券化の対象となる不動産は、その内容が多様であり、証券化の仕組み自体も複雑であることから、一般の投資家にとって、資金調達者による情報の開示のみでは、証券の安全性、収益性等を十分比較検討することは困難である。

このような事情を反映し、デット型の証券については、格付制度が証券の安全性を評価する仕組みとして機能している。格付制度は、証券についての専門的知識を有する格付機関が、証券のリスクの程度を判定し、公表することによって、投資家の適切な投資判断に資しようとするものであり、米国においては、このような格付制度が広く市場関係者に浸透し、証券化の進展に大きな役割を果たしている。我が国においても、徐々にではあるが格付制度は普及しつつあり、今後一層その充実・定着を図る必要がある。

また、都市開発プロジェクト推進のための資金調達においては、エクイティ型、ハイブリッド型の証券化に対するニーズも高いことから、格付制度に相当するような、不動産に係る市場動向、類似の都市開発事業の事例、事業者の事業実績等、投資家の投資判断に資する情報を広く収集、提供するサービス・システムを充実していくことが必要である。

⑤ 地価の安定と都市開発プロジェクト推進のための適切な資金供給の確保

近年の大都市における地価の上昇は、東京圏においては沈静化の傾向にあるものの、地方都市等に波及する状況となっている。これは、多くの資金が土地購入に流れ、土地ストックの名目資産価値の上昇を引き起こしたためであり、遅れている社会資本の整備、住宅・宅地の供給、都市機能の高度化等、都市開発自体の困難化を招来している。

不動産の証券化は、単なる土地等の転売や投機的取引に資金供給するものであってはならず、これによって調達した資金を都市開発プロジェクトの推進に適切に誘導、活用していくことが必要である。

具体的には、不動産証券化の活用は、大きくプロジェクトの建設段階と保有段階に分けられるが、不動産が完成し、テナントの確定した保有段階は、建設段階に比し低リスクであり、不動産の証券化は、基本的に、このような保有段階になじみやすい性格を持っている。このため、一般に比較的短期であるプロジェクトの建設段階は通常の金融機関からの借入れによって資金調達し、事業が完成した保有段階において、不動産を証券化し、長期・安定的な資金に借り換え又は資金回収する等の形態を中心に、不動産証券化の有効かつ適切な活用を検討する必要がある。

また、特に、長期かつ大規模な事業を実施するためには、建設段階から証券化によって資金調達するのが有効であり、その実現に向けて、事業の計画的実施の確保、必要な保証・保険制度の充実、取引ルールの明確化と取扱事業者の健全な育成等を図る必要がある。また、地方都市等における優良な都市開発プロジェクトの推進を図るためには、政策的な支援措置の充実も必要であり、各種の事業制度、支援措置との連携を図りつつ、証券化の活用を検討していく必要がある。

第五 不動産証券化を活用した新たなファイナンス・システムの構築に向けて

不動産証券化の推進を図るためには、種々の課題に応え、その条件整備を進める必要があるが、都市開発推進のための新たなファイナンス・システムの構築に向け、当面、以下のような方向で施策の具体化を検討していくことが必要である。

① 不動産金融方式の導入

不動産金融の導入は、不動産証券化の出発点となるものである。また、不動産金融は、対象となる不動産の良否によって資金が供給され、不動産の選択・仕組み方如何によって容易に信用力を変えることができるものであり、証券化推進の観点からばかりでなく、都市開発推進のための一般的な資金調達方式として、積極的にその導入を検討すべきである。

また、その一環として、持分転換権付貸付、利益参加権付貸付等の導入についても検討する必要がある。持分転換権付貸付は、一定期間経過後、債権者の請求によって、事業によって建設された不動産の共有持分権に転換できる貸付けであり、利益参加権付貸付は、対象となる事業或いは不動産から生み出されるキャッシュ・フローに即して金利の変動する貸付けである。これらの貸付方式の導入によって、事業者は、低利資金の調達或いはキャッシュ・フローの見込めない初期段階の金利負担の軽減を図ることが期待できる。

また、抵当証券は、不動産抵当債権をその抵当権とともに証券化した有価証券であり、抵当証券発行特約付融資に不動産金融の方式を導入すること、対象不動産の担保価値とともに債務の償還能力に関する情報を開示すること、抵当証券取扱会社の保証能力（信用力）を高めるとともに広く保証制度の充実を図ること等によって、これを都市開発推進のための制度として活用する方策を幅広く検討すべきである。

② 不動産（所有権）証券化の推進

一方、不動産の所有権そのものを細分化して販売する不動産小口化商品は、我が国におけるエクイティの証券化の先駆けとなるものであり、これを適切に誘導・育成し、不動産の所有と経営を分離する新たな都市開発手法として定着させていくことが必要である。

このため、契約書を標準化する等商品の定型化を進めるとともに、不動産の属性に加え、その管理・運営方法商品の仕組み等に関し幅広く情報を開示させ、取引のルールを明確にしていくことが必要である。また、現在、証券の発行単位、流通性、発行形態が大きく制約されているが、投資家保護措置の充実を図りつつ、その小口化流動化の促進を図るとともに、不動産をまず信託しその信託受益権を販売するといった発行形態の弾力化についても検討する必要がある。さらに、信託方式のみならず組合方式についても、税制上の取扱いや組合契約の明確化を図りつつ、その普及・活用を進める必要がある。

③ 土地信託の活用

土地信託は、土地所有者が土地を手放さずにその有効利用を図り得る手法として、近年、大きな実績をあげている。また、国鉄清算事業団資産処分審議会で検討されているように、地価を顕在化させない資産処分の方法として活用が目され、また、不動産小口化商品にみられるように、多数者に共有される商業用不動産の管理・運営の仕組みとして活用が進められている。

このような土地信託の機能を十分に発揮させ、都市開発の推進に資するため、信託受益権の小口化・流動化の促進、収益受益権と元本受益権への分離等について検討すべきである。

また、これとあわせ、その活用策についても検討する必要がある。例えば、土地信託による事業資金の調達は信託勘定の借入によるのが一般的であるが、土地をベースに相当規模の開発を行う場合には、借入額も多額となることから、初期の金利負担の軽減等に資するため、土地所有者と投資家がそれぞれ土地と資金とを共同して信託する等の方式の活用を検討すべきである。この場合、資金調達の円滑化を図るためには、信託受益権の流通性如何は大きな要素であり、また、信託期間終了後の権利関係の整序を図る上で、収益受益権と元本受益権への分離を活用することも考えられよう。

④ 都市開発推進のための新たな組合制度の導入

我が国では、不動産小口化の仕組みとして、民法上の組合が活用され始めているが、不動産の所有と経営の分離という投資家と事業者との実体に即して、都市開発のための新たな組合制度（都市開発事業組合制度）の導入を検討する必要がある。

都市開発事業組合は、業務執行の権利義務を有する無限責任組合員とこれを有しない有限責任組合員からなる組合で、有限責任組合員の持分権（受益権）に譲渡性を認めようとするものである。これによって、投資家は、事業経営と無限責任の負担を負うことなく、直接不動産に投資を行ったと同様の利益を享受し、事業者は、事業の経営権を損なうことなく、広く出資を募ることができる。

我が国では、都市開発を関係者が共同して実施する場合、第三セクター等の株式会社方式やジョイント・ベンチャー方式がとられるのが一般的であるが、このような組合制度の導入は、不動産証券化の仕組みとしてばかりでなく、例えば、地方におけるリゾート開発などで開発事業者が中心となり、地元の関係機関が協力して事業を実施する場合、土地所有者から土地の提供を受けて事業者が都市再開発を実施する場合等においても有効な手法となることが予想され、その活用形態に即しつつ、制度の具体化を検討していく必要がある。

⑤ 特別目的会社方式等の導入

一時に多額の資金を有利な条件で調達するためには、資本市場から直接資金調達することが有効である。

そのためには証券の高い流通性を確保することが前提となるが、株式、社債については、証券の流通システム自体は確立しており、このような資金調達を可能とするものとして、特別目的会社方式の導入について積極的に検討すべきである。このため、社債発行限度規制の緩和、導管機能の付与等を図るとともに、不動産証券化の特性に即して、投資家の保護、流通市場の在り方等について検討を進める必要がある。

また、不動産業者が自ら保有する不動産を証券化し、資本市場から直接資金を調達するためには、それに相応しい資金規模が必要であり、そのようなプロジェクトは自ずと限られたものとなろう。また、多くのプロジェクトに分散投資をすることによって、不動産投資のリスクは軽減することができる。

このような観点から、不動産投資信託（REIT）をもとに、広く投資家から資金調達し、複数のプロジェクト又は不動産に長期・安定的な資金を供給する新たなファイナンス・システムの導入を検討すべきである。この場合、単なる既存物件の転売等に資金供給を促進し、地価の高騰を招くことのないよう措置することには特に留意する必要がある。このため、投資対象を新規供給に係る不動産、優良な都市開発プロジェクトに限定したり、公共的な機関としてファイナンス機関を設置する等の方策についてもあわせて検討する必要がある。

Ⅲ. ニューヨーク事務所から

日米の建設業に関する様々の問題がクローズアップされている最近の情勢の中で、これらが米国側でどのように報じられているか興味のあるところである。

ENR誌11月30日号から関連記事を3編紹介する。

(ENR 1989年11月30日号 記事試訳)

○ 米国は日本に対する報復措置を見合わせ

日本の年間 3,000億ドルの建設市場は依然不合理な慣行によって米国企業を締め出しているが、米国政府は日本政府との交渉によって米国企業参入の成果が生まれているため報復はしないとUSTRのカーラ・ヒルズ代表は語っている。

米国政府は米国企業にとってより市場開放が進むように日本側の進捗状況をモニターし、交渉を継続する予定であるとヒルズ代表は述べている。USTRの結論は、昨年包括通商法との関連で議会から要求された不公正慣行についての1年間の調査に基づいて得られたものである。

USTRの決定に先だって日本政府は、談合を防止するために努力し、将来のプロジェクトに関して入札希望者にもっと情報を提供し、民間側のジョイントベンチャー組成の協議に関与しないようにする旨同意した。ヒルズ代表は、日本政府にはこの他の未解決な問題にも早急に取り組む明確な意志があるとしている。

米国建設企業は、交渉が進展しない場合にはいつでも報復措置を再検討する権利を米国政府が留保しているという事実に勇気づけられている。しかし、いくつかの米国企業が日本で受注し始めている目下の状況では、「我々は交渉を継続状態においておきたい」と国際エンジニアリング建設産業協議会(IECIC)スポークスマンのマーク・チャルピン氏は語っている。

これとは別個の動きとして、司法省は先週、日本企業99社が東京近辺の米海軍基地の多くのプロジェクトのための談合に参加したという告発に対して和解に応じたと発表した。昨年、日本の公正取引委員会は1984年から87年にかけて 140社が談合に関与したという裁定を下していた。

海軍にかわり、3,500万ドルの損害賠償を求めている米国政府は99社と3,260万ドルで和解することに同意した。しかし、司法省のスプークスマンは12月20日の期限までに和解文書にサインしない残りの41社のいずれの会社をも告訴する権利を留保していると語っている。

○ 今や対日貿易は相互主義の時

米国政府には多分祝杯を上げている貿易専門家がいるであろう。その理由は、日本における米海軍プロジェクトの談合に関与した日本建設企業の何社かが、司法省との和解の一部として3,200万ドルを支払うことになるからである。その一方で、USTRのカーラ・ヒルズ代表は米国企業が締め出されないように日本建設市場を注視していくことになる（前項参照）。それは、馬鹿げたほど単純な反応である。

米国企業が日本の公共工事プロジェクトに対してどの程度のアクセスを有すべきかについて、日米両国政府は何年間か互いに争ってきた。1988年にサインされた合意では、14の大規模プロジェクトが一定の米国企業に一定の条件下で開放された。大きな成果である。日本では今後10年間に何十億ドルもの公共工事が予定されている。米国企業の受注は、全国的なあるいは地方的な抵抗のためにごくわずかにとどまるか、または、全くないこともあり得る。米国企業の側に日本で仕事をしたいという強い熱意が見られない状況はあいかわらずであるが、一方で彼らが受注できない背景には、外国企業を参入させないように意図された契約手続きが存在することも事実である。

日本貿易交渉にまったく進展がみられそうになかった一時期、議会は日本の国内市場開放に何らかの動きがない限り、連邦予算による米国の公共工事から日本建設企業を締め出すことを宣言した。その結果、

1988年の合意が生まれた。現在、再び交渉は膠着状態になっているようだ。相当数の米国企業が体裁を整えるために日本の建設業許可を与えられ、そのかわり彼らは日本のパートナーとJVを組むことを要求されている。

建設分野及び他のすべての商品・サービス貿易において日米関係はフェアであるべきであり、決して我々の側だけの自由貿易であってはならない。我々としてはこの点は譲歩できない。日本企業の米国市場への参入並びに入札できるプロジェクトについては何らの制限もないのである。閉鎖的な建設市場を注視していくよりも、米国政府は米国で営業している日本人所有あるいは日本と資本関係のある企業に対して全く同じ契約ルールを適用していくべきである。

日本人が米国で稼いだドルを使って大量に米国の国債を購入しているからといって、そもそも巨大な日本の貿易黒字を生み出すに至った貿易環境を我々が永続させなければならないということはないのである。

○ 日本からの調査団

日本の建設業界は反トラスト法とその運用を調査するために、18名のメンバーから成る調査団を米国に派遣した。調査結果は、秘密裡に仕事を分け合ったり、談合を行ったりする日本の建設業の永年の慣行に終止符を打つための努力に使われるであろうと、日本政府の担当者は語っている。この調査団は、いかに反トラスト法が競争を促進しているかを集中的に調べるため、建設業刷新検討委員会から派遣されたものである。