

【 寄 稿 】

都市開発事業における不動産の証券化手法の活用方策検討について

国土交通省総合政策局不動産課不動産投資市場整備室

(はじめに)

都市開発事業を取り巻く厳しい環境の中で、戦略的な都市再生を推進していくために、開発事業者以外の幅広い主体の資金参加を得て事業を推進する仕組みを整備することが必要となっています。こうした中で、都市開発事業推進の有力な手法として「開発型証券化」が注目されています。

しかしながら、現在一般的に行われている不動産の証券化は、既に稼働している不動産を対象とするものが多く、新たな都市開発事業の起動力として「開発型証券化」が十分に機能していない状況にあることから、「開発型証券化」の推進方策を検討するために「開発型証券化事業検討会」を開催し、検討を行ってまいりましたが、この度、「開発型証券化事業検討会」での議論及び関係者からのヒアリング等の調査をもとに作成した「都市開発事業における不動産の証券化の活用方策検討報告書」を公表することとなりました。

I 開発型証券化の意義

1. 開発型証券化が期待される背景

これまで行われてきた不動産の証券化は、一般的に既に稼働中の物件を対象として行われてきましたが、「開発型証券化」は、未だ稼働物件が存在しない段階で、将来建設される物件を対象に証券化を行うものです。

開発型証券化は、証券化の対象となる物件の収益、将来の換価等について大きな不確定要素が存するだけでなく、そもそもその物件が計画どおり完成するかについてもリスクが存在することから、従来は証券化の対象として基本的に想定されませんでした。にもかかわらず、近年開発型証券化への関心が高まっている背景には、次のようなものがあると考えられます。

(1) 開発事業を取り巻く環境の変化

従来一般的な開発事業においては、開発事業者は、自社の企業信用を裏付けとしたコーポレートファイナンスによって金融機関等から資金を調達し、その資金で不動産を取得して事業を実施していました。

しかしながら、地価が長期的な下落傾向に転じると、土地の担保能力が低下し、開発事業者の資金調達はそれだけ難しくなってきます。また、開発事業者は自ら所有する事業用地の値上がりによって開発事業のリスクをヘッジすることが期待できなくなり、その結果開発事業に伴うさまざまなリスクが顕在化してくることとなります。その一方で、開発事

業者の経営体力は低下を余儀なくされており、さまざまなリスクが顕在化してきた開発事業をすべてのリスクを自社で負担して行うことはもはやできなくなっています。

そうした中で、投資家から資金を集め、投資家にリスクを分担させることを可能にする仕組みとして、開発型証券化が注目されています。

(2) 企業財務上の要請

開発型証券化は、土地を自ら所有することなく開発事業を行うことを可能にするスキームであることから、企業財務上の観点からも、その採用可能性が模索されています。

(3) 投資家ニーズの多様化

開発型証券化は様々な投資特性を持つ商品提供が可能であり、多様なニーズを有する投資家にとって、超低金利時代における新たな資産有用手段となることが期待されています。

2. 開発型証券化の果たす役割

開発型証券化は、次のような役割を果たすことが期待されています。

(1) 新たな資金提供者の確保及びレバレッジ効果

大規模な開発事業に必要な資金量も莫大になるケースでは、開発事業者の資金調達力だけでは開発が実施できない事態も想定されますが、開発型証券化の手法を用いることで事業化がより容易になると考えられます。

また、開発型証券化の導入により、開発事業者は、複数の事業に分散投資することができるようになり、リスクの分散を図ることができるとともに、より多くの事業に関わることで、フィービジネス等のビジネスチャンスを広げることができます。

さらに、デベロッパーにとっては、より少ない初期投資をもとに、第三者の資金を導入することによって、レバレッジ効果を享受し得るというメリットもあります。

(2) 複数の主体によるリスクヘッジ及び事業の客観的評価

開発型証券化においては、開発事業に関する専門性を有する複数の主体が事業に関わることにより、開発事業のリスクが細分化された上でそれぞれ専門性を有する主体によって適切にマネジメントされることとなり、事業の実現可能性がより高まることが期待され、また、複数の主体が開発の初期段階から関わることによって、当該事業のリスクを第三者の視点からより客観的に評価することができるというメリットもあります。

(3) 倒産隔離による事業着手のインセンティブ向上

開発型証券化の手法を用いると、その事業に係る負債を開発事業者の一般財産から隔離

することができることから、その企業の他の部門に影響が及ぶことを回避できることになり、開発事業者は、より積極的に新規事業に着手し得ると考えられます。

(4) 開発事業における資産のオフバランス化とそれに伴う投資の誘導

開発型証券化においては、資産が開発の初期段階からオフバランスされることにより、自社の財務体質が改善されることとなります。

また、投資家サイドから見ても、当該開発事業を、コーポレートから遮断された投資案件として位置づけることが可能となるため、投資案件そのものの収益性並びに流動性（換価性）に対する評価とその結果としての投資が促進されるものと期待できます。

(5) 新しいフィービジネスのチャンス

開発型証券化に係る事業では、開発事業者は、アドバイザーとして事業性の評価、期待利回り向上のための商品企画、リスクヘッジに関するコンサルティング、参加企業のコーディネート、出口戦略の策定支援等を行い、フィーを得るという収益機会を有し、こうしたフィービジネスは、開発事業者の今後の事業展開において有望な分野と考えられます。

3. 開発型証券化の基本的な仕組み

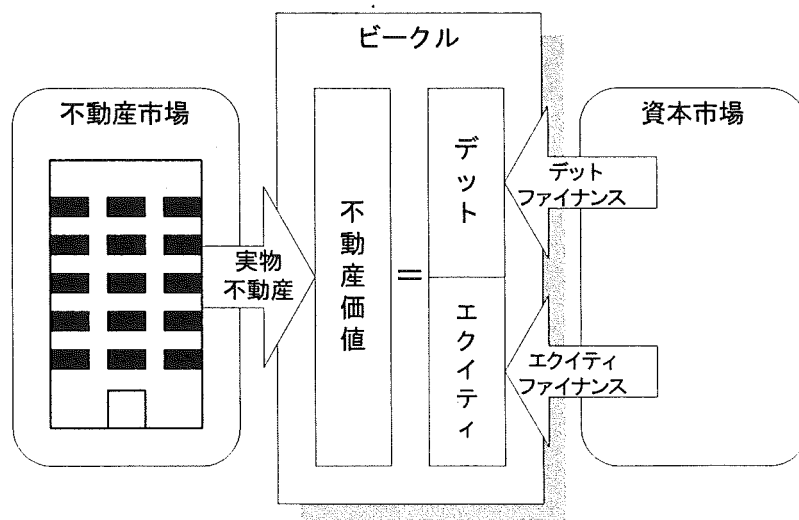
「開発型証券化」を含む不動産の証券化においては、不動産市場と資本市場が直結することになり、不動産の所有と利活用は分離されます。

(1) 既存物件の証券化の仕組み

既存物件の証券化においては、オリジネーターは既に竣工・稼動している不動産をビークルに売却し、当該不動産を担保に証券を発行し、投資家より資金を調達します。

さらに、ビークルは当該不動産の収益または売却代金によって資金を投資家に対して償還する、というスキームとなっています。

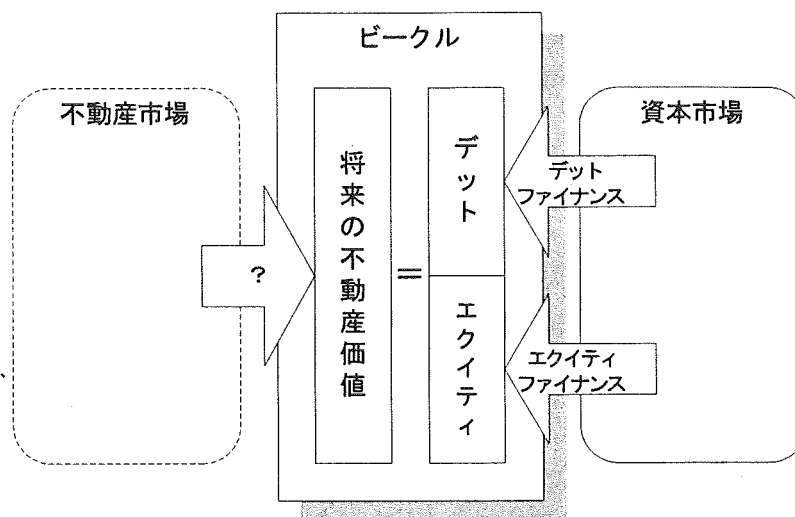
図 既存物件の証券化スキーム



(2) 開発型証券化の仕組み

これに対して、「開発型証券化」においては、投資物件が稼働していない段階で、将来に稼働物件を建設することを前提として証券化を行うスキームとなっており、資金調達の段階で、投資対象の物件が存在しない、という点が「開発型証券化」の最大の特徴となっています。

図 開発型証券化のスキーム



II わが国における開発型証券化の事例研究

報告書では、4つの開発型証券化の事例について、事業段階ごとの実態、開発型証券化のメリット・デメリット及びリスク・リスクの実質的な担い手を、ヒアリング調査より整理しています。

1. 開発型証券化の事例からみた課題

(1) 事業の評価について

開発型証券化では、事業主体となる企業に対する信用ではなく、事業そのものに対する信用をもとに事業が進められることが期待されていますが、現状では、事業に対する信用よりも企業（事業主体）に対する信用が重視されています。

(2) 事業リスクの負担について

開発型証券化では、事業主体のリスクを低減して、様々な主体がリスクをシェアすることが期待されていますが、現状では、事業リスク、完工リスクを実質的には事業主体となる企業（開発事業者）が負担しています。

(3) 事業主体について

一般的な開発事業においては、開発事業に伴うリスクを事業主体となる企業が全面的に負担するため大手企業に有利な面がありますが、開発型証券化の場合は、事業遂行能力のある中小規模の企業の参画が期待されています。

ただし、現状では、マンション分譲において中堅開発事業者の参画事例がみられるものの、大規模な開発型証券化では大手の開発事業者が中心となっています。

(4) エクイティやデットの引き受け手について

開発型証券化では、幅広い主体が資金を提供することが期待されていますが、現状では、リスク・リターンの分析・検証（リスクの客観化）が困難であるため、資金の提供者は開発事業にある程度の知識のある機関投資家に限定されています。

(5) 証券化コストについて

開発型証券化の場合は、幅広い主体から資金を調達することが期待されていますが、現状では、コーポレートファイナンスと比較して事業の評価及び審査に手間がかかること、不確定な事業リスクに対するプレミアムが金利に負荷されること等の理由から、一般的にコーポレートファイナンスよりも資金調達コストが高くなるため、ハイリスク／ハイリターンを指向する資金の導入が今後の課題となります。

(6) 証券化時期について

開発型証券化の場合は事業の早い段階で資金を回収することが期待されていますが、現状では、開発型証券化の事業でも証券化の時期が事業完了間際となるケースもあり、つなぎ資金が必要となっています。

(7) 証券化される物件の種類について

開発型証券化においても、分譲事業・賃貸事業とも、オフィスビル、住宅、商業施設等、様々な種類の物件の取り組みが期待されていますが、現状では、比較的短時間で事業が完了する（資金が回収できる）分譲マンションが中心となっています。

Ⅲ 現状の分析と対策の基本的方向性

開発型証券化は、その本来期待されている意義・役割に照らして未だ多くの課題を有しています。それらの課題を克服するためには、現状においてどのような点が障害となっているのかを分析し、講ずべき施策の方向性を明らかにしていく必要があります。

1. リスクの明確化

開発段階のリスクは定量的な評価が難しいものが多く、開発型証券化を推進するためには、開発事業に係る個別のリスクの明確化を図り、それを踏まえて事業全体のリスクを分かりやすい形で示すことが不可欠です。そのためには、開発事業に係るリスクを特定して体系的に整理し、それぞれのリスクの性質やリスクの明確化のための手法を明らかにするとともに、リスクを適切に評価するための手法の確立、体制の整備等を行う必要があります。

2. リスクのシェア及びマネジメント

開発事業に伴うリスクが細分化され、当該リスクの管理について専門性を有する主体等にシェアされた上で、適切にマネジメントされることで、事業の実現可能性がより高まることが期待されます。

3. リスクの補完

開発型証券化の事例の蓄積が極めて少ない現時点においては、多くの投資主体はリスクの評価について慎重な姿勢をとらざるを得ず、企業としての信用力が大きくない開発事業者にとっては、開発型証券化の採用は相当ハードルが高いものとなると考えられます。

一方、開発型証券化は、より多様な資金を土地市場に呼び込むとともに、リスクの適切な分担により事業を推進する効果を有するものであるから、一定の事業については、公的主体等がリスクの補完を行うことで、当該事業の推進を図ることが考えられます。

IV 開発型証券化の推進策

開発型証券化の推進策として、①事業のリスクを明確にした上で、②個々のリスクをそれぞれにふさわしい主体の間でシェアして適切にマネジメントし、③なお残るリスクについては公的主体等による補完を考えていく、という基本的な方向性を示しました。そこで、上記3点のそれぞれについて具体的な施策を検討します。

1. リスクの明確化

リスクの明確化は、①リスクの特定、②特定された個々のリスクの評価、③②の総体としての事業の評価、という3つのプロセスを含んでいます。現状においては、この3つのいずれの段階においても開発型証券化推進のボトルネックが存在しており、リスクの明確化を図っていくことが重要と考えられます。

(1) リスクの特定及びそのリスクを明確にするために必要な情報の整理

本調査研究においては、事業の段階ごとに、考えられるリスクとそれを明確にするために必要な情報を整理することを試みましたが(次ページ表)、今後多くの者との相互検討等

表 リスクとその明確化のために必要な情報について

段階	リスクの項目	明確化のために必要な情報（判断材料）
開発準備段階	土地等に関する権利が取得できないリスク	不動産売買契約書 土地登記簿謄本 境界確認書 /等
	敷地の安全性 (土壌汚染や地盤沈下の有無、埋蔵文化財の有無、等)	・環境調査報告書 埋蔵文化財調査報告書 地震リスク評価報告書 /等
	建築の実現可能性 (建築確認など各種認可の可能性)	建築確認申請書、確認済証 近隣説明に関わる資料 ・地震リスク評価報告書 建築物の概要、工期、工法、作業方法、工程表、設計資料、設計図面、標準仕様書 /等
建設段階	事業スキームの成立可能性	プロジェクトタームシート（ストラクチャー等） スキームに関する契約書（開発委託契約書、販売代理契約書、工事請負契約書、保証契約書、バックアップ・ディベロッパーとの契約書、SPCに関する契約書、等） スキーム参加者の財務資料 法律事務所の意見書、税理士の意見書、公認会計士事務所の意見書（会計上のオフバランス等の扱い） 社債要項（社債発行額、利払い資金、等） 瑕疵担保責任の所在に関わる資料 /等
	建設予定建物に関するリスク	標準仕様書 建築物の設計図書 /等
	施工業者のデフォルト・リスク	・施工業者の財務資料 /等
	事業・販売成立可能性	事業収支計画書（エンドユーザーからの入金フロー等） 開発事業者の見解や市場調査会社レポート（近隣物件の販売・稼働状況資料、競合物件の開発状況） /等
	資産価値	キャッシュフロー予測レポート LTVによる投資判断レポート /等
出口段階	物件の収益性・流動性（換価性）	隣接物件との比較など商品力に関する資料 開発事業者や販売会社の企画・販売力に関する資料 事業スケジュール（販売または賃貸営業に一定期間の余裕の確認） テナント撤退時も利払い可能なキャッシュリザーブ（賃貸物件の場合） 等

資料）格付機関資料等より作成

を通じて、共通認識の形成が進められていくべきものです。

(2) 開示すべきデータや評価項目の標準化

リスクの評価に関し、現状における最大の問題は、評価に当たっての共通の「モノサシ」が存在しないことであり、事業に関しどのようなデータを開示すべきかについて、開発事業者、金融機関等の開発型証券化の各プレーヤーにとってアクセプタブルな内容を検討し、できるかぎり標準化（フォーマット化）することが不可欠です。

(3) 基礎資料をワンストップで入手できる体制整備

事業のリスクを評価し、投資判断を行うために必要な情報は、事業本体に関する情報だけでなく、当該案件に関連するマーケット情報、プロジェクト・マネジャーに関する情報等多岐にわたっていますが、投資家のリスク判断を容易にし、開発型証券化への投資意欲を高める観点から、事業に係る様々な資料ができる限りワンストップで入手できるような体制整備が重要です。

(4) 適切な市場調査の実施

証券化に当たっては、事業の収益性、換価可能性等を適切に評価し、それをできる限り客観的な形で投資家に示すことが特に重要です。

(5) 格付に関する信頼度向上

開発案件の証券化においても格付を取得している事例が散見されますが、開発案件は評価のノウハウの蓄積が少ないことから、開発事業のリスクが過大に評価されたり、一般の金融商品と比較して安全サイドの評価がなされたりすることがないとは言えず、その結果格付がかえって証券化の抑制要因となることも懸念されます。

このため、開発事業に係るリスクの評価に関する知見を蓄積すること等により、開発案件に適した審査手法を確立していくことが必要です。

2 リスクのシェア及びマネジメント

リスクのシェア及びマネジメントを円滑に推進するためには、適切かつ合理的なリスクシェアのあり方について共通の認識を醸成した上で、リスクのシェア及びマネジメントための多様なツールを整備していくことが重要です。

(1) 開発準備段階のリスクとシェアの方向性

開発準備段階のリスクは、シェアが最も困難ですが、開発事業に関するノウハウをある程度有し、事業の理念や価値観を開発事業者と共有することができる特定の企業を「共

同事業者（パートナー）」として募り、資本参加を得る等によってリスクのシェアを図ることが考えられます。

①許認可に係るリスク

許認可に関しては、許認可取得の遅れ、計画変更を余儀なくされ計画通りの床面積が確保できなくなる等、極めて重大なリスクが存在しますが、こうしたリスクのマネジメントは、開発事業者の「専門性」の一つの中核的部分をなすものであり、証券化に当たっては、事業者において許認可の見通しがつけられていることが要請されるものと考えられます。

②近隣リスク

近隣住民による開発計画に対する反対等のリスクについても、証券化の段階までに、開発事業者により対応がなされていることが基本となると考えられます。

③土地に係るリスク

土壌汚染、地盤沈下、埋蔵文化財等による事業費増加、事業遅延、計画変更等のリスクについても、証券化前に対応済みであることが基本となりますが、土地の取得に関しては、土地所有者との間で瑕疵担保の特約を締結することによりリスクをヘッジすることが可能です。

（２）建設段階のリスクとシェアの方向性

①完工リスク（建設中断リスク）

施工業者の倒産や業績悪化等による中断や完工が不可能となるリスクについては、信用力の高い事業者による完工保証やJV等の仕組みが考えられます。

②事業費の増加リスク

事業費が当初の想定を上回るリスクに対しては、工事費の見積不備など施工業者側の都合による工事費アップは全額を施工業者の負担とするという対応の方向が考えられます。

③タイムオーバーランリスク

施工業者側の事情によって事業期間が長期化するタイムオーバーランリスクに関しては、施工業者との契約において「施工業者側の都合による工期遅延は施工業者に対して損害請求」旨を明確化しておく必要があります。

④地震・火災、その他の天変地異のリスク

地震やそれに伴う火災、その他の天変地異への対応については、保険の加入での対応が

考えられます。

(5) 出口段階のリスクとシェアの方向性

一般投資家の投資判断に当たっては、当該物件の換価可能性やキャッシュフローの確実性について容易に評価できるよう、資料を積極的に開示・提供する必要があります。

また、マーケットリスクについてもできるだけ軽減することが要求される場合もあると考えられますが、対象物件の分譲又は賃貸の「予約契約」をあらかじめ締結しておくことにより、エンドユーザーにリスクを移転するという方向性も考えられます。

いずれにしても、一般投資家向けの「商品」については、リスク、リターンを調整する等により、多様な投資ニーズに応じていく必要があります。上述したようなリスク及びそのシェアについて、一覧表にしたものが次頁の表です。

3. リスクの補完

前述したような方策を講じてもなお残るリスクに関しては、公的主体等がリスクを補完し、事業の実現可能性を高めることが考えられます。

こうしたリスクの補完は、従来は国が中心となって対応されてきましたが、今後は様々な主体が開発事業に参画する仕組みを整備していくことが期待されます。

(1) 公的機関の参画

①公的機関による信用補完

開発型証券化によって優良な都市開発事業が実施される場合において、開発初期段階において公的機関が債務保証などの信用補完を行う仕組みを充実させることが必要です。

②公的機関による事業参加

「公的機関による事業参加」としては、開発初期の段階において公的機関が土地を取得するなど、事業リスクが最も大きい段階におけるリスクテイクとして事業に参加することが、事業推進上大きな効果を有するものと考えられます。

③公的機関による金融支援

「公的機関による金融支援」としては、特に開発事業の初期段階では、リファイナンスを前提として、公的機関による無利子融資又は低利融資を行うことが考えられます。

(2) 地方公共団体等の参画

地域住民の生活の質が向上することが期待される都市開発事業に関しては、地方公共団

表 開発型証券化におけるリスク分担の方向性

事業の段階	主要なリスク項目	リスクの内容	リスク分担の方向性					備考（リスク分担の考え方等）	
			オリジネーター	開発事業者	共同事業者	投資家（注1）	建設会社		保険会社
開発準備段階	許認可に係るリスク	開発許認可や建築確認の遅延、不許可等		○					専門的な判断のできる開発事業者及び事業に関する価値観を共有できる共同事業者が負担
	近隣リスク	近隣住民による開発計画に対する反対等		○					専門的な判断のできる開発事業者及び事業に関する価値観を共有できる共同事業者が負担
	土地に係るリスク	土壌汚染、埋蔵文化財、地盤沈下等	○						開発事業に影響を与える土地の“瑕疵”に関しては、元の土地所有者が負担
建設段階	デベロッパのデフォルトリスク	デベロッパの業績悪化・倒産等					○		当該開発に係る総合的なマネジメント・サービスを提供する「バックアップ・デベロッパ」が開発を担当
	完工リスク	建設会社の倒産や業績悪化等による中断や完工不可					○		信用力の高い事業者（バックアップ施工業者）による完工保証
	事業費の増加リスク	建設会社の事由（見積不備等）による事業費の増額				○			施工業者との契約に「施工業者側の都合による工事費増額は全額工事請負施工者負担」を明確化
出口段階	タイムオーバーリスク	建設会社の事由による事業期間の長期化				○			施工業者との契約に「施工業者側の都合による工期遅延は施工業者に対して損害請求」を明確化
	地震・災害等のリスク	事故・地震・火災・その他の天変地異等のリスク					○		損害保険の付保
出口段階	マーケットリスク	計画通りの分譲や賃貸稼働が困難となるリスク			○	○（注2）		○	分譲又は賃貸の「予約契約」によりエンドユーザーにリスクを移転し、残るリスクについては投資家が負担することも選択肢にし得る。

注1：「投資家」としては、当面は（公募による）機関投資家を想定。

注2：将来的には、投資家が「出口段階」以外のリスクを取るスキーム（商品）も考えられる。

体が、事業リスクが最も大きい開発初期の段階において、開発型証券化の手法を用いてリスクテイクとして事業に参加することも期待されます。

(3) 土地所有者の参画

土地所有者自身も、単に事業に土地を提供するにとどまらず、積極的に事業に参画することが考えられます。特に大規模な土地の所有者の場合、その地区の将来像を開発事業者とともに描きつつ開発を行っていくという形態は、今後の土地活用の有効なツールの一つとなり得ると考えられます。

(4) エンドユーザーやテナントの参画

開発の初期段階（建設段階）から、施設のエンドユーザーやテナントが事業に参加する仕組みも考えられます。

4. その他講ずべき施策

(1) 人材の育成

開発型証券化の事例を増やしていくためには、各企業における実務を通じた人材育成だけでなく、産官学の連携によって金融と不動産の双方に通じた人材を育成していく仕組みについても検討が必要です。

(2) 不動産投資インデックスの整備

開発型証券化の事業を、事業そのもののリスクで評価できるような体制整備が必要であり、不動産開発事業の過去のパフォーマンスに関するデータや不動産投資インデックスの整備が期待されます。

(3) プロジェクト・マネジャーのトラックレコードの整備

幅広い投資家層が開発型証券化に係る事業に投資できるようにするためには、開発内容と事業採算の両部門を統括するプロジェクト・マネジャーを明確に位置づけ、一般の投資家が専門のプロジェクト・マネジャーを通じて開発案件への投資を行うというチャンネルを作っていくことが有効です。

(4) シナリオ分析を行うために必要な情報の開示

イギリスの開発事業においては、リスク評価のためシナリオ分析を行い、これを投資家に開示している事例もみられますが、わが国においても、シナリオ分析を行うために必要な情報も開示することが重要と考えられます。

5. 開発型証券化の段階的推進

開発型証券化の推進策も、一挙に実施することが可能なものではありませんが、例えば次のような基本的考え方で施策を組み立てていくことは、十分な有

効性と現実性を持つものと考えています。

(1) 「共同事業者」の参画促進による開発型証券化事例の蓄積

リスクの明確化を推進するためには、各企業が自らの取組に係る情報を持ち寄った上で、情報の蓄積・統合を図っていくことが考えられ、これによって、開発案件に係るリスクや事業推進上の問題点が洗い出され、開発型証券化のフォーマット化がより早期に行われることとなります。

(2) 一般の機関投資家等の参画によるリスクシェアの推進

事例が蓄積され、開発案件のリスクのあり方やその評価についても一定の共通認識が形成されてきた段階で、資金調達主体を金融機関や一般の機関投資家にも拡大し、リスクのシェアによる事業の推進に本格的に取り組んでいくこととなります。

(3) 対象事業（者）の拡大による開発型証券化の裾野の拡大

開発事業を事業として評価する仕組みが整備され、開発案件への投資ニーズが増大してくると、中小ディベロッパーの優良な開発事業への投資ニーズが高まっていくと考えられます。

(4) 個人資産も巻き込んだ大市場の形成

開発型証券化の最終段階として、個人投資家の開発型証券化への投資を促進していくこととなります。これにより、様々な主体が開発事業に参加し、土地の有効利用や都市の再生を、市場原理により強力に推進する環境が整えられることとなります。

(おわりに)

都市開発事業における不動産証券化の活用については、本報告書でも論じているように、リスクの明確化等多くの課題がありますが、今後、事例が蓄積され、開発型証券化事業というスキーム自体が成熟することで、これらの課題が徐々に解決され、「開発型証券化」が新たな都市開発事業の起動力として十分に機能するようになることを期待しています。

なお、「都市開発事業における不動産の証券化手法の活用方策検討報告書」は <http://www.mlit.go.jp/sogoseisaku/const/fudousan/index001.html>（国土交通省ホームページ）及び <http://www.lij.jp/>（土地総合研究所ホームページ）にて公開しております。

図 今後の開発型証券化の方向性

