

平成26年度
国土交通省調査

地域における不動産証券化手法の
活用促進に向けた人材育成事業

報告書

(概要版)

平成27年3月

株式会社日本経済研究所

目 次

第1章 業務の概要	1
1-1 業務の目的	1
第2章 地域における老朽・低未利用不動産への不動産証券化手法の活用にあたっての課題	2
2-1 地域における老朽・低未利用不動産への不動産証券化手法の活用にあたっての課題	2
1) 案件規模の問題	2
2) 不動産証券化手法の活用に必要な専門家の不足	2
3) 資金調達上の問題	2
第3章 地域における老朽・低未利用不動産再生上の課題解決について	4
3-1 課題解決の方針	4
1) 不動産特定共同事業等の不動産証券化手法の活用の促進	4
2) 地域における現物不動産型 GK-TK スキーム等の不動産証券化手法の活用の啓発	5
第4章 調査事項	6
4-1 不動産証券化に係る基本的事項の整理	6
1) 調査の実施方針	6
2) 基本的な事項を整理した内容について	6
4-2 不動産特定共同事業等の不動産証券化に関する相談窓口の設置と相談の実施	6
1) 調査の実施方針	6
2) 相談内容・相談結果	7
3) アドバイザリー会議	9
4-3 不動産証券化手法に関する研修・情報共有・啓発の場の設置	13
1) 調査の実施方針	13
2) 研修会の開催結果	13
3) 協議会の開催結果	15
4) 研修会・協議会の開催に関するまとめ	17
第5章 地域における不動産証券化の課題	22
5-1 本業務実施を踏まえた成果	22
5-2 本業務実施を踏まえた課題の整理	22
5-3 地方都市における不動産証券化の課題を踏まえた今後の対応策について	24
第6章 まとめ	26
6-1 地方都市における不動産証券化手法の活用促進のための今後の対応策について	26

第1章 業務の概要

1-1 業務の目的

平成20年法人土地・建物基本調査によれば、我が国には法人が所有する建物棟数のうち新耐震基準を満たしていない又は未確認のものが約3分の1にのぼり、耐震性の劣る建築物が多数存在しています。こうした状況において、耐震性の劣る建築物をはじめとした老朽・低未利用不動産の再生や建て替えの促進は喫緊の課題となっています。

この課題に適切に対応するため、平成25年12月20日に施行された不動産特定共同事業法の一部を改正する法律（平成25年法律第56号。同法による改正後の不動産特定共同事業法を以下「不特法」という。）において新たに定められた不動産特定共同事業（特例事業）の普及啓発を図るとともに、その活用を推進することで、特に不動産証券化手法の利用が進んでいない地方都市において老朽・低未利用不動産の再生を推進することを目的として、地方都市における不動産証券化手法の活用を促進するための今後の課題、対応策を整理しました。

第2章 地域における老朽・低未利用不動産への不動産証券化手法の活用にあたっての課題

2-1 地域における老朽・低未利用不動産への不動産証券化手法の活用にあたっての課題

1) 案件規模の問題

不動産証券化手法を活用するには、SPC¹の設立、資金調達、対象不動産の取得やそれに付随して発生する様々な手続を実施し、それぞれの手続に係る契約書など多数の文書を作成する必要があります。

これらのコストや手間は案件規模や複雑さによっても異なりますが、案件規模にかかわらず相応の固定費が発生するため、コストを吸収して採算性を高めるには一定程度の案件規模を確保することが必要となります。

2) 不動産証券化手法の活用に必要な専門家の不足

1) の案件規模において記載したとおり、不動産証券化手法を活用するには、様々な手続、文書の作成が必要となります。また、そもそも不動産証券化によって設立されるSPCは不動産、信託の受益権等を所有する導管体に過ぎないため、不動産投資の、管理、運用といった業務は専門家が分担して行う仕組みとなっています。このため、不動産証券化手法を活用するには、様々な専門家を集めて事業内容ごとに業務委託を行う必要があります。

不動産証券化手法を活用するにあたって必要となる主な専門家としては、アセットマネージャーが挙げられます。アセットマネージャーは、導管体に過ぎないSPCに代わって不動産が生み出すキャッシュフローの最大化を図る司令塔の役割を果たし、物件の取得、維持管理、売却までの幅広い業務を行います。こうしたアセットマネージャーもまた、大都市に集中しているため、地域において不動産証券化手法を活用した事業を進めるうえで、担い手をどう確保するかが課題となります。

3) 資金調達上の問題

老朽・低未利用不動産の所有者が、資金調達を伴う耐震工事、改修工事などを行う場合、資金調達手段の確保が問題となることがあります。企業が不動産を取得する場合の資金調

¹ 特別目的会社 (Special Purpose Company) の略称。不動産証券化という特別な目的のために設立される会社。

達手段は、コーポレートファイナンスが中心です。これは、企業自体の収益力やこれまで培った信用力に基づき銀行から借入を行う考え方であり、あくまでも本業の収益力や資産の担保価値が資金調達力の源泉となります²。このため、老朽・低未利用不動産を良質の資産へと改善させる意義があったとしても、本業の収益力に負荷をかけずに他の投資並の収益力を確保できない場合や、耐震工事、改修工事などを実施したとしても、不動産の担保価値が十分見込めない場合などには、経済合理性がない投資であると金融機関に判断され、融資が得られない可能性があります。

また、特に中小規模の企業においては、不動産の所有者として耐震工事、改修工事に係る資金調達を行おうとしても、安定した財務体質の維持が求められるため、資金調達額が企業規模に対して過大であるような場合は、資金調達が一層困難になります。このため、中小規模の企業単体で建物の改修や建て替え、建物のコンバージョンなど不動産価値を高める投資を行おうとしても結果的に資金調達が行えないといった問題もあります。

不動産証券化手法を活用した事業においては、前述のコーポレートファイナンスではなく、SPCが保有する不動産から生じるキャッシュフローを返済原資とした、いわゆるアセットファイナンスの方法が利用されることとなります。地方都市における不動産証券化手法を活用した事業では、この融資の担い手としての役割を地域金融機関が担えるかどうかことが事業成立の要となりますが、地域金融機関においては、SPCが保有する不動産から生じるキャッシュフローを返済原資とした融資を行うために必要な専門的な知識・ノウハウを有する人材を育成・配置し、組織として体制を整備することが必要です。大都市では不動産証券化手法を活用した事業が豊富に存在することから、都市銀行をはじめ多数のプレイヤーが存在し、豊富な専門家が集中しているのに対し、地方都市では大都市の金融機関等のプレイヤーの参加も少ないのが現状です。

このように地域金融機関においては、人材や必要な組織体制が整っていないことが原因で不動産証券化手法を活用した事業への融資検討が行えない場合があることが課題となっています。

² 資金調達的手段としては出資等の方法もあるが、ここでは最もポピュラーな手段の一つである銀行借入を例に説明を行う。

第3章 地域における老朽・低未利用不動産再生上の課題解決について

3-1 課題解決の方針

1) 不動産特定共同事業等の不動産証券化手法の活用の促進

これまで実施された不動産証券化手法を活用した事業に主に用いられた不動産証券化手法としては、REIT スキーム³、不動産特定共同事業スキーム⁴、TMK スキーム⁵、受益権型 GK-TK スキーム⁶があります。

もともと、REIT スキームでは、投資法人による宅地の造成や建築、テナントの退去を伴う大規模修繕・改修等の制限により、開発リスクを投資家に転嫁することが制限されています。また、TMK スキームでは、資産流動化計画の作成、変更等の事務負担が大きく、小規模な案件には適さないとされています。更に、受益権型 GK-TK スキームでは、非耐震物件や信託報酬に見合わない収益性の低い小規模物件などは信託銀行や信託会社に受託してもらえないことがあります。これらの点から、従来の不動産証券化手法は老朽・低未利用不動産の再生事業には活用しにくいといわれています。

これに対して、改正不特法により可能となったスキームである現物不動産型 GK-TK スキーム⁷では、上記のような制約がないことから、建て替えや改修を目的とする物件、小規模な物件、信託することが困難な物件についても対象不動産としやすい仕組みと考えられており、従来の不動産証券化手法よりも老朽・低未利用不動産の再生事業により活用しやすいスキームであると期待されています。

以上をまとめると、現物不動産型 GK-TK スキームを活用することにより、今までの不動産証券化手法では扱いにくかった物件に対する改修が促進されることが期待されることから、現物不動産型 GK-TK スキームの活用が促進されるよう、普及・啓発を実施すること

³ 投資信託及び投資法人に関する法律に基づき設立する投資法人を用いたスキームをいう。REIT とは Real Estate Investment Trust (不動産投資信託) の略称である。

⁴ 不特法第2条第4項第1号に掲げる行為に係るスキームをいう。

⁵ 資産の流動化に関する法律(以下「資産流動化法」という。)に基づき設立する特定目的会社を用いたスキームをいう。

⁶ 合同会社が匿名組合契約に基づく出資を受けるスキームで、不動産特定共同事業法第2条第1項に規定する不動産を取得しない代わりに不動産を主たる信託財産たる信託の受益権(以下「不動産信託受益権」という。)に対する投資とするものをいう。合同会社(Godo Kaisha)と匿名組合(Tokumei Kumiai)契約を組み合わせたスキームであるため、それぞれのローマ字の頭文字をとってGK-TKスキームと呼ばれている。

⁷ 不特法第2条第6項に規定する特例事業に係るスキーム(主に会社法に基づき設立する合同会社を特例事業者とし、不特法第2条第3項第2号に規定する不動産特定共同事業契約たる匿名組合契約を締結するもの)をいう。

を目指しました。

2) 地域における現物不動産型 GK-TK スキーム等の不動産証券化手法の活用の啓発

これまで述べてきた観点から、地方都市の現状を踏まえつつ、地域における老朽・低未利用不動産の再生について、現物不動産型 GK-TK スキームをはじめとする不動産証券化手法を活用する必要性について周知・徹底を図ることが重要であり、また、地方都市において不動産証券化手法を活用していくうえで不足している専門家の育成を行うことが肝要であるといえます。

また、不動産の所有者に対しても、不動産証券化手法に係る基本的な事項や不動産証券化手法等を活用した老朽・低未利用不動産の再生事例などについて、情報提供を行うことによって、所有する不動産の利活用について検討してもらえるようにすることで課題の解決を図りました。

第4章 調査事項

4-1 不動産証券化に係る基本的事項の整理

1) 調査の実施方針

不動産証券化を行うためには不動産や金融、関連する法令など、幅広く、かつ高度な知識が必要とされますので、これらをできるだけ分かりやすく整理しました。

整理する内容は、以下のとおりとしました。

- ・不動産証券化の意義と概要
- ・不動産証券化の各スキームの概要

2) 基本的な事項を整理した内容について

不動産証券化に関する基本的な事項を整理した内容については、国土交通省ホームページに掲載される「不動産証券化基礎知識の整理」を参照してください。

4-2 不動産特定共同事業等の不動産証券化に関する相談窓口の設置と相談の実施

1) 調査の実施方針

地域において不動産証券化手法を活用した事業を考える事業者にとって、地方都市では専門家が不足しており、また案件数も乏しいことから、案件組成に必要な十分な知識やノウハウが不足することが懸念されています。このため、国内主要地域において気軽に相談できるインフラを整備しました。

まず、国内主要地域に相談窓口を設置し、相談窓口を開始した旨を公表したうえで寄せられた質問に対応しました。

なお、質問内容の専門性が高く、専門家からの回答が必要な場合には、法務、会計・税務、不動産鑑定評価、エンジニアリング・レポート⁸（以下「ER」といいます。）、不動産ファイナンスの各専門家から構成されるアドバイザリー会議において解決を行い、回答を行いました。

以上の質問・回答結果をもとに、最終的に相談窓口を実施した点についてとりまとめを行いました。

⁸ 建築物の物的調査（立地状況、管理状況、遵法性、建築物の仕上・構造、設備の劣化状況、耐震性能など）を行い報告書にまとめたもの。

2) 相談内容・相談結果

相談窓口を設置した結果、寄せられた相談内容としては、不動産証券化に関する基礎的な相談を想定していましたが、実際には、地方都市において不動産証券化に取り組むうえでの実務的な課題に関する相談が多くなっています。

具体的な相談項目としては、不動産証券化の仕組み、特徴、プレイヤー、意義、対象不動産の種類、スキーム、制度内容、各スキームのメリット・デメリット、各スキームの選択及び手続等に関する実務的な内容であった点が特徴的となっています。

とりわけ、関心が高かった点としては、不動産証券化手法は大都市の方が向いているのではないか、地方都市においても不動産証券化手法の活用が可能なのかどうかといった点です。また、その延長線上の相談として、実際に、地方都市において不動産証券化手法を活用しようとした場合に想定される課題についての相談がありました。

主な相談内容とそれに対応する回答は以下のとおりです。

(相談①)

不動産証券化手法は大都市の大型物件に適した手法であるので地方都市での実現には相当な支援が必要ではないか。

(回答)

これまでの不動産証券化手法を活用した事業が大都市に集中していた傾向はありますが、地方都市においても不動産証券化手法を活用した事業が成立していることも事実です。ただし、地方都市における不動産証券化手法を活用しうる事業の概要が十分周知されていないことで、地方都市における不動産再生事業があまり進んでいない側面もあります。今後については、地方都市において不動産証券化手法を活用したモデル案件に関するノウハウに関する普及・啓発活動が必要です。

(相談②)

地方都市において実施された不動産証券化手法を活用した事業の事例について教えてほしい。

(回答)

地方都市において実施された不動産証券化手法を活用した事業の事例として、香川県高松市の丸亀商店街の再開発事業があります。また、鳥取県米子市では、将来の少子高

齢化を睨んで、サービス付高齢者住宅の不動産証券化に取り組んだ事例があります。また、地方都市ならではの小型案件としては、秋田市における空き家建て替え事業として、賃貸型マンション9戸を不動産証券化手法を活用して整備した事業の事例があります。以上のように、地方都市においても不動産証券化は十分成立することを示す事例があります。

(相談③)

地方都市の不動産証券化手法を活用した事業の場合、東京をはじめとする大都市のような明確な出口戦略は見出しにくいですが、投資家を募るうえでの工夫について教えて欲しい。

(回答)

地方都市における不動産証券化では出口戦略が見出しにくいいため、投資家を集めづらいという点ですが、これについては、対象とする不動産の種類など工夫の余地はあります。確かに、大都市のように、不動産を売却することが前提の不動産証券化手法を活用した事業があるのも事実ですが、必ずしもそうした事業にこだわる必要はなく、安定需要が見込めるような、不動産証券化手法を活用した事業を組成できる可能性はあります。

(相談④)

過去に実施した不動産証券化手法を活用した事業ではコストが嵩むことがネックであった。こうしたコストをどのように抑制すればよいか教えて欲しい。

(回答)

コストが嵩むという点は確かに不動産証券化手法を普及させるうえで考慮すべき点です。ただし、地方都市において、様々な不動産証券化手法を活用した事業の事例が普及すれば、こういったコストの大半について、抑制したり削減したりすることは可能です。

(相談⑤)

不動産証券化の各スキームを比較して、事業の種類や特徴ごとにどういったスキームを用いれば良いか教えて欲しい。

(回答)

不動産証券化の各スキームの比較については、国土交通省HPに掲載する予定の「不動産証券化基礎知識の整理」にて整理を行う方針です。そちらをご参照ください。

(相談⑥)

不動産特定共同事業を活用する場合の留意点は何かを教えて欲しい。特に、改正不特法では耐震改修などバリューアップ投資を行う場合の活用が期待されているが、そうした資産を取得する場合の留意点は何か、また、改正不特法に基づくスキームを活用する場合には、第三号事業を行う者、第四号事業を行う者は許可が必要であるなど制度上の留意点についても教えて欲しい。

(回答)

耐震改修などバリューアップ投資を行う場合、当初に想定していない事象によるコストオーバーランやタイムオーバーランのリスクを検討しなければなりません。実際にそのようなことが起きた場合は、金融機関から新たに融資を受ける、あるいは投資家から追加出資を受けることで対応することになりますが、どのような条件であればそれが可能になるか事前によく協議しておくことが重要です。

また、不動産特定共同事業の特例事業においては必要な業務を、許可を得た第三号事業を行う者、第四号事業を行う者に委託しなければなりません。委託先が倒産する、又は委託先の業務に満足な結果が得られず委託期間中に委託先を変更せざるを得なくなることも考えられます。代わりとなる委託先が見つからなければ特例事業は成立しませんので、この点もリスクとして認識しておく必要があります。

なお、不動産特定共同事業を用いた場合の留意点については、アドバイザー会議の質疑で整理しています(4-2-3)を参照)。

3) アドバイザリー会議

(1) アドバイザーの構成

アドバイザーは以下のとおりであり、法務、会計・税務、不動産鑑定評価、ER、金融の専門家から構成されています。

企業名・所属等	氏名	専門分野
株式会社竹中工務店 東京支店 FM 部 DD 担当副部長	楠 浩一	エンジニアリング・レポート
一般財団法人日本不動産研究所 関東支社	佐藤 裕人	不動産鑑定評価
さくら総合事務所	杉本 茂	会計・税務
牛島総合法律事務所	田村 幸太郎	法務
株式会社 U E S パートナーズ	松田 成哉	不動産ファイナンス

(敬称略：五十音順)

(2) アドバイザー会議開催結果

アドバイザリー会議は、平成 27 年 1 月及び 2 月の 2 回に分けて実施され、1 回目は、主に不動産証券化手法の中で、主に現物不動産型 GK-TK スキームの活用が期待される事業の取組みにおける留意点の整理として、資産を取得する場合の観点、定期借地権を活用する場合の論点、地域金融機関の対応方針に関する観点についての議事が中心となりました。2 回目は、第三号事業を行う者が交代する場合などレンダー⁹が留意すべき点、不動産流通税（登録免許税、不動産取得税）の軽減を受けるための要件、特例事業者が資産取得を行う場合に、ER、不動産鑑定評価に関する留意事項についての議事が行われました。

相談結果は、第一義的には相談窓口に寄せられた質問に対してのアドバイザリー会議の回答という位置付けですが、不動産証券化手法の第一線の専門家の貴重な知見を広く情報共有するため、本報告書において公表することにします。

第 1 点目は、SPC が資産を取得する場合の留意点です。

第 2 点目は、特例事業を行う場合に満たすべき前提条件（第三号事業を行う者、第四号事業を行う者への委託が必要であること等）に関する留意点です。

第 3 点目は、租税特別措置法及び地方税法で定められている不動産流通税の軽減措置の内容についてです。

⁹ 金融機関など、融資を提供する主体。

①証券化の対象となる資産の取得について

(SPC が老朽不動産を取得し、不動産証券化手法を用いて開発を行う場合の留意点)

- ・ 不動産の開発を行う場合の耐震化工事を行う場合のリスクとしてコストオーバーランやタイムオーバーランが考えられますが、不動産証券化手法を活用する場合には、実務的にはレンダーが新たに貸し付ける、又は投資家による追加出資といった形で対応することが一般的です。また、レンダーの立場では、経済的負担を賃料と SPC のイン・キャッシュフローに転嫁できるか否かという視点でリスク評価します。
- ・ SPC が段階を経て土地・建物を取得、建物の取壊し、建設工事費の中間支払いを行うケースでは、最終的には不動産の生み出すキャッシュフローを返済原資とする借入れにより調達しますが、開発期間中の融資については建設保証を付ける、あるいは開発側のデベロッパー等の保証を取りブリッジローン¹⁰を組んでいく方法が考えられます。

(対象物件に対して越境物がある場合の留意点)

- ・ 対象物件に対して越境物（木の枝や看板等）がある場合、一定期間までにその状態を治癒できる場合は、越境物の所有者との間でその治癒をするという合意をとります。一方で、対象建物自体を取り壊さなければ治癒できないというような場合には、越境物の取扱いに関する覚書を越境物の所有者との間で締結することが実務上、一般的に行われています。

(取得する資産が現物不動産である場合と不動産信託受益権である場合のレンダーによる評価の違いについて)

- ・ 証券化の対象となる不動産は、現物不動産よりも不動産信託受益権の方がレンダーは投資家保護の信頼性について高い評価をする傾向があると一部で言われているようですが、レンダーとしては実務上、特にこのような考え方はしていません。

(隣地を買い増すなど、開発計画に変更が想定される場合の手続について)

- ・ 不動産証券化手法を用いた開発事業において、隣地を買い増すような場合には一

¹⁰ 新しいファイナンスを行うまでの橋渡しとしての短期融資（つなぎ融資）

一般的に現物不動産型 GK-TK スキームか TMK スキームの活用が想定されます。現物不動産型 GK-TK スキームでは、特例事業者が行う対象不動産変更型不動産特定共同事業契約約款に基づいて不動産特定共同事業契約を締結し、当該契約において、不動産の追加取得を行う旨について記載する必要があります。TMK スキームの場合は、事前に作成した資産流動化計画を変更する場合には利害関係者などに同意、承諾を得る必要があるほか、軽微な変更以外は財務局への届出が必要となります。そのため、このような場合は現物不動産型 GK-TK スキームのほうが手続面で簡便な仕組みであると考えられ、TMK スキームよりも使いやすと考えられます。

②現物不動産型 GK-TK スキームを活用する場合の第三号事業を行う者、第四号事業を行う者への委託について

(第三号事業を行う者の交代要求を行う際の留意点)

- ・ 第三号事業を行う者の交代要求を行う際の留意点としては、業務委託契約書に第三号事業を行う者に対する特例事業者の期中の解約権が留保されているかという点が挙げられます。なお、他のスキームの事例では、アセットマネージャーとの委託契約に事前通知をもって正当な事由なく解約できるという規定が多く見られましたが、昨今では協議条項を設けたり、正当な事由が必要という条文を付すようになっています。
- ・ 第三号事業を行う者のパフォーマンスが悪く、特例事業がうまくいかなくなってしまった場合には、第三号事業を行う者の交代又は抵当権の実行などが債権保全上取り得る手段として考えられます。

③不動産流通税の軽減措置について

(特例事業における不動産流通税の軽減措置と融資条件について)

- ・ 租税特別措置法では、特例事業者が不動産取得税の軽減措置を受けるためには「不動産の取得が当該事業契約締結後であり、契約土地取得後 2 年以内に新築又は増築等に着手する、10 年以内に譲渡すること」などの要件を満たす必要があります。レンダーとしては、軽減措置が適用できるか不確定な場合、当初から軽減措置が適用できない前提でキャッシュフローを設定することが想定されますが、不動産

取得税の軽減措置が受けられることが確定した段階で、DSCR¹¹などコベナント¹²のハードルを当初のものから上げるというような形をとることが考えられます。

4-3 不動産証券化手法に関する研修・情報共有・啓発の場の設置

1) 調査の実施方針

不動産証券化手法の普及啓発の場として、研修会及び協議会を設置しました。

研修会は、不動産証券化手法の活用に関心がある事業者を中心として、不動産証券化手法の活用検討に係る幅広い分野からの参加者が見込める地域であることを開催要件として公募を実施しました。

協議会は、不動産証券化手法の活用に関心があり、かつ具体的な候補案件を有する事業者を中心として、不動産証券化手法の活用検討に係る幅広い分野からの参加者が見込める地域であることを開催要件として公募を実施しました。

2) 研修会の開催結果

本業務における研修会の開催結果は、全国 13 箇所で開催し、500 人以上が参加しています。各研修会の概要について以下に示しています。

(1) 各研修会の日時・場所

各研修会の日時、場所、参加人数は以下のとおりです。開催場所は、北海道（1 箇所）、東北（1 箇所）、関東（3 箇所）、東海（1 箇所）、北陸（1 箇所）、関西（1 箇所）、中国（3 箇所）、四国（1 箇所）、九州（1 箇所）、合計 13 箇所と、全国ブロック別に万遍なく分散して開催しました。

¹¹ Debt Service Coverage Ratio の略称。元利金返済カバー率のことで、債務返済能力を示す指標の一つ。

¹² 金融機関（資金供給者）が融資や社債などの取組みにあたり、契約内容に記載する一定の特約条項（義務、制限等）のこと。

図表 1 研修会開催結果

No.	都市	開催日時		
		開催日	曜日	開催時間
1	新潟市	平成26年10月27日	(月)	14:00~16:00
2	福岡市	平成26年10月29日	(水)	14:00~16:00
3	下関市	平成26年11月4日	(火)	14:30~16:30
4	仙台市	平成26年11月13日	(木)	14:00~18:00
5	高松市	平成26年11月17日	(月)	14:00~16:00
6	松戸市	平成26年11月19日	(水)	20:00~22:00
7	さいたま市 (越谷市)	平成26年12月1日	(月)	15:00~17:00
8	札幌市	平成26年12月3日	(水)	14:30~16:30
9	名古屋市	平成26年12月9日	(火)	10:00~12:00
10	守山市	平成26年12月10日	(水)	16:00~17:30
11	長野市	平成26年12月16日	(火)	15:00~17:00
12	呉市	平成27年2月16日	(月)	14:00~16:00
13	松江市	平成27年2月24日	(火)	15:00~17:00

(2) プログラム構成及び講演内容

各研修会のプログラムは、主に3種類のテーマから構成しました。一つ目のテーマは、研修会開催に際して地域の中核的な役割を担った事業者による研修会開催の目的・意義、地域課題に関する内容で、主に地域の不動産市場や市街地の状況などから地域の抱える課題について説明を行いました。二つ目のテーマは、不動産特定共同事業法の改正内容です。三つ目のテーマは、不動産証券化に関する基礎に関する内容で、不動産証券化手法の意義や仕組みなどの不動産証券化手法に関する基本的な事項の説明や、地方都市において想定される不動産証券化手法を活用する事業の種類や規模についての説明、地方都市において不動産証券化手法を活用した事業の具体事例の紹介などを行いました。

こうしたテーマのほか、地域の中核的な事業者が不動産証券化手法を活用した事業の

実績を持つ場合には、不動産証券化手法を活用した先行事例に関する内容や、地域の参加者から事前に要請があった場合には、別途専門家による説明（不動産証券化の事例、PPPに関する基本的事項、定期借地権を活用した不動産再生など）も加えています。

研修会におけるプログラムの実施状況は、通常の3種類のプログラムを実施した研修会が5箇所（下関市、高松市、札幌市、名古屋市、守山市）、地域の事業者からの不動産証券化を活用事例の説明が付加された研修会が4箇所（新潟市、長野市、呉市、松江市）、個別の専門テーマを付加した研修会が4箇所（さいたま市、福岡市、松戸市、仙台市）となっています。

3) 協議会の開催結果

本業務における協議会の開催結果は、全国3箇所（①福岡県福岡市、②滋賀県守山市、③新潟県新潟市）で実施しました。各協議会の概要について以下に示しています。

(1) 各協議会の日時・場所

各協議会の開催概要（日時・場所など）は下表のとおりです。

図表 2 各協議会の日時・出席者について

No.	開催地	開催スケジュール	出席者
1	福岡市	第1回 平成26年12月22日 第2回 平成27年1月19日 第3回 平成27年2月20日 第4回 平成27年3月11日	福岡地所株式会社 株式会社福岡リアルティ 株式会社西日本シティ銀行 一般財団法人日本不動産研究所 株式会社日本経済研究所
2	守山市	第1回 平成27年1月28日 第2回 平成27年2月18日	株式会社みらいもりやま21 守山市 滋賀県 一般財団法人日本不動産研究所 株式会社日本経済研究所
3	新潟市	第1回 平成27年3月6日	株式会社国際総合計画 NPO法人新潟県不動産コンサルティング協会 株式会社三井住友銀行 一般財団法人日本不動産研究所 株式会社日本経済研究所 他

(2) プログラム

各協議会の開催要件は、不動産証券化手法の活用に関心があるだけでなく、具体的な候補案件を有する事業者を中心として不動産証券化手法の活用検討に関係する幅広い分野からの参加者が見込める地域であることとしました。実際には、各協議会によって、検討する内容には違いがありますが、いずれも具体事業の検討を行ったという点では共通しています。

協議会でのプログラムは大きく3つのテーマから構成されています。一つ目のテーマは、対象事業の概要整理です。これは、具体の不動産再生事業を題材として、対象不動産についての現況分析と課題の把握を行い、不動産再生事業内容の検討を行いました。二つ目のテーマは、不動産再生事業に関する資金計画、投資回収計画の検討、不動産証券化手法活用のメリット・デメリットの整理、不動産証券化手法の比較検討です。三つ目のテーマは、まとめとして、参加者間の意見交換や意見交換を踏まえた前提条件の再整理、計画案の修正で、課題の整理とまとめを行っています。

(3) 議事

議事の多くは、プログラムのテーマとも関係していますが、大きく以下の4つに分類されます。

一つ目は、不動産証券化手法の活用に適した事業の具体事例です。特に、地方都市において安定した事業が少ないため、事業の種類、事業規模について、どのような事業であれば成立するのかといった点に関心が集まりました。このテーマについては、具体的な先進事例をもとに議論を行うことが効果的でした。今後は、できる限りモデル事業を数多く実施することが重要となります。

二つ目は、事業を具体化するうえで、不動産証券化がどの程度メリットがあるのかといった点です。例えば、再開発事業によるバリューアップを図る際に不動産証券化手法を活用する場合にはどのようなメリット・デメリットがあるかといった点です。選択するスキーム次第では、物件の取得について様々な制約がある場合や、そもそも専門家を地域でうまく集められるのかという課題にどう対応するか、また、不動産証券化の組成コストやアセットマネージャーへの費用負担はどの程度必要かといった点が議論となりました。こうした個別具体的な課題に対する検討を行ううえでも、できる限り多くの先進事例を基にした検討が重要になります。

三つ目は、地方都市において現物不動産型 GK-TK スキームにはどのようなメリットがあるのかといった点です。改正不特法が制度上要件としている、第三号事業、第四号事業を行う者、特例投資家の要件、特例事業者の要件について、地方都市の事業者がどの程度満たすことが可能であるのかといった点が議論となりました。

四つ目は、資金調達に関する点です。特に、地域金融機関からの不動産から生じるキャッシュフローを返済原資とした融資などの資金を調達することが前提のスキームの場合には、どのような点が課題であるのかといった点が議論となりました。

4) 研修会・協議会の開催に関するまとめ

ここでは、本業務で行った研修会・協議会の開催結果を踏まえて、当初想定した課題に対してどの程度成果があったのかについて整理を行い、検証します。

また、研修会・協議会開催から得られた結果から、地方都市における不動産証券化手法の活用にあたっての課題について考えます。

(1) 研修会開催を通じたまとめ

まず、研修会開催を通じて得られた成果について整理すると以下のとおりです。

①ノウハウ

不動産証券化を行うには、幅広い専門知識が求められるため、事業の担い手として、様々なノウハウが必要になります。また、投資家についても SPC に対する出資検討に際しては不動産証券化の仕組みの理解が必要となります。

研修会開催結果に関するアンケートや質疑結果に示されているとおり、参加者は研修会への参加によって、不動産証券化についてのノウハウを得たとの点において一定の満足度を得ていますが、不動産証券化に関する研修などから得られるノウハウだけでは、すぐに不動産証券化手法を活用した事業を実施できるわけではないため、更に知識を深めるか協議会に参加したいなどといったニーズにつながっています。

こうしたニーズに応えていくためには、専門家のサポートを受けながらプレイヤーとして知っておくべきノウハウの整理が必要と考えられます。また、参考となる事例が豊富にあるほど、実務としての不動産証券化手法を活用するにあたって必要なノウハウが伝わりやすいと考えられます。

②人材育成

研修会の実施に関するアンケート結果などから、参加者は不動産証券化に関する研修を受けたことで、更に知識を深めたい、協議会への参加したいといった意見がみられました。このように、人材育成に関する所期の目的である、不動産証券化に関心を持ち、不動産証券化の基礎知識を習得し、更に具体的な事業についての意欲を醸成するといった水準は達成することができました。

また、今回の研修会において、先進事例を紹介することによって、どのような事業ならば不動産証券化手法を活用できるのか、またどのようにして実施すれば良いかヒントを得たと感じた参加者が多くいたことで各研修会開催地域における事業開始のきっかけづくりを行えたことが成果といえます。

一方、不動産証券化手法を活用することができる人材を育成するためには、知識だけではなく、実務経験が欠かせないことから、引き続き実務を通じた人材育成を継続していく必要があります。

今後については、専門家のアドバイスを受けながら不動産証券化手法を活用した不動産再生事業を担うことのできる人材を発掘し、育成していく必要があります。

③モデル事業の実施

地域における不動産証券化を行う場合、採算性を確保できる事業が少ない、地域金融機関から、不動産から生じるキャッシュフローを返済原資とした融資が得られないなど、様々な課題が存在します。一方で、そうした課題への答えともいべきモデル事業については、限られた事例にとどまっているのが実情です。

我が国の不動産証券化手法を活用した事業も、首都圏のオフィスから施設種類や地域が拡大してきた経緯があります。このため、地方都市の不動産証券化手法を活用した事業においても、関心ある事業者が参考にできる様々なモデル事業を数多く実施する必要があります。

また、モデル事業を実施したうえで、地方都市における不動産証券化手法を活用した事業の事例集の整備についても速やかに行っていく必要があります。

④プレイヤーの存在

不動産証券化手法を活用した事業を行うには様々な専門家がプレイヤーとして参加す

ることが必要となります。とりわけ、不動産証券化手法を活用した事業を円滑に実行するうえで、大都市と地方都市が大きく違う点は、地方都市においては不動産証券化手法を活用する事業を促進するうえでコアとなるべきプレイヤーの存在、アセットマネージャー、デベロッパー、金融機関などが揃うかどうかといった点です。

今回の研修会実施により、地方都市にどのような専門家がプレイヤーとして存在しているのかといった点について、参加者がお互いに知ることができ、足元の現状分析を行うことができた点が最も大きな収穫であったといえます。

更に、実際に不動産証券化手法を活用した事業を行う場合には、選択する不動産証券化手法にもよりますが、金融商品取引業者や不動産特定共同事業者など、不動産証券化の制度上必要な要件を満たしたプレイヤーが揃うかどうかといった点も重要です。

今回の研修会においては、既存のプレイヤーに対し、人材育成を行うことによってノウハウや知識水準の底上げを図ることができたといった面もありますが、プレイヤーの存在の観点から地域でどの水準までは担うことができるかを見極めることができ、研修会の開催地域によって、その後の事業の展開や実現可能性が大きく変わってくる可能性があります。

そのため、例えば、不動産証券化に関する研修会の開催候補地によって、プレイヤーの存在などどの程度の要件を満たすかなどを示すチェックリストの作成も意味があると考えます。

⑤プレイヤーのネットワーク構築

不動産証券化手法を活用した事業を実現するには、プレイヤーが揃っているだけでなく、様々なプレイヤーが良好なネットワークを構築することで実現可能性が高まると考えられます。事業の核としての役割を担う事業主体、地域金融機関、アセットマネージャー、不動産オーナー、地方公共団体などが参加して不動産証券化手法の活用について検討する研修会を開催することで、地域再生のきっかけづくりとなることが期待されます。

⑥専門家ネットワークの整備など

不動産証券手法を活用した事業を実施する際、各地域内で不動産証券化手法を活用した事業を担うことのできる各専門家を全て揃えることは難しいと考えられるため、専門家がバックアップする体制なども必要となる場合があります。

研修会を実施した結果、参加者からは、不動産証券化手法を活用した事業を行うには様々な専門家によるアドバイスが必要であるのに対して、地方都市でそうした複数の専門家を揃えることは困難であることが改めて認識されたため、東京をはじめとする大都市において不動産証券化手法を活用した事業を担う専門家とのネットワークの整備が必要とといった意見が多く出されています。

(2) 協議会開催を通じたまとめ

研修会を実施した地域においては、できる限り協議会へと移行できるよう調整を行ってききましたが、現実には、移行を難しくする様々な形の阻害要因がありました。以下ではそうした阻害要因について整理しています。

①案件形成

案件形成の問題とは、地域において採算性ある事業を見いだせないことにより不動産再生事業に到達できないといった問題です。

②プレイヤー

プレイヤーの問題とは、地方都市において不動産証券化に必要な専門家を含むプレイヤーが集まらないことにより案件ができないといった問題です。

逆に言えば、福岡における協議会のように、デベロッパー、地域金融機関、アセットマネージャーといったプレイヤーが揃っており、また、ネットワークが構築されている場合には、地方都市の不動産の利活用が促進されることにもつながります。

③不動産証券化に必要なコストと投資家利回りの観点

不動産証券化手法によって必要なコストは異なりますが、不動産証券化手法を活用するには、物件取得関連費用（信託報酬、信託設定登記料、不動産取得税、登録免許税、不動産仲介料、司法書士手数料等）、スキーム組成関連費用（SPC 設立関連費用、アレンジメントフィー、法律事務所関連費用（意見書、契約書作成等）、会計事務所関連費用（意見書、SPC 維持管理費用等）、不動産鑑定費用、デューデリジェンス費用（建物診断、地震リスクなど）、格付け取得費用、出資募集関連費用、社債発行関連費用など様々なコストがかかることとなります。

これらの費用はほぼ固定費として発生することが多いため、協議会では、地方都市の不動産証券化手法を活用した事業が東京をはじめとする大都市よりも相対的に案件規模が小規模であったり、採算性が低かったりするケースが多いことから、その分投資家利回りが下がる要因となり、案件を実現するうえで課題であるとの意見が出ています。

④事業規模・事業採算性

③のコストとも共通しますが、不動産証券化には一定の固定費見合いのコストが発生するため、固定費をカバーして事業採算性や投資家利回りを確保しようとする、一定程度以上の事業規模を確保する必要があります。

このため、一般的には、大規模物件について、不動産証券化手法を活用した事業を行うことは、経済合理性に適うと考えられますが、大規模物件の少ない地方都市は大都市よりも相対的に不利な状況下にあるといえます。とはいえ、地方都市における不動産証券化手法を活用した事業の事例を増やしていくことによって、事業の組成にかかる固定費を削減し、従来よりも取り組みやすくすることで地方都市における不動産証券化実現のハードルも下がることが期待されます。このため、今後一層、不動産証券化手法を活用した事業の事例を増やしていくことが重要です。

⑤地域金融機関の取組姿勢など

協議会開催を通じて、不動産証券化を活用した不動産再生事業を実現するには金融機関の役割が重要であるということが改めて確認されました。しかし、現状、地域金融機関の全般的な取組姿勢をみると、必ずしも不動産証券化に対しては積極的とはいえません。

例えば、本業務において、研修会開催から協議会開催へとステップアップを検討する際にも、地域金融機関の取組姿勢によって対応が分かれる結果となっています。この要因として、不動産事業に対する取組方針やコーポレートファイナンス以外のファイナンス分野に対する取組姿勢の問題もあります。

第5章 地域における不動産証券化の課題

5-1 本業務実施を踏まえた成果

改めて本業務の目的を振り返ると、地域において不動産証券化を行う意欲のある事業者に対し、不動産証券化手法の普及・啓発を図ることで、老朽・低未利用不動産等の再生を推進することが目的でした。そもそも、不動産証券化手法は、専門性の高さ、専門範囲の広さ、業務の多様性が特徴となっており、仕組みの複雑さが入口を阻む形となっています。更に、地方都市において不動産証券化手法を活用しようとする、まず、適切な案件が見当たらないといった入口の問題に加えて、地域では必要なプレイヤーや専門家が不足していることが大きな課題となっていました。

本業務では、このような課題の対応策として、不特定多数の幅広い層に対して、誰もが不動産証券化のノウハウに簡易にアクセスできる幅広いツールを提供することで裾野を拡大していくことと、不動産証券化に関する問題意識の高い層に対して、不動産証券化の活用方法に関するツールを提供することの2種類の対応が求められていました。

こうした基本認識から、不特定多数の層向けには、(1) 不動産証券化の基礎知識、(2) 相談窓口業務、(3) アドバイザリー会議など裾野を広げる対応策を行い、また、特定層向けのメニューとしては(4) 研修会・協議会が対応する形で、漏れなく一体的な対応策を講じたことで、不動産証券化手法に関する啓発がなされ、地域におけるプレイヤーの知識や取組意欲を向上させるなど一定の効果があつたほか、様々な課題が抽出された点が本業務の大きな成果であったと考えています。

5-2 本業務実施を踏まえた課題の整理

以上で述べたとおり、本業務実施の結果、不動産証券化の基礎知識の整理、窓口相談業務、研修会、協議会を包括的・一体的に行うことで、不動産証券化手法の普及・啓発という一定の成果を生んだだけでなく、様々な課題が浮き彫りになってきました。全国には老朽・低未利用不動産が多く存在し、その対応策が求められている中で、不動産証券化手法を活用した不動産再生事業の促進が期待されていますが、以下では、その際の大きな阻害要因となり得る課題について、個別の観点ごとに整理を行いました。

(1) 案件形成上の問題

案件形成上の問題とは、不動産再生事業を起こそうとしても、担い手となるべき事業者

やテナントなどが見込めないために、不動産事業として成立させることが難しいという問題です。こうした要因は特に地域において深刻な問題となっていますが、その背景としては、現在から将来にわたって大きな問題となると考えられている地域からの人口流出や少子高齢化の問題があります。

こうした状況への対応策としては、中心市街地の活性化という観点から、まちなかにおける住宅、ヘルスケア施設の整備など、将来にわたって需要が見込める施設を不動産再生事業の対象とすることが考えられます。それらの施設を起点にして点から線へ、線から面へと展開し、中心市街地の活性化を実現していくことが期待されますが、全ての老朽・低未利用不動産をこうした施設によって解消できるとは限らず、地域の関係者が協議会などの場でエリア全体としての全体像やプランを練っていく必要があると考えられます。

(2) プレイヤーとなる人材の問題

プレイヤーとなる人材の問題とは、不動産証券化手法を活用して不動産再生事業を行おうとしても、不動産証券化に関わる専門家は安定した収益性が期待できる大都市に集中しているため必要な専門家やプレイヤーが集まらないという問題です。

これには、地方都市が自立して不動産証券化手法を活用できるような、地域の専門家を育成することで体制整備を行っていくという人材育成の観点からの対応が考えられます。一方、地方都市で集めることのできる専門家には限界があることを前提として考えた場合、専門家や組織をネットワーク化したうえで、大都市などから専門家を派遣する制度を創設するなど、必要なリソースを必要ときに必要なだけ投入できるような対応を行うことも考えられます。この場合、どこの地域において、どのようなニーズがあるかを適格に把握してリソースを投入する仕組みをどう確立するかがポイントとなります。

(3) コストの問題

コストの問題も大きな問題の一つです。これは、地方都市における不動産証券化手法を活用した事業の現状をみると、規模、採算面の観点から不動産証券化に必要なコストを賄えないという問題です。

この問題への対応策としては、不動産証券化手法を活用した事業の事例を増やすことにより、ノウハウが蓄積することで業務を効率化したり、作成すべき書類の定型化を行うことなどで不動産証券化を行うにあたって必要となる初期コストを下げる事が考えら

れます。

(4) 協議の場の問題

協議の場の構築も問題となります。不動産証券化手法を活用した事業では、既述のとおり、様々な専門家が参加する必要がありますが、必要なプレイヤーが集う協議の場がないと不動産証券化手法を活用した事業の実現が困難となります。

この問題への対応策としては、外部の第三者が中立的な立場から支援することが考えられますが、これには、今回の事業のような研修会・協議会を今後も継続して行い、こうしたモデルを他の地方都市に対しても周知していくことである程度対応することが可能であると考えられます。

また、今回の事業のような研修会・協議会の場を通じて、様々な専門家の目を通して事業のヒントを見出し、少しでも多くのモデル事業を紹介していくことが、地方都市の事業者にとっても効果的であると考えられます。

(5) 資金調達上の問題

資金調達上の問題は、核となるプレイヤーが存在し、候補となる不動産事業があっても地域金融機関の取組姿勢如何で資金が調達できないという問題です。特に、不動産証券化手法を活用した事業では、負債と資本をうまくバランスさせることで投資家の利回りを確保して投資家募集につなげる狙いもあるため、負債の調達ができないと事業の成立可能性そのものに大きく影響することにもなります。

なお、地方都市は大都市と比較すると相対的に事業採算性が低い（事業規模、事業の種類）傾向にあるため、金融機関の融資判断が難しくなり、また、アセットマネージャー、投資家などが集まらず事業が実施できない要因にもなっているという観点もあります。

この問題への対応策としては、対象事業の収益性だけを見るのではなく、事業が地域に及ぼす経済波及効果も考慮して、資金の地産地消を促す観点から、配当率は高くなくても賛同できる地方の投資家を募るといった地方都市ならではの取組みを行う必要もあると考えられます。

5-3 地方都市における不動産証券化の課題を踏まえた今後の対応策について

研修会・協議会開催結果から浮かび上がってきた問題を総合的に整理すると、不動産証

券化やそれに関連するノウハウに関する認識が不十分であるという点と、不動産証券化につながる案件候補が乏しいことに集約されます。

これに対して、これまで検討してきた各課題への対応策に共通した点を整理すると、(1)エリアの全体像やプランを練る必要があること、(2)専門家や組織をネットワーク化し、専門家を派遣する制度を創設するなど、ハード・ソフト両面からの対応をすること、(3)地元事業者に対する人材育成策の充実化を図ること、(4)不動産証券化手法を活用した事業の事例を増やすことにより、不動産証券化を行うにあたって必要となる初期コストを下げること、(5)外部の第三者が中立的な立場からバックアップして、様々な地方都市で検討の場を構築することが挙げられます。

この中で特に重要な点は、不動産証券化手法を活用した事業の事例を増やしていくことにあります。全国で再現性の高い事例を抽出して実現させ、参考となるべき事例集を作成して全国に周知することが地方都市における不動産証券化手法の活用を促進させる近道であると考えます。また、様々な不動産証券化手法を活用した事業が実施され、公開されることによって、各関係者において、ノウハウを蓄積するだけでなく、初期コストをなるべく抑えて事業実現に漕ぎ着けやすくし、金融機関や投資家が判断できる様々な情報を増やしていくといったことが付随的に期待できるといえます。

第6章 まとめ

6-1 地方都市における不動産証券化手法の活用促進のための今後の対応策について

本業務では、不動産特定共同事業等の不動産証券化手法を活用し、老朽・低未利用不動産を地方都市で実施するうえで次の点を解決すべき課題として整理しました。

- ①不動産証券化を活用するには一定の案件規模が必要なこと
- ②不動産証券化手法の活用に必要な専門家が不足していること
- ③地域金融機関が不動産に関連する融資に積極的ではない場合があり、特に SPC が保有する不動産から生じるキャッシュフローを返済原資とした融資の検討を行う人材や体制が整っていない場合があること

上記①～③の課題を解決するため全国 13 箇所の地方都市で研修会を実施し、そのうち 3 箇所で協議会を実施しました。本業務では、研修会、協議会の開催を通じた人材育成事業の効果を高めるため、不動産の利活用を行う際の先進的な事例を具体的な処方箋として示しました。

この結果、不動産証券化については、アンケート結果でも理解が進んだことが明らかとなりました。一方で、不動産証券化手法を老朽・低未利用不動産の再生に活用するために、より多くの事例を示して欲しいとの意見もあるなど、具体事例に対する興味関心が高かったほか、地方都市の事業者については事例を入り口として事業の検討を行う実態も研修会・協議会を通じて明らかになりました。

以上の結果のとおり、不動産証券化の専門家を紹介、派遣することなどを通じて、地方都市において不足している専門家を補完し、不動産証券化手法を活用した老朽・低未利用不動産の再生事例を提示することで、当該事例が新たな不動産証券化手法を活用した事業の検討材料となり、不動産証券化手法を活用した老朽・低未利用不動産の再生の促進につながると考えられます。

そこで、今後の課題と展望としては、不動産証券化に必要な専門家と地方都市の不動産証券化手法の活用を検討する事業者をつなぐネットワークを構築したうえで、中核的な役割を担う人材が不動産に関する利活用のノウハウを適切に不動産の所有者に提供し、地方都市において、事例を増やしていくことが引き続き必要です。このような取組みを進めることによって、地方都市におけるプレイヤーが取り組むべき地域活性化のための不動産に関する利活用のノウハウが少しでも蓄積されていくことが期待されます。

地域における不動産証券化手法の活用促進に向けた人材育成事業報告書(概要版)

平成 27 年 3 月

委託者：国土交通省 土地・建設産業局 不動産市場整備課

受託者：株式会社 日本経済研究所