

平成 20 年度  
国土交通省調査

「地方における不動産証券化市場活性化事業」  
（「不動産の流動化・証券化に関する実施過程検証等事業」）  
調査報告書

平成 21 年 3 月  
国土交通省土地・水資源局



「地方における不動産証券化市場活性化事業」  
（「不動産の流動化・証券化に関する実施過程検証等事業」）  
調査報告書

目 次

第1章 日本経済の現況と不動産市場の動向	1
1.1 わが国の経済・金融環境	2
1.1.1 日本経済の動向	2
1.1.2 地域からみた景気情勢	5
1.1.3 不動産を巡る金融環境の変化	6
1.2 不動産市場の動向	9
1.2.1 地価動向	9
1.2.2 オフィス市場動向	11
1.2.3 マンション市場動向	12
1.2.4 私募ファンド市場動向	15
1.2.5 Jリート市場動向	17
第2章 不動産証券化の実施過程に係る事例分析（実施過程報告書）	19
2.1 不動産証券化の一般的な流れ、関連プレイヤー、必要関連書類	20
2.1.1 不動産証券化の一般的な流れ	21
2.1.2 関連プレイヤー	23
2.1.3 契約書・関係書類等	26
2.2 「地方における不動産証券化市場活性化事業」（不動産の流動化・証券化に関する実施過程検証等事業）の概要	34
2.2.1 地方における不動産証券化の意義	34
2.2.2 「地方における不動産証券化市場活性化事業」（不動産の流動化・証券化に関する実施過程検証等事業）の概要	34
2.3 不動産の流動化・証券化事例（実施過程報告書）	36
2.3.1 不動産の流動化・証券化を完了した事例（1事例）	37
2.3.2 不動産の流動化・証券化を完了できなかった事例（8事例）	40
2.4 地方における不動産証券化の取組みについて（地銀等向けアンケート）	57



## 第1章 日本経済の現況と不動産市場の動向

---

## 1.1 わが国の経済・金融環境

### 1.1.1 日本経済の動向

わが国経済は、2002年以降、海外経済の拡大を背景とした輸出増加等により景気拡大を続けてきたが、2007年中頃から、改正建築基準法施行の影響等から住宅投資が大幅に減少したことに加え、エネルギー・原材料価格上昇等による企業収益の伸び悩み等により、内需は次第に鈍化した。2008年になると、海外経済減速に伴う輸出の鈍化等を背景に景気が次第に停滞し、企業収益に減少傾向が見られるようになった。さらに2008年9月のリーマン・ブラザーズ・ショックを契機に世界金融危機が発生・拡大し、それによる信用収縮が实体经济を引きずり込んだことで、世界同時不況が急速に深刻化していった。(図表1-1-1)。

図表1-1-1 四半期別の実質成長率

年・期	前期比 (季節調整済) ※1					前期比の 年率換算 ※2		
	(2000暦年連鎖価格； 単位：%)							(Chained (2000) yen； %)
	2007 10~12	2008				2008 10~12		
国内総生産 (GDP)	1.1	0.2	-0.9	-0.6	-3.3	***	-12.7	Gross Domestic Product
国内需要	0.7 (0.6)	-0.2 (-0.2)	-1.0 (-1.0)	-0.4 (-0.4)	-0.3 ***	(-0.3) ***	-1.2 ***	Domestic Demand
民間需要	0.4	0.1	-1.0	-0.6	-0.6	(-0.5)	-2.6	Private Demand
民間最終消費支出	0.3	0.7	-0.7	0.3	-0.4	(-0.2)	-1.6	Private Consumption
家計最終消費支出	0.4	0.7	-0.8	0.3	-0.4	(-0.2)	-1.7	Consumption of Households
除く持ち家の帰属家賃	0.4	0.8	-1.0	0.3	-0.6	(-0.3)	-2.3	Excluding Imputed Rent
民間住宅	-10.7	4.6	-1.9	4.0	5.7	(0.2)	24.6	Private Residential Investment
民間企業設備	2.2	-0.6	-2.3	-3.4	-5.3	(-0.8)	-19.5	Private Non-Res. Investment
民間在庫品増加	(0.1)	(-0.4)	(0.1)	(-0.2)	***	(0.4)	***	Private Inventory
公的需要	1.4	-1.1	-0.9	-0.0	0.9	(0.2)	3.6	Public Demand
政府最終消費支出	1.8	-0.2	-0.9	-0.2	1.2	(0.2)	4.9	Government Consumption
公的固定資本形成	-0.9	-4.9	-0.8	1.0	-0.6	(-0.0)	-2.5	Public Investment
公的在庫品増加	(0.0)	(-0.0)	(0.0)	(-0.0)	***	(-0.0)	***	Public Inventory
(再掲)総固定資本形成 ※3	-0.2	-0.7	-2.0	-1.7	-2.9	(-0.7)	-11.3	(Regrouped) Gross Fixed Capital Formation ※3
財貨・サービスの純輸出 ※4	(0.5)	(0.3)	(0.1)	(-0.1)	***	(-3.0)	***	Net Exports of Goods & Services ※4
財貨・サービスの輸出	3.0	3.0	-2.3	0.6	-13.9	(-2.6)	-45.0	Exports of Goods & Services
財貨・サービスの輸入(控除)	0.4	1.5	-3.1	1.7	2.9	(-0.5)	12.0	Less: Imports of Goods & Services

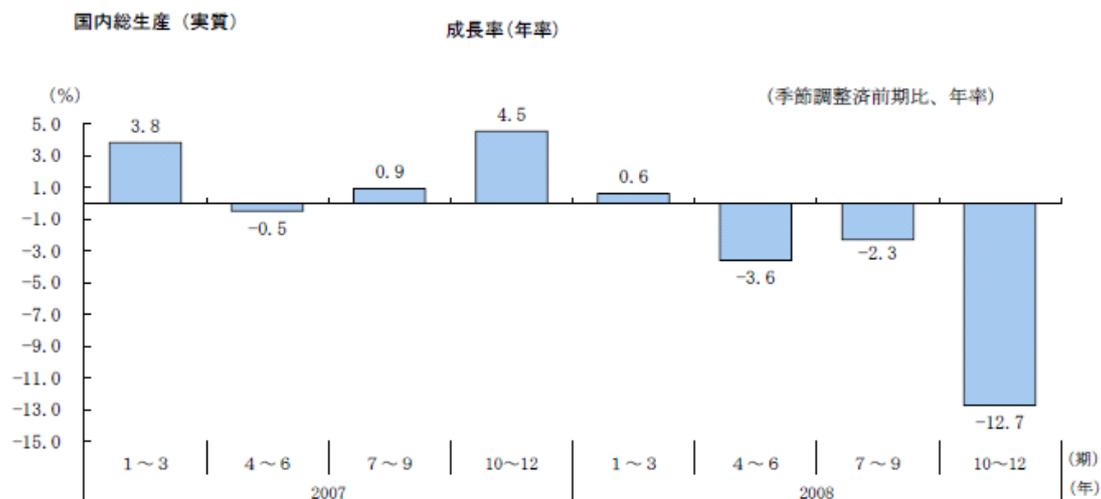
(注) ( )内は国内総生産に対する寄与度

Note. The figures in ( ) indicate contributions to changes in GDP

(出典：内閣府HP「平成20年10～12月期四半期別GDP速報(1次速報値)」)

国内総生産（GDP）（実質、季節調整済前期比年率）成長率でみると、2005年以降2%前後の成長率で推移してきたGDPは、2008年度から急速な落ち込みを見せている。4～6月期からは3四半期連続でマイナス成長となり、10～12月期では、-12.7%と戦後2番目となる大幅な落ち込みを見せている（図表1-1-2）。

図表1-1-2 国内総生産（実質）成長率



（出典：内閣府「四半期別GDP速報」）

一方、2003年4月の終値7,608円を底に上向き傾向にあった日経平均株価は、サブプライム問題に端を発する金融危機の影響から、2008年に入って値下がり傾向となり、さらにリーマン・ショック以降は大きく下落した。2008年10月にはバブル後最安値となる終値7,163円を記録し、2009年に入っても7,000円の大台割れを目前にする状況が続いている。（図表1-1-3）。

ニューヨーク市場も大きく株価を下げ、ダウ平均株価は2009年3月に入り、7,000ドルを割る歴史的な安値を付けるなど、欧州、米国、日本の主要市場が一斉に下落する世界同時株安の様相が続いている。

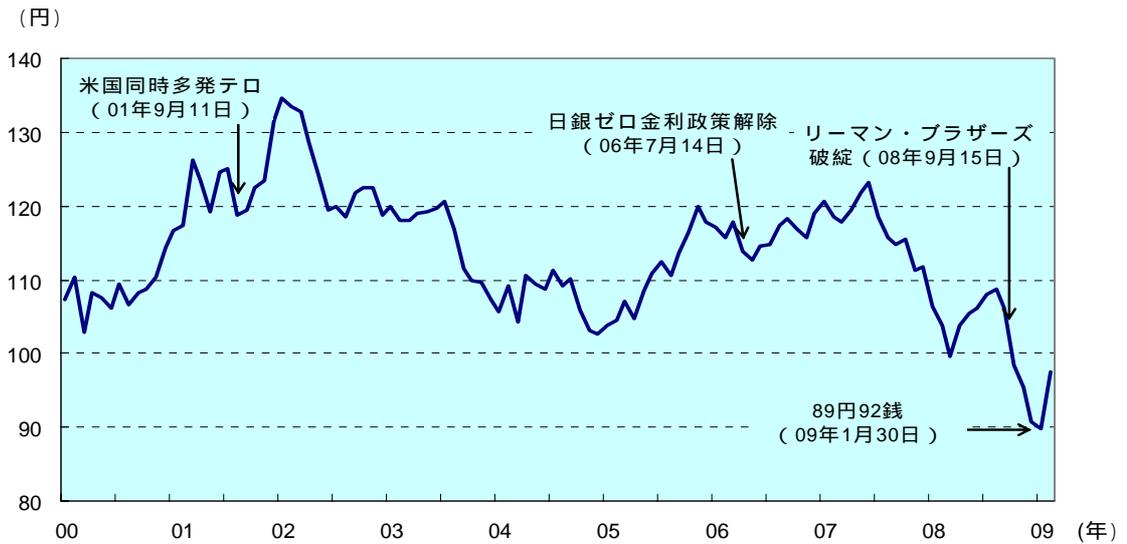
図表1-1-3 日経平均株価の推移



(出典：ブルームバークデータより日本経済研究所作成)

為替レートは、リーマン・ショックを期に一気に円高基調となり、2009年1月には1995年7月以来13年ぶりに、1ドル=90円を下回った。これにより、自動車、機械メーカーをはじめとする我が国の輸出産業は収益が大きく減少し、内需の冷え込み、雇用の悪化を引き起こしている(図表1-1-4)。

図表1-1-4 為替レート(対ドル)の推移



(出典：ブルームバークデータより日本経済研究所作成)

### 1.1.2 地域からみた景気情勢

日銀の「地域経済報告 - さくらレポート - 」(2009年1月)によれば、2008年10月時点の支店長会議時と比べ、2009年1月時点の総括判断は、雇用・所得環境が厳しさを増すなか、個人消費が弱まっているほか、生産も大幅に減少していること等を反映して、前回に引き続き全9地域で下方修正した。特に、東海、関東甲信越、近畿等、近年、好調な輸出に支えられて、全国対比でみて順調な景気拡大を続けてきた地域において、足もとの景気の悪化は急速かつ大幅なものとなっている(図表1-1-5)。

図表1-1-5 地域からみた景気情勢

	【08/10月判断】 前回対比：「上方修正」0地域 「現状維持」0地域 「下方修正」9地域	判断の 変化	【09/1月判断】 前回対比：「上方修正」0地域 「現状維持」0地域 「下方修正」9地域
北海道	やや厳しい状況にある	↓	厳しさが増している
東北	弱めの動きが広がっている	↓	悪化している
北陸	停滞している	↓	悪化している
関東甲信越	停滞している	↓	悪化している
東海	なお高水準を保ちつつも、下降局面にある	↓	急速に下降している
近畿	停滞している	↓	悪化している
中国	一部に弱い動きがみられるが、全体としては概ね横ばいで推移している	↓	悪化している
四国	やや弱めの動きとなっている	↓	弱い動きが広がっている
九州・沖縄	停滞している	↓	悪化している

<需要項目等>

	個人消費	設備投資	生産	雇用・所得
北海道	厳しい状況にある	底堅く推移している	減少している	雇用情勢は、やや厳しい状況にある。雇用者所得は、企業収益の一段の悪化を背景に、冬季賞与が減少するなど、全体としては厳しい状況が続いている
東北	弱めの動きが広がっている	製造業を中心に減少している	広範な業種において減産の動きがみられる	雇用情勢をみると、弱めの動きが広がりつつある。雇用者所得も減少している
北陸	さらに弱い動きとなっている	減少幅が拡大している	減少している	雇用情勢をみると、一段と厳しさを増している。雇用者所得は、所定外給与の減少などから前年を下回っている
関東甲信越	弱まってきている	減少している	大幅に減少している	雇用情勢は、悪化している。雇用者所得は、足もと横ばい圏内ながら、先行きは企業収益や生産の減少等を映じて弱含んでいくとみられる
東海	弱めの動きとなっている	高水準ながら減少している	大きく減少しているとみられる	雇用情勢をみると、所定外労働時間が減少しているほか、有効求人倍率も低下が続いている。雇用者所得は、伸び悩んでいる
近畿	弱い動きとなっている	高水準ながら減少に転じている	大幅に減少している	雇用情勢をみると、有効求人倍率が低下する中で、雇用者数は伸び悩んでいる。雇用者所得は、弱含みとなっている
中国	全体として弱めの動きが強まっている	ほぼ前年度並みの計画となっているものの、下方修正の動きが広がりつつある	減少しており、足もと減産の動きが一段と強まっている	雇用情勢は、厳しさを増しており、有効求人倍率は、このところ大幅に低下している。雇用者所得は、弱含みとなっている
四国	弱めの動きが広がっている	減少している	弱い動きが広がっている	雇用情勢は、やや悪化している。雇用者所得は、弱含んでいる
九州・沖縄	弱まっている	高水準ながら減勢に転じている	減少している	雇用情勢は、弱めの動きとなっている。雇用者所得は、弱めの動きとなっている

(出典：日本銀行「地域経済報告 - さくらレポート - 」(2009年1月))

### 1.1.3 不動産を巡る金融環境の変化

地域経済の急速な悪化は、地方の証券化プレーヤーとしてのレンダーの役割を担う金融機関にも深刻な影響を与えている。全国地方銀行64行の2008年度中間決算は、業務純益の減少に加え、貸出先企業の業績悪化等に伴う貸出金償却の増加、株価下落に伴う株式等関係損益の減少等により、1,946億円と前年同期比3,217億円(62.3%)の減少となった。一方、リスク管理債権額は、5兆7,314億円と19年度決算期(2008年3月)に比して2,341億円(4.3%)増加、不良債権比率は3.82%と同0.12%ポイント上昇した。個別行の損益状況を見ると、地銀64行のうち61行が前年同期比減益となり、うち14行は赤字決算に転落した(図表1-1-6)。

図表1-1-6 全国地銀64行 2008年度中間期 損益・自己資本比率

	(単位:百万円・%)							
	(単体)				自己資本比率		(連結)	
	業務純益	経常利益	中間純利益	営業経費	国際(連結)	国内(単体)	経常利益	中間純利益
北海道	15,425	9,823	7,747	20,334		9.68	9,683	7,642
青森	2,113	-1,878	-2,328	14,293		11.27	-2,979	-2,567
みちのく	5,565	-213	-1,136	13,184		10.07	266	-1,007
秋田	392	-3,324	-2,611	13,729		11.59	-3,438	-2,660
北都	-809	-6,229	-5,234	8,011		8.02	-6,368	-5,352
荘内	1,587	140	78	6,684		8.73	61	58
山形	-2,539	250	722	11,130		12.58	525	699
岩手	1,783	1,452	999	14,419		13.34	1,454	998
東北	1,555	740	410	4,689		8.23	821	426
七十七	11,395	6,169	3,854	30,400		12.85	6,435	3,879
東邦	3,818	-258	-1,068	18,849		10.23	-215	-1,041
群馬	19,222	17,157	10,227	30,564	11.51		18,768	10,555
足利	20,184	9,443	(注1)9,411	27,433		6.01	10,082	(注1)10,137
常陽	8,350	9,854	4,284	37,979		12.96	10,101	4,313
関東つくば	-1,766	-4,280	-3,672	10,231		8.17	-4,000	-3,302
武蔵野	6,643	3,015	2,084	18,925		10.40	3,403	2,096
千葉	25,031	11,108	7,346	41,329	11.31		12,189	7,640
千葉興業	4,991	2,641	2,489	12,676		9.70	2,832	2,320
東京都民	5,372	-680	-196	18,989		10.60	-221	66
横浜	51,960	25,804	16,034	53,155		10.13	24,165	15,115
第四	8,397	5,578	4,643	22,794		11.96	6,449	4,883
北越	917	735	1,616	13,358		9.99	1,086	1,672
山梨中央	7,140	5,384	3,377	13,712		13.51	5,301	3,384
八十二	16,358	5,277	3,159	31,488	12.98		6,796	3,250
北陸	24,414	9,605	30,132	26,602		10.26	10,324	30,836
富山	-1,611	-2,454	-1,954	2,651		8.96	-2,305	-1,935
北國	4,519	-10,146	-9,688	17,397		12.74	-10,094	-9,613
福井	3,475	-2,382	-1,665	12,398		10.92	-1,839	-1,506
静岡	30,423	19,051	11,607	41,256	14.56		20,679	11,729
スルガ	17,336	12,918	7,793	21,339		11.28	13,011	7,736
清水	1,899	605	1,363	8,634		9.96	725	1,361
大垣共立	7,797	5,495	3,095	21,206		9.89	6,879	3,272
十六	9,554	-706	-1,611	25,203		10.10	133	-1,549
三重	4,818	4,330	2,611	9,421		9.99	4,477	2,601
百五	2,884	4,936	2,921	22,559		10.51	6,057	3,010
滋賀	3,142	611	316	24,446	9.93		1,500	532
京都	20,781	16,419	10,967	27,010		11.57	17,537	11,064
近畿大阪	8,952	1,615	663	22,112		9.52	2,223	785
泉州	3,501	1,052	475	12,859		10.31	601	290
池田	1,871	-1,415	-1,544	14,401		9.32	-1,372	-1,747
南都	4,810	989	1,030	27,430		10.57	1,273	1,117
紀陽	6,346	237	3,104	18,237		8.81	644	3,380
但馬	1,031	354	223	5,524		10.94	407	248
鳥取	-502	-1,378	-683	5,505		10.05	-1,360	-672
山陰合同	12,894	6,123	3,449	19,753		14.46	7,252	3,591
中国	12,931	7,261	3,713	30,038	13.00		8,384	4,152
広島	17,714	1,883	1,119	31,463		10.67	2,471	1,093
山口	17,423	13,618	8,591	24,379	10.56		13,842	8,595
阿波	5,601	1,565	1,494	15,153		10.92	1,847	1,513
百十四	7,105	1,484	1,729	19,816		10.81	2,553	1,945
伊予	8,662	9,263	6,144	24,632	10.85		9,854	6,227
四国	4,308	737	315	15,138		9.03	604	323
福岡	21,039	16,333	9,262	37,871		9.56	18,663	9,883
筑邦	1,039	613	378	4,203		9.00	749	382
西日本シティ	18,530	2,571	2,290	37,699		9.04	8,282	7,632
佐賀	5,938	1,011	877	11,996		10.34	1,045	887
十八	829	-8,681	-11,043	14,459		10.31	-8,499	-11,039
親和	1,448	-4,449	5,457	13,576		8.30	-4,100	4,844
肥後	9,572	5,228	3,016	19,587		11.98	5,351	3,047
大分	-1,317	-12,467	-7,632	15,087		9.83	-11,649	-7,435
宮崎	23	-14,453	-11,191	12,448		9.42	-14,994	-11,174
鹿児島	8,658	5,051	2,678	18,780		13.34	5,465	2,791
琉球	3,472	1,767	1,406	10,765		9.07	1,467	1,319
沖縄	3,591	2,732	1,007	9,178		11.21	2,922	902
64行計	527,984	194,634	(注2)144,449 (401,027)	1,240,566	12.01	10.49	224,205	(注2)153,621 (410,199)

(注1) 足利銀行の中間純利益は、単体、連結ともに預金保険機構から実施された金銭贈与(256,578百万円)の額を含まない。

(注2) 中間純利益の64行計の()内は、金銭贈与を含む計数。

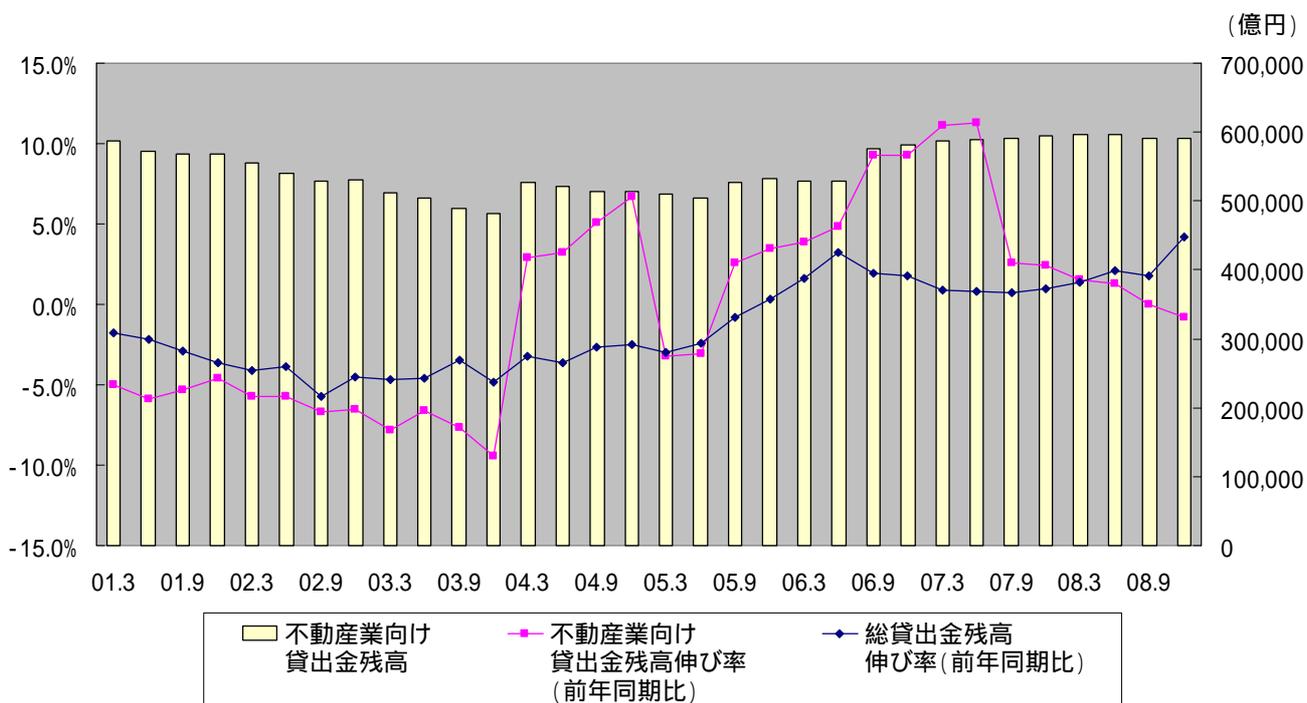
(注3) 自己資本比率は速報値。

(出典：社団法人全国地方銀行協会ホームページ 各行別データ 主要項目(2))

景気悪化に伴う金融機関の貸出姿勢の厳格化は、地方における証券化ビジネスを行う事業者の資金調達にも深刻な影響を与えていると考えられる。日本銀行「貸出先別貸出金」統計で不動産向け貸出残高の伸びをみると、不動産向け貸出態度が緩和された2004年以降増加基調で推移してきたが、2007年以降は急速に低下し、2008年9月には減少に転じた（図表1-1-7）。

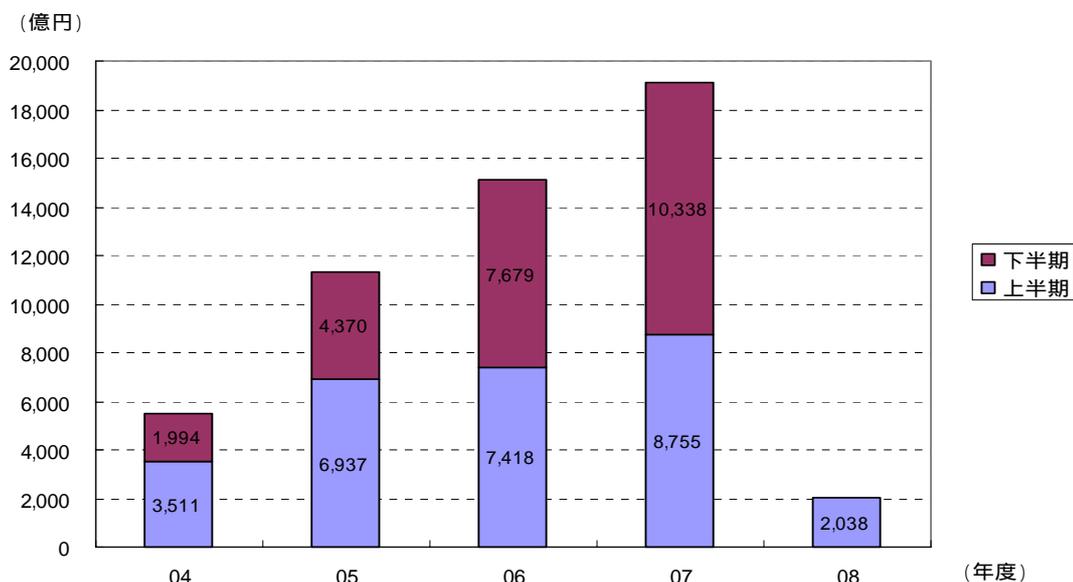
アメリカのサブプライム危機に端を発する外資系投資銀行の破綻や事業縮小も不動産投資ファンドによる証券化対象物件の取得の減少に拍車をかけた。一般に不動産投資ファンドにノンリコースローンを提供するレンダーは、国内金融機関、ノンバンク、外資系金融機関等である。国内金融機関やノンバンクは、ノンリコース債権を自社のバランスシートに抱える。一方、外資系金融機関は、ノンリコースローンを債権を束ねて証券化し、CMB S（商業不動産担保証券）と呼ばれる証券を発行する。アメリカのサブプライム危機に端を発する世界的な金融不況や証券化マーケットの混乱により、新規のCMB Sの発行環境は急速に悪化した。新規CMB S発行額からノンリコースローンの動向を推察すると、日本におけるCMB Sの発行額の推移は、2008年に入り急減している（データは上半期のみ）。外資系金融機関等によるノンリコースローンが急減していることが伺われる（図表1-1-8）。

図表1-1-7 国内銀行の総貸出金残高と不動産業向け貸出金残高の伸び率の推移



（出典：日本銀行「貸出先別貸出金」より日本経済研究所作成）

図表1-1-8 C M B S 発行額の推移



(出典：全国銀行協会「証券化市場の動向調査」より日本経済研究所作成)

## 1.2 不動産市場の動向

### 1.2.1 下落傾向が顕著となった地価

2009年地価公示によると、2008年1月以降の1年間の地価の変動は、全国平均で見ると、住宅地・商業地を含め全ての用途で下落し、全国的な地価の下落傾向が顕著となった。とりわけ三大都市圏においては、前回の地価公示まで住宅地では2年連続で、商業地では3年連続で平均で上昇を示していたが、今回は住宅地・商業地とも下落に転じ、地方圏を上回る下落を示した。地方圏においても、住宅地・商業地ともに前回まで4年連続で平均で下落幅が縮小していたが、今回下落幅が拡大した。(図表1-2-1、図表1-2-2)

三大都市圏や地方ブロック中心都市(札幌市、仙台市、広島市、福岡市など)では、景気の悪化、新規分譲マンションについて、販売価格の高止まりや消費者の買い控え等を背景とした販売不振と在庫水準の高止まり、世界的な金融市場の市況の悪化を背景とした不動産事業者やJリート等の資金調達環境の悪化等により、これまで以上に土地に対する需要が減退していること、また、オフィスビル等における空室率の上昇、賃料の下落等により収益力についても一部で低下する傾向が見られたこと等を背景として、住宅地・商業地ともに、前回高い上昇を示した都心部を含めほぼ全ての地点で下落しており、特に、大きな下落を示した地点の多くは、前回高い上昇を示した地点であった(図表1-1-20)。

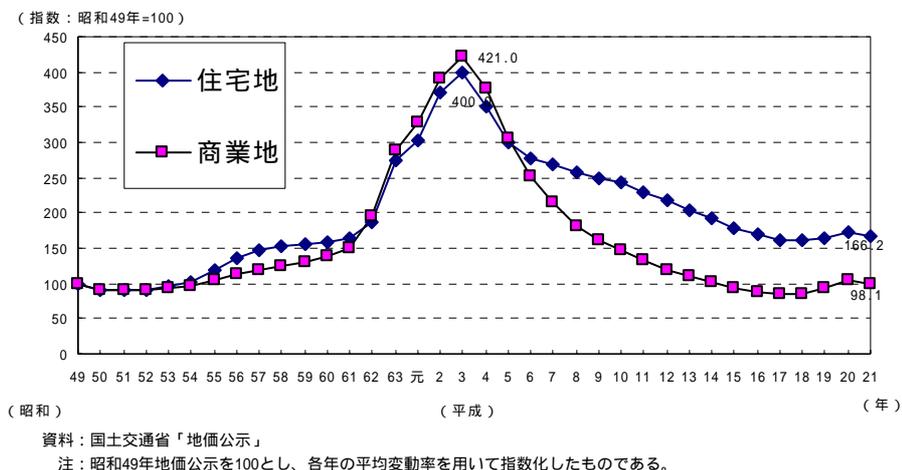
地方ブロック中心都市以外の地方圏では、景気の悪化に加え、地域経済の低迷、利便性や収益性の比較劣後、人口減少や少子高齢化等により、ほぼすべての地点で下落

し、そのうち大半の地点で下落幅が拡大した。一方、まちづくり、市街地整備、交通基盤整備等の取組による利便性・収益性の向上等を反映して上昇又は横ばいとなった地点もわずかに見られるところである。

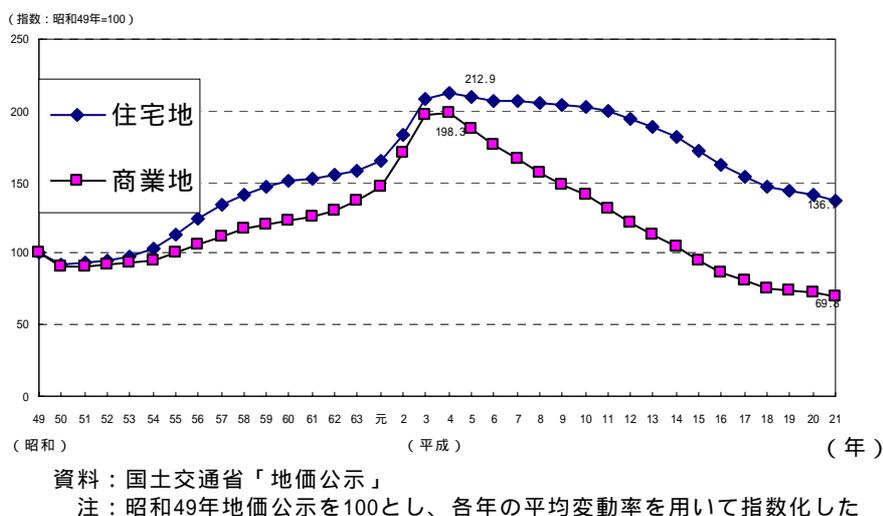
また、地価公示と都道府県地価調査で同じ地点を調査しているところでは、半年ごとの動向を確認することが可能であり、そのような地点では、2008年上半期と比較して下半期においてほぼ全ての地点で下落に転じ又は下落幅が拡大している。さらに、主要都市の高度利用地における四半期ごとの地価動向を把握している「主要都市の高度利用地地価動向報告」（地価LOOKレポート）によると、三大都市圏、地方圏ともに、2008年末に向かうにつれて下落傾向が一層強まっている（図表1-2-3）。

今後とも、景気対策等の施策を確実に講じていく中で、景気動向、内外投資家の動向の影響などに留意しながら地価動向をきめ細かく注視していく必要がある。

図表 1-2-1：三大都市圏における地価の累積変動率



図表 1-2-2：地方圏における地価の累積変動率



図表 1-2-3 : 主要都市の高度利用地の地価動向

地価LOOK総合評価(変動率)地区数一覧

		上昇			横ばい	下落					計
		6%以上	3%以上6%未満	0%超3%未満	0%	0%超3%未満	3%以上6%未満	6%以上9%未満	9%以上12%未満	12%以上	
東京圏	19年第4	2 (4.7%)	24 (55.8%)	14 (32.6%)	3 (7.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	43 (100.0%)
	20年第1	0 (0.0%)	5 (11.6%)	15 (34.9%)	20 (46.5%)	1 (2.3%)	1 (2.3%)	1 (2.3%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	43 (100.0%)
	20年第2	0 (0.0%)	0 (0.0%)	4 (9.3%)	25 (58.1%)	10 (23.3%)	3 (7.0%)	1 (2.3%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	43 (100.0%)
	20年第3	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	4 (6.2%)	47 (72.3%)	12 (18.5%)	2 (3.1%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	65 (100.0%)
	20年第4	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	8 (12.3%)	45 (69.2%)	10 (15.4%)	2 (3.1%)	0 (0.0%)	65 (100.0%)
大阪圏	19年第4	0 (0.0%)	11 (42.3%)	6 (23.1%)	7 (26.9%)	2 (7.7%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	26 (100.0%)
	20年第1	0 (0.0%)	0 (0.0%)	6 (23.1%)	15 (57.7%)	5 (19.2%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	26 (100.0%)
	20年第2	0 (0.0%)	0 (0.0%)	3 (11.5%)	12 (46.2%)	9 (34.6%)	1 (3.8%)	1 (3.8%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	26 (100.0%)
	20年第3	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	3 (7.7%)	15 (38.5%)	19 (48.7%)	2 (5.1%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	39 (100.0%)
	20年第4	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	10 (25.6%)	17 (43.6%)	8 (20.5%)	4 (10.3%)	0 (0.0%)	39 (100.0%)
名古屋圏	19年第4	0 (0.0%)	6 (54.5%)	5 (45.5%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	11 (100.0%)
	20年第1	0 (0.0%)	0 (0.0%)	2 (18.2%)	8 (72.7%)	1 (9.1%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	11 (100.0%)
	20年第2	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	1 (9.1%)	7 (63.6%)	3 (27.3%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	11 (100.0%)
	20年第3	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	1 (7.1%)	3 (21.4%)	8 (57.1%)	2 (14.3%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	14 (100.0%)
	20年第4	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	3 (21.4%)	6 (42.9%)	2 (14.3%)	3 (21.4%)	14 (100.0%)
地方圏	19年第4	3 (15.0%)	6 (30.0%)	10 (50.0%)	1 (5.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	20 (100.0%)
	20年第1	0 (0.0%)	0 (0.0%)	2 (18.2%)	7 (35.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	20 (100.0%)
	20年第2	0 (0.0%)	0 (0.0%)	6 (30.0%)	11 (55.0%)	2 (10.0%)	1 (5.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	20 (100.0%)
	20年第3	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	14 (43.8%)	14 (43.8%)	4 (12.5%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	32 (100.0%)
	20年第4	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	2 (6.3%)	15 (46.9%)	9 (28.1%)	1 (3.1%)	4 (12.5%)	1 (3.1%)	32 (100.0%)
計	19年第4	5 (5.0%)	47 (47.0%)	35 (35.0%)	11 (11.0%)	2 (2.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	100 (100.0%)
	20年第1	0 (0.0%)	5 (5.0%)	36 (36.0%)	50 (50.0%)	7 (7.0%)	1 (1.0%)	1 (1.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	100 (100.0%)
	20年第2	0 (0.0%)	0 (0.0%)	13 (13.0%)	49 (49.0%)	28 (28.0%)	8 (8.0%)	2 (2.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	100 (100.0%)
	20年第3	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	22 (14.7%)	79 (52.7%)	43 (28.7%)	6 (4.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	150 (100.0%)
	20年第4	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	2 (1.3%)	33 (22.0%)	74 (49.3%)	25 (16.7%)	12 (8.0%)	4 (2.7%)	150 (100.0%)

資料:国土交通省「主要都市の高度利用地地価動向報告」

19年第4…H19.10.1～H20.1.1、20年第1…H20.1.1～H20.4.1、20年第2…H20.4.1～H20.7.1、20年第3…H20.7.1～H20.10.1、20年第4…H20.10.1～H21.1.1

(～%)は、各期、各圏域ごとの地区数計に対する変動率区分に属する地区数の割合

■は、各期、各圏域ごとに最も地区数の多い変動率区分、■は、次に地区数の多い変動率区分

## 1.2.2 オフィス市場動向

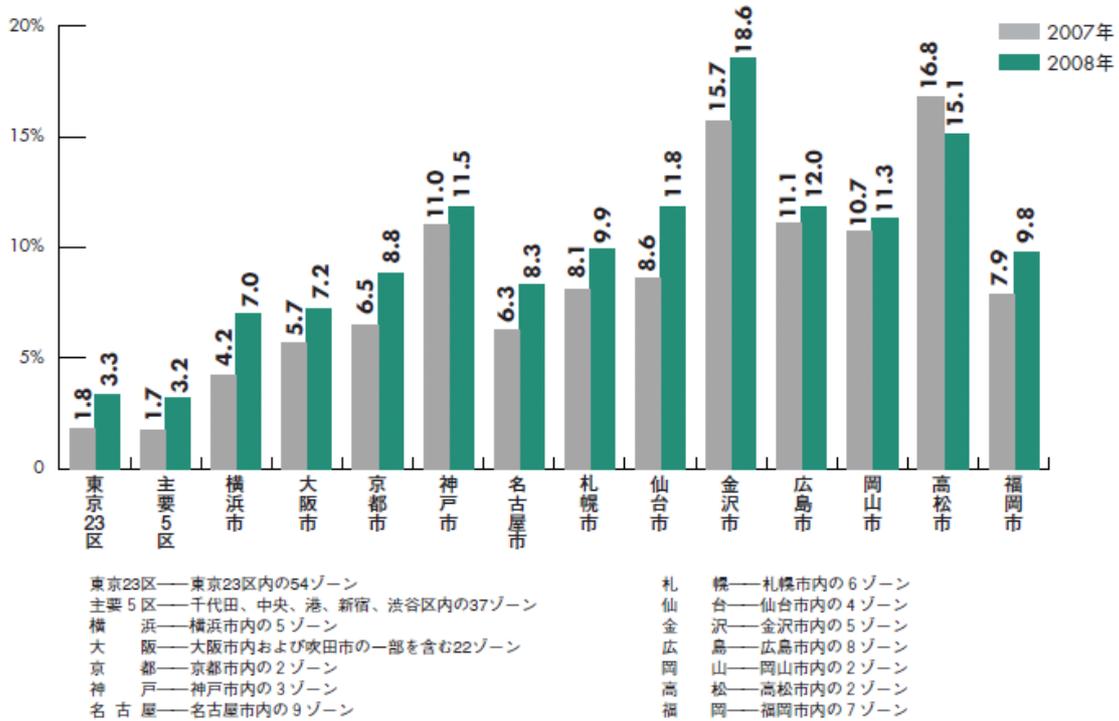
### 空室率

「オフィスマーケットレポート」(シービー・リチャードエリス株式会社)によると、全国主要13都市・14エリアにおける2008年の空室率(12月末)は、「高松市」を除くほとんどの都市・エリアで空室率が上昇している。同レポートによると、全国的な空室率の上昇は、景気後退の影響によりオフィス需要拡大の動きが減少し、撤退や縮小、コスト削減等を目的とした稼働床面積の縮小を目的とした移転が増加したことが原因としている(図表1-2-4)。

これまで堅調に空室率を減らしていた「東京23区」「主要5区」「大阪市」「神戸市」「福岡市」のいずれも、2007年を底に、2008年は一気にほぼ1.0～1.9%の上昇となっている。2007年時点では2%を下回っていた「東京23区」「主要5区」の空室率は、3%を超える結果となっている。

同レポートによると、「横浜市」「大阪市」「名古屋市」「仙台市」「福岡市」の各都市においては、今後も継続的に大量供給が行われるため、更なる空室率上昇が懸念されている。

図表1-2-4 都市別空室率比較



(出典：シービー・リチャードエリス株式会社「オフィスマーケットレポート」)

### 賃料

各地域の平均募集賃料については、各都市において大きな動きはないが、増減については、下記の通りとなっている。

図表1-2-5 各都市賃料の増減

賃料の増減	相当する都市
微増	東京23区、主要5区、横浜市、大阪市、京都市、広島市、岡山市
横ばい	神戸市、金沢市、高松市
微減	名古屋市、札幌市、仙台市、福岡市、鹿児島市

(出典：シービー・リチャードエリス株式会社「オフィスマーケットレポート」より日本経済研究所作成)

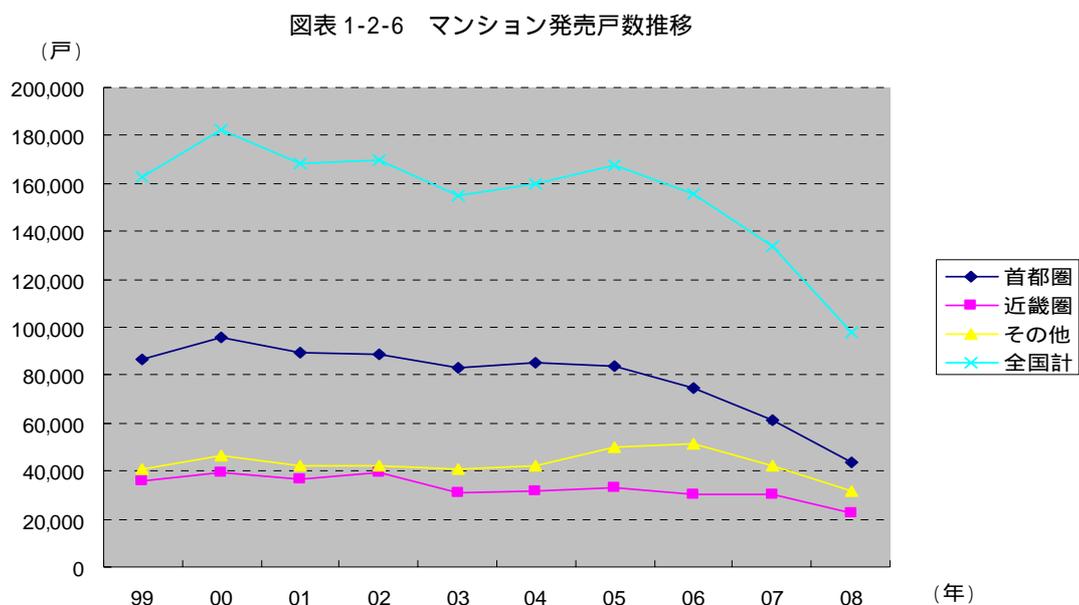
### 1.2.3 マンション市場動向

#### 発売戸数

不動産経済研究所の「2008年全国マンション市場動向」によれば、2008年の全国マンション発売戸数(リゾートマンションも含む)は9万8,037戸で、前年比26.7%減と大幅に減少した。同市場動向調査によると、発売戸数が10万戸の大台を割り込んだのは1992年

の7万5,173戸以来、16年ぶりのことである（図表1-2-6）。

地域別にみると、首都圏、近畿圏、地方圏ともに20%台半ばから後半の減少となり、地方圏でも四国以外全エリアが落ち込み、特に関東（40.7%減）、中国（54.7%減）の2地区で激減した（図表1-2-6）。



（出典：㈱不動産経済研究所「2008年全国マンション市場動向」より日本経済研究所作成）

図表 1-2-7 2007年に対する2008年の発売戸数増減率（各地域）

地区	増減率
首都圏	28.3%
近畿圏	24.7%
地方圏	25.6%
東海・中京圏	25.0%
北海道	37.3%
東北地区	7.2%
関東地区	40.7%
北陸・山陰地区	13.3%
中国地区	54.7%
四国地区	18.4%
九州地区	16.8%

（出典：㈱不動産研究所「2008年全国マンション市場動向」より日本経済研究所作成）

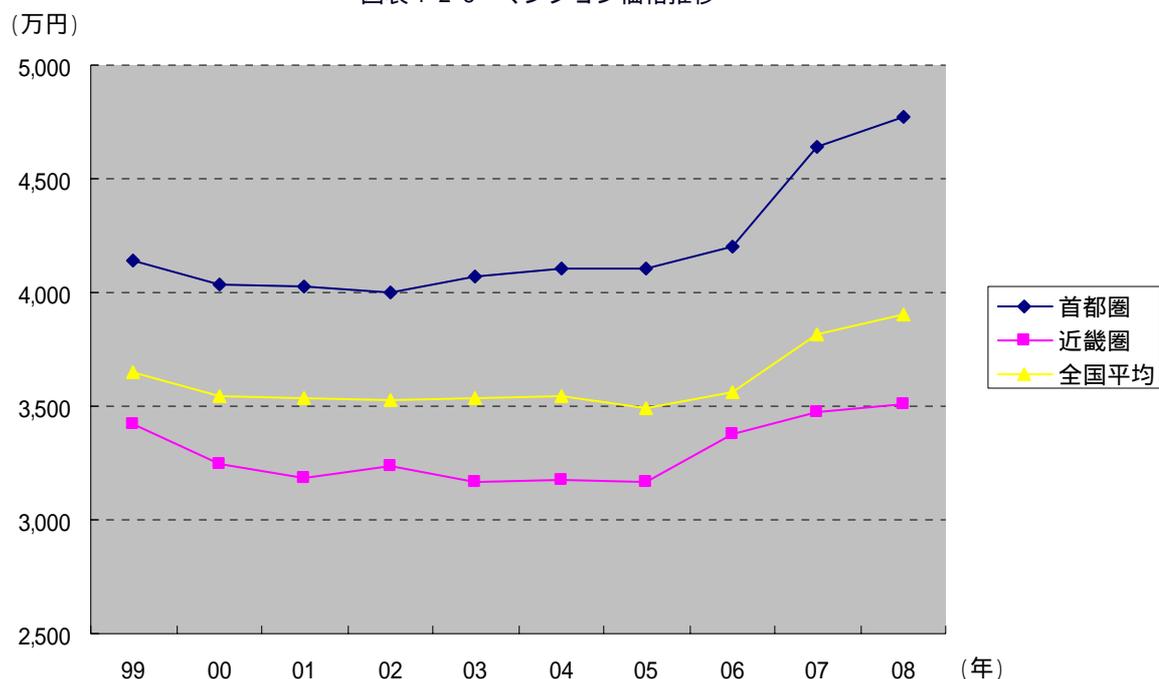
## 発売価格

一方、2008年の全国のマンション平均価格は3,901万円（㎡単価：52.0万円）、前年比2.3%上昇（㎡単価：前年比4.4%）と、3年連続の上昇となった（図表1-2-8）。

地方主要都市の平均価格についても、全国同様、上昇しており、広島市を除く全市において上昇している（図表1-2-8）。

全国的に発売価格が上昇した理由は、景気回復に伴う需要回復とともに、2008年は資材価格高騰の影響も大きかったためと推察される。

図表 1-2-8 マンション価格推移



(出典：(株)不動産経済研究所「2008年全国マンション市場動向」より日本経済研究所作成)

図表 1-2-9 2007年に対する2008年の平均価格増減率(各地域)

地区・都市	平均価格	増減率
首都圏	4,775万円	2.8%
近畿圏	3,513万円	1.0%
札幌市	2,943万円	0.5%
仙台市	3,304万円	5.7%
名古屋市	3,613万円	3.2%
広島市	3,063万円	2.0%
福岡市	2,584万円	1.7%

(出典：(株)不動産経済研究所「2008年全国マンション市場動向」より日本経済研究所作成)

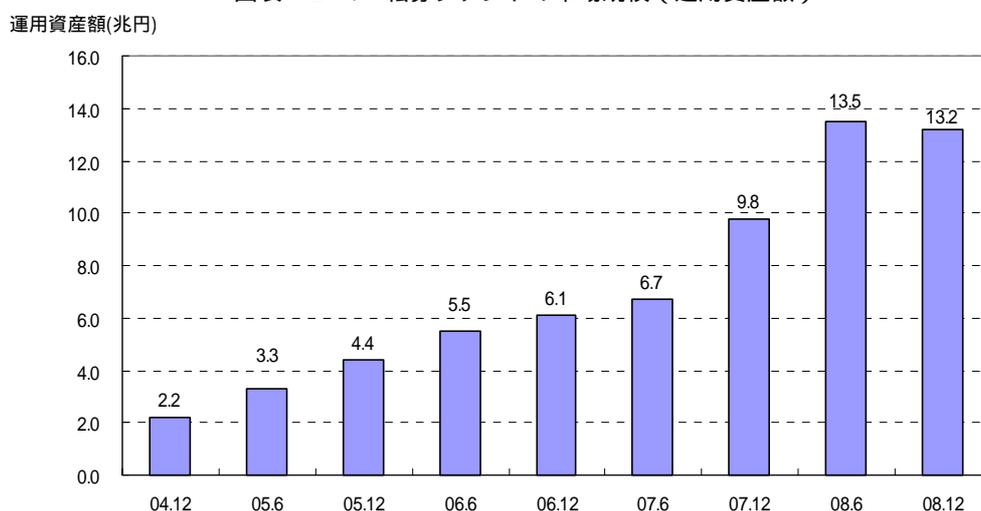
#### 1.2.4 私募ファンド市場動向

2009年1月に株式会社住信基礎研究所で実施された「不動産私募ファンドに関する実態調査」によると、2008年6月まで順調に増加を続けてきた私募ファンドの運用資産額は、12月にその増加ペースに歯止めがかかり、前期に比べ一転減少に転じた。この要因として同調査では、2008年6月まではJリート市場の低迷から私募ファンドに参集する運用会社が見られたり、償還を迎えたファンドの物件売却先として別の私募ファンドに組み込まれるケースが多かったものの、2008年秋以降の世界的な金融不況により、資金調達環境が急速に悪化し、不動産売買取引量が著しく減少したことなどが影響していると指摘している（図表1-2-10）。

同社「不動産私募ファンドに関する実態調査 2008年上半期」で私募ファンドにおけるデッドの資金調達状況を見ると、2008年以降のデッドの資金調達状況は、全体の約9割（89%）で「厳しくなっている」と回答している。厳しくなった点としては、「許容LTV水準」「金利条件」「バリュエーション」を挙げる企業が多い。物件としては、「住宅」「商業」「ホテル」、エリアでは「地方大都市」を含む地方圏全体で融資基準が厳格化されている（図表1-2-11）。

一方、今後レンダーから好まれる物件タイプとしては「オフィス」が多く、好まれるエリアについては、「東京都心5区」を含む東京23区が突出している。レンダーサイドからみた場合、地方における住宅、商業、ホテルといった物件はあまり好まれない傾向があると想定される。

図表1-2-10 私募ファンドの市場規模（運用資産額）



運用資産額については、(株)住信基礎研究所が実施するアンケート結果およびヒアリング・公表情報をもとに同社が推計したものである。

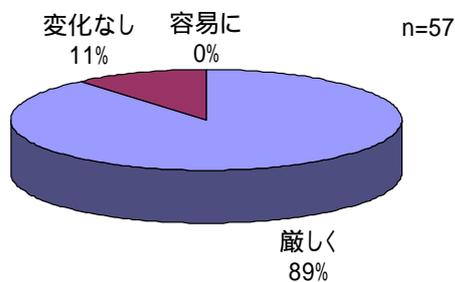
2008年6月の私募ファンド運用資産額の増加は、これまで算定しなかった外資系運用会社によるファンド（日本以外も投資対象エリアとしている）のうち、投資対象エリアを日本に限定しているファンドを加算したうえ、アンケート回答会社数の増加により調査対象が拡大したことによる影響がある。これら増加要因は前者で0.67兆円、後者で0.27兆円と算出される。

（出典：「不動産私募ファンドに関する実態調査 2009年1月」（株）住信基礎研究所）

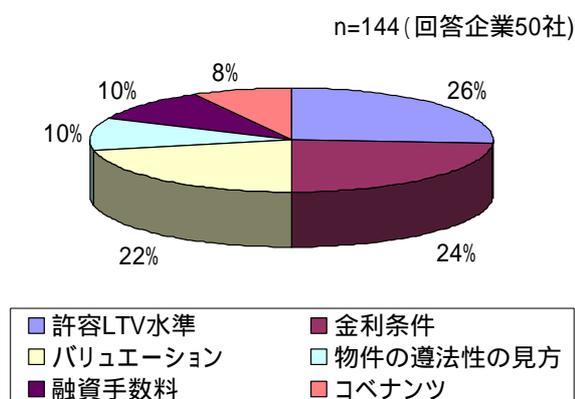
「1.1.3 不動産を巡る金融環境の変化」で論じたように、地方金融機関の損益状況の悪化や、国内銀行の不動産向け貸出残高の減少、外資系金融機関におけるノンリコースローンの急減など、不動産を巡る金融環境が悪化していることと相まって、当面私募ファンドにおける資金調達は厳しさが続くものと想定される。

図表 1-2-11 2008 年以降のデットの資金調達状況

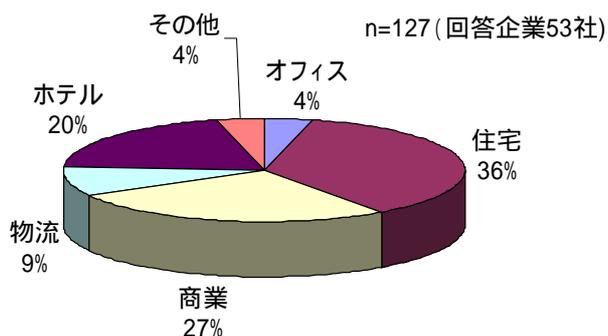
< 2008年以降のデットの資金調達状況 >



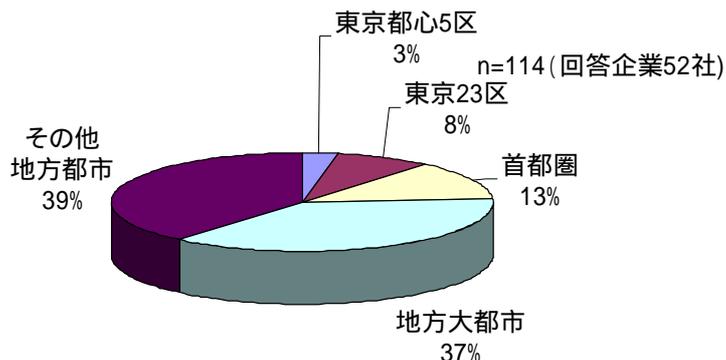
< 厳しくなったのはどのような点か >



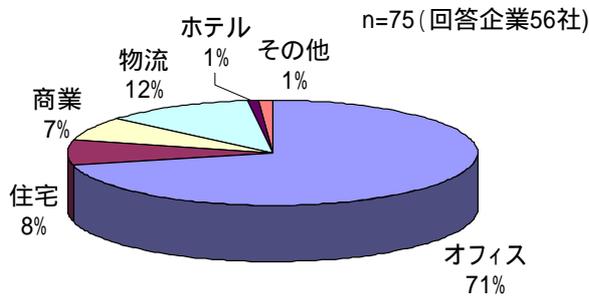
< 融資基準を厳格化させている物件タイプ >



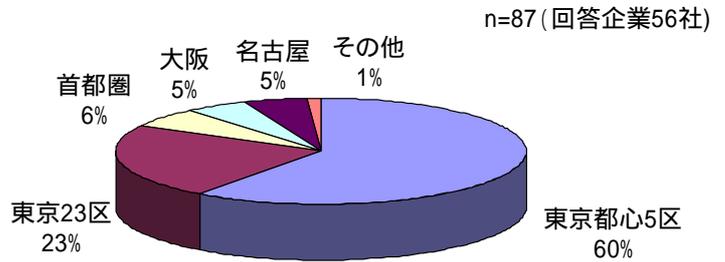
< 融資基準を厳格化させているエリア >



<今後レンダーから好まれる物件タイプ>



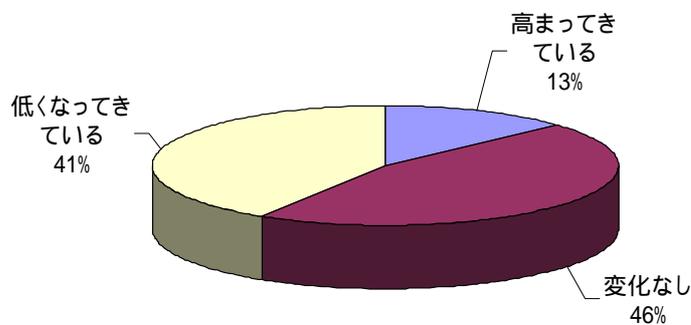
<今後レンダーから好まれるエリア>



(出典:「不動産私募ファンドに関する実態調査 2008年上半期」(株)住信基礎研究所)

転じてエクイティ調達については、同調査によると、エクイティ投資家の投資意欲は「高まってきている」が13%にとどまっているのに対し、「低くなってきている」が46%と高く、前回調査の16%を大きく上回る結果となっている(図表1-2-12)。

図表 1-2-12 エクイティ投資家の投資意欲



(出典:「不動産私募ファンドに関する実態調査 2008年上半期」(株)住信基礎研究所)

### 1.2.5 Jリート市場動向

2008年のJ-REIT市場は世界的な金融不安と景気後退懸念とそれに伴う株価急落により、時価総額が半減し、2008年12月末現在で、時価総額は2兆6,553億円と、前年比でほぼ半減している(住信基礎研究所調べ)。

J-REIT市場は2001年9月に日本ビルファンド投資法人及びジャパンリアルエステイト投資法人の2銘柄が上場してスタートした。その後、2004年から2007年前半にかけ、金融機関の不動産向け貸し出し態度の緩和や世界的な過剰流動性を背景に、内外の投資資金が

不動産に流入し、2007年5月末のピーク時には、銘柄数42、時価総額6.8兆円と急速に拡大した。しかし、米国サブプライム問題に端を発する世界的な金融不安と景気後退懸念に加え、日本の不動産市況の悪化及び金融機関の不動産向け貸出姿勢の厳格化等を背景に、2008年には急速に低迷し、2008年12月末時点における時価総額は、ピーク時の約40%にまで減少する結果となっている。

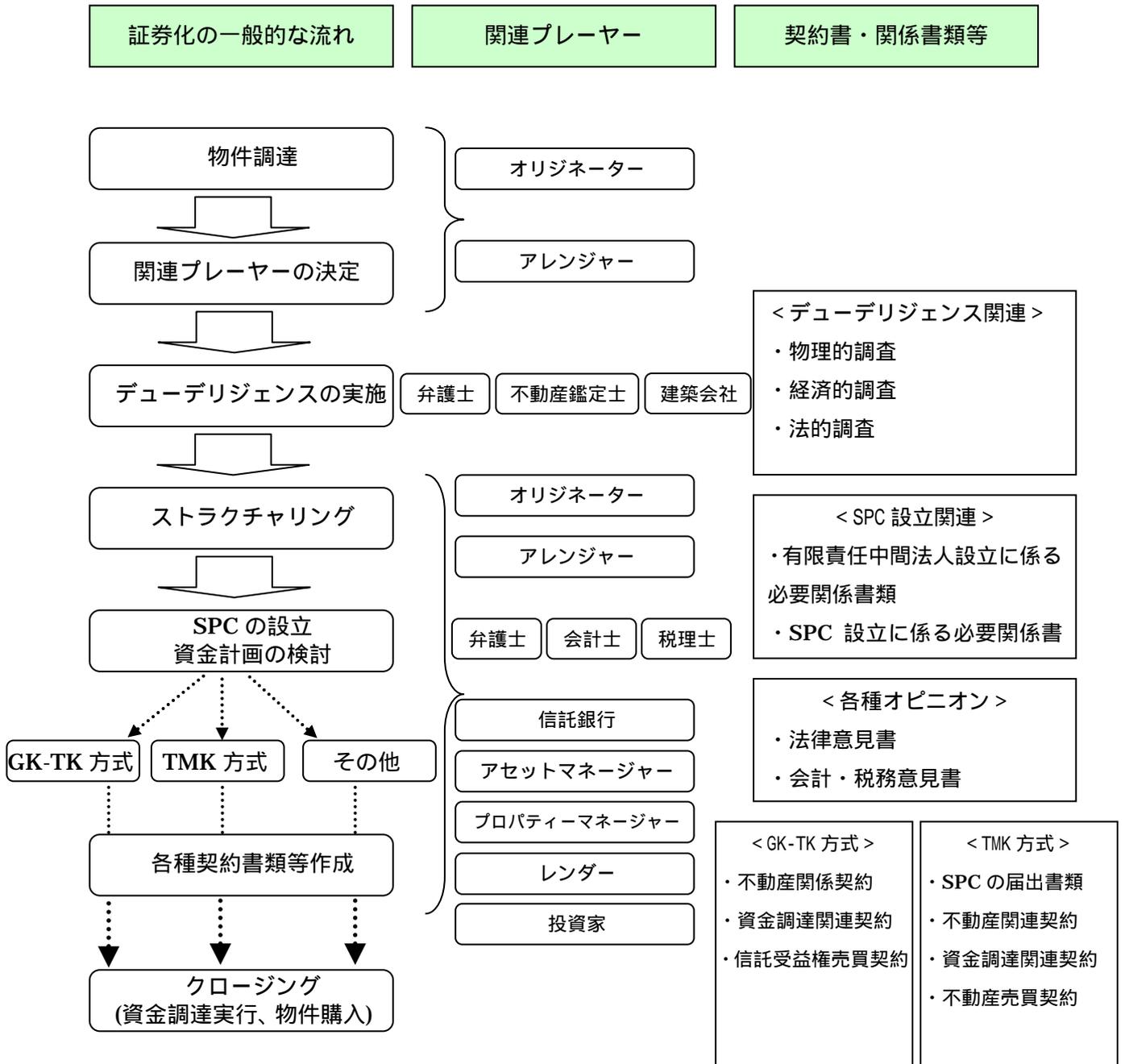
## 第2章 不動産証券化の実施過程に係る事例分析（実施過程報告書）

---

## 2.1 不動産証券化の一般的な流れ、関連プレーヤー、必要関連書類

本節では、不動産証券化スキームの組成（クロージング）に向けた各作業工程の一般的な流れ、関連プレーヤー、契約書・関係書類等の関係について記述する（図表 2-1-1）。

図表 2-1-1 不動産証券化の一般的な流れ、関連プレーヤー、契約書類の関係



## 2.1.1 不動産証券化の一般的な流れ

### 物件調達等

不動産証券化の組成はまず証券化対象資産の選定、調達から始まる。証券化対象資産には、オフィスビル、店舗（商業施設）、賃貸住宅、ホテル、倉庫等がある。不動産証券化は不動産が生み出す運用益、売却益をもとに証券を発行し、資金調達する仕組みであるため、物件選定の際には当該物件がもたらすキャッシュフローや出口戦略における売却可能性を十分検討する必要がある。物件選定の過程においては、様々なアレンジメントがなされるが、通常、この作業は物件の現保有者であるオリジネーターとアレンジャーとの共同作業となる。併せて、証券化の目的・コンセプト等、不動産の流動化・証券化事業のフレームワークの構築が行われる。

### 関連プレイヤーの決定

一般的に、不動産証券化のスキームでは、ヴィークル（SPC）は対象不動産の保有、資金調達に特化したペーパーカンパニーであるため、実際の不動産の管理・運営業務にあたっては、アセットマネージャー（AM）、プロパティーマネージャー（PM）等各種プレイヤーの参加が必要となる。

### デューディリジェンス

不動産の証券化においては、投資家のリターンは投資対象となっている不動産から生じるキャッシュフローを源泉としている。このため、不動産の投資価値に対する投資家等の判断に誤りを生じさせることがないように、対象不動産が将来生み出すキャッシュフローに影響を与える要因を調査する必要がある。この作業工程は、デューディリジェンス（Due Diligence：「当然支払うべき注意義務」）と呼ばれ、一般には、対象不動産の物理的調査、経済的調査、法的調査の三つに区分される。これらの調査は弁護士、会計士、建築士、不動産鑑定士、コンサルタント等の各分野の専門家が担当して行われる。

### ストラクチャリング

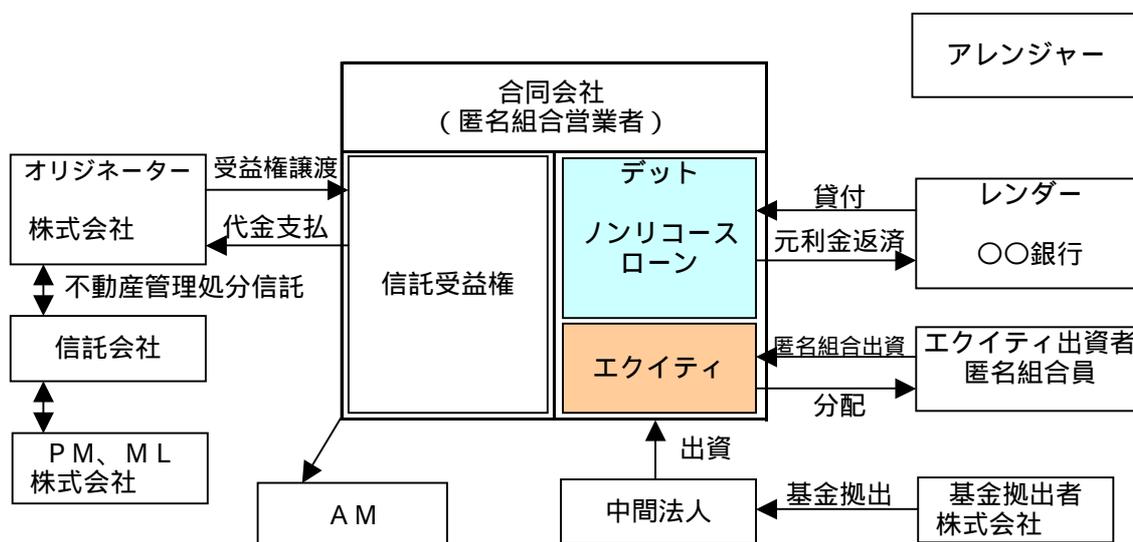
不動産証券化の基本的なストラクチャーを構築する際には、ヴィークル（SPC）として商法上の合同会社（GK-TK方式）を用いるのか、資産流動化法に基づく特定目的会社（TMK方式）を用いるのか等の方針を決定する必要がある。

ヴィークルの条件としては、オリジネーターの倒産に起因してヴィークル自体が倒産しないこと（倒産隔離）、オリジネーターからヴィークルへの資産譲渡が法的に有効かつ確実に行われていること（真正譲渡）、ヴィークルの法人税と投資家の所得税の二重課税が回避できること（二重課税の回避）が要件となる。

また、TMK方式においては、資産流動化法に定められた資産流動化計画を作成し、

対象不動産の取得から運用・処分に係る計画を届出ることとされている。代表的な基本ストラクチャー（G K - T K方式）を例示すると図表 2-1-2 のとおりとなる。

図表 2-1-2 基本ストラクチャーの例（G K - T K方式）



### S P C の設立

基本ストラクチャー構築において決定した S P C の設立手続きを行う。その設立にあたっては、倒産隔離のためのヴィークルの設立を行う必要があり、実務上、有限責任中間法人を用いることが多い\*。オリジネーターから独立した公正な公認会計士等が有限責任中間法人の社員となり、オリジネーターから資金を拠出させ、有限責任中間法人を設立する。その有限責任中間法人が S P C の唯一の出資者、社員（合同会社の社員、T M K の特定社員）となることで、S P C 自体も倒産隔離されたヴィークルとなる。

### 資金調達の見直し

S P C の資金調達の検討にあたっては、物件取得費及び組成に係る諸費用（信託受益権設定費、弁護士・会計士費用等）を検討したうえ、デッド・エクイティに係る資金調達方法、調達金額、出口戦略等を策定する。

\* 2008 年 12 月 1 日に施行された「一般社団法人及び一般財団法人に関する法律」により中間法人法が廃止され、中間法人に S P C の議決権を保有させる倒産隔離手段は使えないことになった。このため現在実務家等により、一般社団法人を利用した倒産隔離手法が検討されている。

( )デッドの調達

不動産証券化におけるデッド調達の方法は一般にノンリコースローン (Non-Recourse Loan) がある。ノンリコースローンとは「責任財産限定特約条項」が付されているローンである。仮に融資返済が不可能になった場合でもノンリコースローンの対象となる責任財産 (SPC 保有不動産) の売却によって得られる収入の範囲内での債務弁済となる。このため、売却収入で債務弁済が賄えなかったとしても、その対象となる責任財産以外の財産まで債務弁済義務が及ばない。TMK方式の場合にはノンリコースローンとして特定目的借入及び特定社債の発行がある。資金計画においては、ノンリコースローンの不動産価格に対する割合 (LTV: loan to Value) をどの程度にするか、シニアローンのほかメザニンローンの検討、調達金利、期間等の検討が行われる。

( )エクイティの調達

エクイティとは元本保証のない株式や出資持分をいう。エクイティの調達方法としてGK-TK方式の場合には匿名組合出資、TMK方式の場合には優先出資がある。資金計画においては、出資形態、出資金額、利回り (IRR、期中配当利回り) 等の検討が行われる。

( )出口戦略

証券化期間終了時において投資家への償還原資確保のための戦略を出口戦略という。出口戦略の例として、対象不動産の売却、リファイナンス等がある。

各種契約書類等作成 (ドキュメンテーション)

不動産証券化スキームの組成にあたっては、多数の関連プレーヤーが関与し、一定のルールに基づいた相互の利害調整、契約関係等を明確にする必要がある。こうした各種契約書類等の作成作業をドキュメンテーションという。ドキュメント作成後、SPCは各関連プレーヤーと各種契約を締結し、対象資産の購入と資金調達を実施することにより、不動産証券化の組成 (クロージング) が完了する。

## 2.1.2 関連プレーヤー

### オリジネーター

証券化される不動産の現所有者をオリジネーターという。証券化の対象となる資産を選定し、それを不動産の保有を目的とするヴィークル (特別目的会社) に譲渡する。資産を譲渡後は、匿名組合員としてヴィークルに一定の出資を行ったり、ヴィークルから

資産の賃借を受け、テナントに転貸を行う。

#### 投資家

ヴィークルへの資金提供を通じて不動産の有するリスクを引き受ける代わりに、そのリターンを享受する。投資家には、出資を通じたエクイティ投資家と、ノンリコースローンを提供するデッド投資家がある。

#### アレンジャー

証券化のためのストラクチャー全体を検討し、オリジネーターによる物件選定段階からSPC設立・資金調達からクロージングに至るまでのプロジェクト全体について、オリジネーター、投資家、レンダー等様々な関係者との調整や交渉を行う。一般には、証券会社や銀行、信託銀行等の金融機関等なるケースが多い。

#### レンダー

投資家のうち、ノンリコースローンをはじめとする金融機関等の資金の貸し手のことをいう。デッド投資家ともいう。単一のローンもあれば複数の金融機関が協調融資する場合もある。また、レンダー間で負担するリスクの大きさに応じて元利金の受取順位の優劣をつけることもある。ノンリコースローンの返済原資は不動産のキャッシュフローと売却価値の範囲に限定されることから、通常のコーポレートローンに比べて金利が高くなる。

#### 信託銀行

不動産証券化においては、オリジネーターが対象不動産を信託銀行に信託し、信託受益権をヴィークルに譲渡する方式が多く採用されている。信託受益権化することで、資産の管理運営、売却手続きなどについて、信託銀行のノウハウを活用することができる。また、アレンジャー機能、レンダー機能も持つほか、ヴィークルが社債を発行する際の社債管理会社や資産管理会社となることもあるなど、不動産証券化に関連する多くの業務を受託する専門家である。

#### アセットマネージャー（AM）

証券化された不動産の総合的な管理、運営業務を行う。具体的には、ヴィークルの保有する資産全体の財務戦略を策定し、対象不動産の購入から売却に至るまでの運用に関する助言もしくは代行を行う。また不動産の管理、運営に直接従事するプロパティーマネージャーに対し、テナント誘致計画や管理方針等を策定、指示するとともにその業務を監督する。

#### プロパティーマネージャー（PM）

不動産所有者やアセットマネージャーからの委託を受けて、当該不動産の管理業務を行う。主な業務は、リーシングマネジメント業務（テナント誘致、賃貸借管理）と建物管理業務（ビルメンテナンス等）があり、委託者に対して詳細なレポートを行う。

#### 弁護士

不動産証券化では多くのプレーヤーが参加するため、プレーヤー間の利害関係を予め明示した契約書を作成しなければならない。こうした契約書類の作成過程においては各種関連法令の調査が必要である。契約の有効性や証券化ストラクチャーを構築する上で重要な法的問題に関するアドバイスをを行うとともに、必要に応じて意見書の作成を行う。

#### 公認会計士・監査法人

S P Cの会計監査を行うとともに、オリジネーター側の証券化に関するアドバイスなどを行う。また、S P Cの倒産隔離を人的側面から確保するため、オリジネーターから独立・公正な立場にある公認会計士がS P Cの代表権を有する取締役や業務執行社員就任するケースが一般的である。

#### 税理士・税理士法人

不動産証券化ヴィークルは利益配当金に関する損金参入や不動産取得税等の軽減措置等の優遇措置が適用されるが、こうした優遇措置が適用されるための税制上の要件やストラクチャー全体に関するアドバイスをを行うとともに、必要に応じ税務意見書を作成する。

#### デューディリジェンス実施者

不動産の買主や投資家が対象不動産の投資価値やリスクがどの程度あるのかを適正に評価するために、対象不動産の物理的、法的、経済的側面の調査を行う。これらの調査は弁護士、会計士、建築士、不動産鑑定士、コンサルタント等の各分野の専門家が担当するのが一般的である。

### 2.1.3 契約書・関係書類等

不動産証券化の組成に当って必要とされる契約書、関係書類等について記述する。

#### (1) GK - TK方式の場合

GK-TK方式で必要とされる主要な契約書、関係書類等は図表 2-1-3 の通りとなる。

図表 2-1-3 GK - TK方式で必要とされる契約書・関係書類

SPC設立関連書類	有限責任中間法人設立に係る書類等 社員名簿 定款・破産申立権不行使誓約書 基金拋出者名簿 社員総会議事録 決定書(所在地、資本金等)
	SPC設立に係る書類 社員名簿 定款・破産申立権不行使誓約書 決定書(所在地、資本金、役員報酬、借入金等)
不動産関連	信託に係る契約 不動産管理処分信託契約
	賃貸に係る契約 不動産賃貸借契約
	業務委託に係る契約 アセットマネジメント(AM)契約 プロパティーマネジメント(PM)契約
	売買に係る契約 信託受益権売買契約
資金調達関連	匿名組合出資(エクイティー)に係る契約 匿名組合契約
	ノンリコースローンに係る契約 金銭消費貸借契約 信託受益権質権設定契約
デューディリジェンス	物理的調査 建物状況調査 建物環境リスク調査 土壌汚染リスク評価報告書 地震リスク評価報告書
	経済的調査 不動産鑑定評価書 マーケットレポート 格付けレポート
	法的調査 私法関係調査 土地状況調査 法規制調査
各種オピニオン	法律意見書 会計・税務意見書

## S P C 設立関連書類

### ( ) 有限責任中間法人設立に係る書類等

#### 社員名簿等

有限責任中間法人の社員は2名以上（理事と監事を1名以上）置くことが必要である。法律上いつでも退社可能であるが、社員が1名となると解散事由となる。出資はオリジネーター等のファンド組成者が行うものの、議決権を有する社員とはならず、オリジネーター等から独立・公正な立場にある公認会計士等を社員とする。これにより、オリジネーターからの倒産隔離が人的側面から確保される。

#### 定款・破産申立権不行使誓約書

社員の倒産手続申立に対する防止措置として定款に「破産手続開始」「民事再生手続開始」又は今後立法される倒産手続の申立ての権利を放棄する旨の誓約書を提出すること等を定めておくことが通常である。

#### 社員総会の議事録

社員総会における議事の経過の要綱及びその結果は、法務省令で定めるところにより、議事録にこれを記載しなければならない。

### ( ) S P C 設立に係る書類等

#### 社員名簿等

合同会社の社員は有限責任中間法人がなる。法人が合同会社の業務執行役員となる場合には、有限責任中間法人の社員が職務執行者となる。

#### 定款・破産申立権不行使誓約書

S P C の職務執行者等が誓約書において破産申立権の不行使を宣言する。

## 不動産関連契約

### ( ) 信託に係る書類等

#### 信託契約

オリジネーターと信託銀行等の間で締結する対象不動産の管理・運用契約である。信託を利用して不動産証券化を行う場合にオリジネーターが委託者となり、信託銀行等が受託者となる。不動産管理処分信託契約を締結することにより、委託者は不動産を受託者に移転し、受託者は指示された目的に従って対象不動産を管理し、当該不動産から得られた利益を受託者が受け取る契約関係が発生する。信託された不動産から得られた利益を委託者が受け取る権利を「信託受益権」という。

( )不動産賃貸に係る書類等

**不動産賃貸借契約**

信託受託者とテナント又はマスターレシー（ML）との間で締結する賃貸借契約である。通常は、信託受託者とテナントとの間でMLを介在させ、対象不動産をMLに一括賃貸する形が多くとられる。プロパティーマネジメント（PM）会社がMLになるケースが多い。

( )業務委託に係る書類等

**アセットマネジメント契約（AM契約）**

SPCとアセットマネジメント会社との間で締結する対象不動産の管理・運用委託契約である。具体的には、信託受託者への指図権行使、対象不動産又は信託受益権の売却に関する助言業務等が含まれる。金商法上、アセットマネジメントは投資助言業又は投資運用業に該当し、いずれかの登録を必要とする。

**プロパティーマネジメント契約（PM契約）**

信託受託者とプロパティーマネジメント会社との間で締結する管理委託契約である。広義のPM業務は、建物の管理に係るビルメンテナンス、建物の改修・修繕計画の策定・実施に係るコンストラクションマネジメント（CM）、テナント誘致・契約・管理等に係るリーシングマネジメント（LM）がある。

( )売買に係る書類等

**信託受益権売買契約**

売買代金、引渡方法のほか、瑕疵担保、危険負担等についてのルールを策定しておく。信託受益権の売買は、金融商品取引法（以下「金商法」という。）上の第二種金融商品取引業の登録が必要である。

資金調達関連契約

( )匿名組合出資に係る書類等

**匿名組合契約**

匿名組合員が営業者の営む事業から利益を得る目的で、営業者に対する金銭の出資を行い、営業者が当該事業から生じる利益を分配することを約する契約である。金商法上、適格機関投資家と49名以下の一般投資家を相手方とする匿名組合出資持分の自己募集及びSPCが行う自己運用は適格機関投資家等特例業務に該当し、第二種金融商品取引業者登録がなくても行うことができる。

( )ノンリコースローンに係る書類等

**金銭消費貸借契約**

貸付金額、貸付実行日、貸付の前提条件、金利、元利金償還方法、デフォルト事由等について定める。

**信託受益権質権設定契約**

S P C が担保として信託受益権に質権を設定する契約である。

デューディリジェンス

( )物理的調査（エンジニアリングレポート）

**建物状況調査報告書**

建物の立地、建築、設備等の概要、短期・長期の修繕・更新費用、再調達価格、建築の遵法性についての調査である。

**建物環境リスク評価報告書**

アスベスト、P C B等の有害物質の使用・排出の有無等に関する調査である。

**土壌汚染リスク評価報告書**

過去及び現在での土壌汚染の可能性に関する調査である。

**地震リスク評価報告書**

地震ハザード（危険性）の評価、震災時における予想最大損失額（P M L値）、事業中断日数等の予測に関する調査である。

( )経済的調査

**不動産鑑定評価書**

対象不動産の適正価格等に関する調査である。

**マーケットレポート**

適正な賃料水準、商圏内の状況等に関する調査である。

**格付けレポート**

キャッシュフローの確実性、利払い及び償還の確実性等に関する調査である。

( )法的調査

**私法関係調査**

権利関係、賃貸借関係の調査である。

**土地状況調査**

隣地境界線、私道、紛争等に係る調査である。

**法規制調査**

権利移転を制限する法規制（国土法、農地法等）、土地利用に関する法規制（都市計画法、建築基準法等）に関する調査である。

各種オピニオン

**法律意見書**

ヴィークルの法人格、各契約書類の有効性、真正売買性等についての意見を述べる。

**会計・税務意見書**

会計上のオフバランス取引となっているか、SPCが連結子会社になっていないか、税務上のオフバランス要件を満たしているか、二重課税の回避の確保ができていないかについての意見を述べる。

(2) TMK方式の場合

TMK方式で必要とされる主要な契約書、関係書類等は図表2-1-4の通りとなる。

図表2-1-4 TMK方式で必要とされる契約書・関係書類

SPC設立関連書類	有限責任中間法人設立に係る書類等 GK-TKと同じ
	SPC設立に係る書類 GK-TKと同じ
	SPC届出に係る書類 業務開始届出書 資産流動化計画
不動産関連	賃貸に係る契約 GK-TKと同じ
	業務委託に係る契約 GK-TKと同じ
	特定資産管理処分に係る契約 特定資産管理処分契約
資金調達関連	エクイティに係る契約 優先出資引受契約 募集等取扱契約書・私募取扱契約書
	デッドに係る契約 特定社債引受契約 金銭消費貸借契約
デューデリジエンス	物理的調査 GK-TKと同じ
	経済的調査 GK-TKと同じ
	法的調査 GK-TKと同じ
各種オピニオン	GK-TKと同じ

SPC届出に関する書類

**業務開始届出書**

資産流動化の定めに基づき、特定目的会社の基本的な事項を記載し、必要書類を添付の上、内閣総理大臣へ届出る。添付書類として定款、資産流動化計画、特定資産管理処分契約等がある。

**資産流動化計画**

資産流動化計画の計画期間、資産対応証券及び特定目的借入に関する事項、取得する特定資産に関する事項、特定資産の管理等の事項を記載する。

#### 不動産関連契約

##### ( )不動産賃貸に係る書類等

###### 不動産賃貸借契約

特定目的会社とテナントとの間で締結する賃貸借契約である。PMがMLとなる場合が多い。

##### ( )業務委託に係る書類等

###### 特定資産管理処分契約

TMKが現物不動産を取得するときには、特定資産管理処分受託者を設置する必要があるが、宅建業者であれば足り、金商法上の投資助言や投資運用が問題とならない。TMKが信託受益権を取得するときには、特定資産管理処分受託者を設置する必要はない。

###### プロパティーマネジメント契約 (PM契約)

GK - TKの場合と同様である。

###### アセットマネジメント契約 (AM契約)

TMKの場合でもGKと同様のAMを選任することは任意で可能である。TMKの場合には、優先出資社員に定款で信託受益権の処分など有価証券の投資判断に関する事項について議決権を付与することが法律上明確に可能となっており、投資助言の構成をとりやすい。

#### 資金調達関連契約

##### ( )エクイティに係る書類等

###### 優先出資引受契約

優先出資証券の引受は通常、第一種金融商品取引業者である証券会社が行う。オリジネーターを特定譲渡人と定めて優先出資証券を引き受ける場合には、オリジネーターは金融商品取引業者でなくても公募又は私募の取扱を受託することが可能である。

###### 募集等取扱契約書・私募取扱契約書

優先出資証券の取得申込の勧誘及び受付の取扱についての委託契約である。発行する優先出資証券につき50名以上の者に習得の申込みの勧誘を行う場合は募集に該当し、50名未満の場合には私募となる。募集等の取扱業務の開始に当たっては、当該取扱業務開始届書を提出する必要がある。また募集に当たっては、有価証券届出書、目論見書等の作成が必要である。

( )デッドに係る書類等

**特定社債引受契約**

TMK方式の場合は、デッドとしてノンリコースローン(特定目的借入)と社債(特定社債)の発行がある。特定社債の額面1億円以上の公募又は適格機関投資家のみで引き受けられていることがTMKの導管性の要件とされている。

**デューディリジェンス**

GK - TK方式と同様である。

**各種オピニオン**

GK - TK方式と同様である。

## 2.2 「地方における不動産証券化市場活性化事業」(不動産の流動化・証券化に関する実施過程検証等事業)の概要

### 2.2.1 地方における不動産証券化の意義

地方における中心市街地の空洞化については、2006年8月に中心市街地活性化法が改正され、中心市街地共同住宅供給事業の創設や、街なか居住再生ファンドの拡充など、各種支援措置が実施されてきた。しかしながら、モータリゼーションの加速による郊外地域での大規模小売店舗の新規立地、中心市街地内での大規模小売店舗の撤退や、倒産による空き店舗の増加など、衰退に歯止めがかからない状況となっている。

かかる状況下、不動産投資の価値基準が建物の最適利用へと移行し、既存の不動産のコンバージョンやリノベーションを行うことで不動産のバリューアップを行い新たな需要を喚起させる不動産証券化の手法が、中心市街地の活性化に有効な手段と考えられる。証券化により、地方に良質な不動産ストックが形成されるとともに、地域経済へ資金が流入され、不動産の所有と経営を分離することによる雇用の創出やまちづくりの担い手の創出が促進されれば、中心市街地の活性化のみならず、地域経済の活性化につながると考えられる。

一方、地方における不動産投資は充分とは言えず、そもそもリートによる投資が行われている市町村も極めて限られているのが現状である。これは、地方においては不動産の証券化の実績が乏しく、証券化手法のノウハウが蓄積されていないためであると考えられる。こうした現状を打破するため、地方における不動産証券化手法のノウハウの蓄積と人材育成を図ることにより、地方不動産業者等の新分野への進出や地域の新たな雇用創出を促していくことが必要であると考えられる。

### 2.2.2 「地方における不動産証券化市場活性化事業」(不動産の流動化・証券化に関する実施過程検証等事業)の概要

「地方における不動産証券化市場活性化事業」は、地方における不動産証券化手法のノウハウの蓄積と人材育成を図ることにより、地方不動産業者等の新分野への進出や地域の新たな雇用創出を促すことを目的に、昨年度より国土交通省が取り組んでいる事業である。当該事業は、「不動産の流動化・証券化に関する講習会等支援事業」と「不動産の流動化・証券化に関する実施過程検証等事業」の2つの事業により構成される(図表2-1-5)。

「不動産の流動化・証券化に関する講習会等支援事業」は、不動産の流動化・証券化手法に関する講習会等を自主的に実施する団体等に対して、講師謝金等を支援することにより、地方における不動産証券化の人材育成を図ることを目的とする。

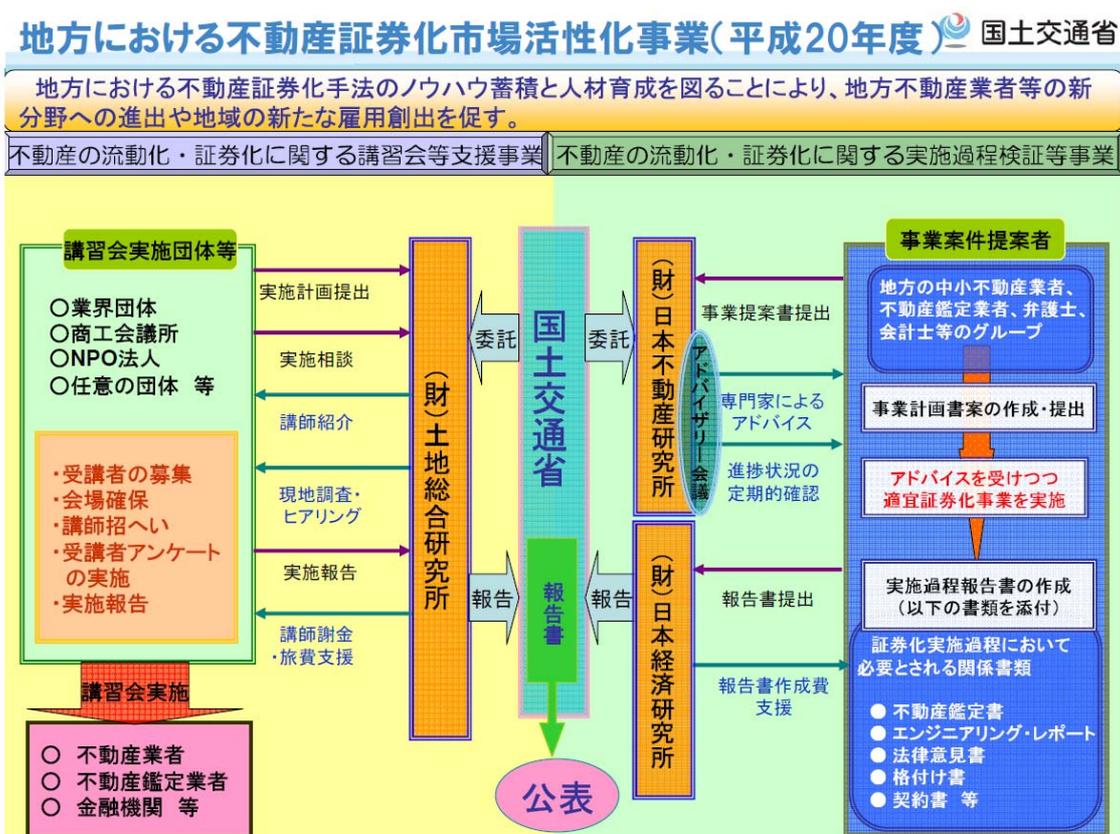
「不動産の流動化・証券化に関する実施過程検証等事業」は、地方(東京23区以外の地域。)において不動産の流動化・証券化に取り組もうとする者に対して専門家によ

るアドバイスを実施するとともに、実際に不動産の流動化・証券化を行った者に対してその実施過程に係る報告書（組成に要する書類を含む）の提出を求め、それをもとに地方における不動産の流動化・証券化に関する分析・検証を行ったうえで今後の地方における不動産の流動化・証券化市場の活性化に向けた課題についての検証を行うものである。

今年度は、国土交通省のホームページを通して、2008年5月13日から2008年6月13日まで募集を行い、9事業者を選定した。

選定した9事業者を対象に不動産の流動化・証券化に係る各分野の専門家にて構成された「アドバイザー委員」より不動産証券化スキームの組成に必要なアドバイスを提供することにより、各事業者が不動産証券化事業を円滑に実施できるよう支援した。更に、国交省担当者、アドバイザー委員等で現地を訪問し、対象不動産の現地調査、事業提案者へのヒアリング等を通じて事業提案者の問題解決に向けた意見交換、アドバイスの提供を行った。

図表 2-1-5 地方における不動産証券化市場活性化事業の概要



### 2.3 不動産の流動化・証券化事例（実施過程報告書）

不動産の流動化・証券化事例として2008年度「不動産の流動化・証券化に関する実施過程検証等事業」に応募した9団体の証券化事例をとりあげる。事業期限内に証券化スキームの組成を完了した事例（1事例）と証券化を完了できなかった事例（8事例）とに分け、それぞれの概要を整理した。

### 2.3.1 不動産の流動化・証券化を完了した事例（1事例）

---

事業提案 A

[ ]不動産証券化の目的とコンセプト	
<p>不動産証券化の目的</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・新たな事業展開に必要な証券化ノウハウの習得</li> <li>・証券化ビジネスに欠かせないプレイヤーの確保</li> <li>・証券化による資金調達方式の多様化、ノウハウの習得</li> </ul> <p>証券化のコンセプト</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・あくまで、新たな事業展開につなげることを目標とし、本事業の収益は他の事業に流用することなく、留保することとしている。</li> <li>・事業提案者はアレンジャーとして証券化の全てに携わりノウハウの習得に努める。</li> <li>・今後の事業展開を考慮し、プレイヤーは可能な限り地元の事業者で構成する。</li> </ul>	
[ ]対象不動産及び証券化スキーム等の概要	
対象不動産データ	
所在	福岡県直方市
不動産の種類	賃貸マンション（ファミリー向け）
構造・階層	S造 4階建
面積・戸数等	延床面積 1,346.67 m <sup>2</sup> 24戸
証券化スキーム等の概要	
ストラクチャー概要	GK - TK 方式
証券化規模	0.5 億円
組成時期	平成 21 年 3 月
運用期間	3 年（テール 1 年）
想定利回り	期間配当利回り約 5.3%
【スキーム図】	

[ ]証券化事業の実施過程の検証と課題

スキームを決定するに至った過程と理由

- ・ 本件は、不動産証券化の実務知識、ノウハウの習得が第一の目的であり、そのことを前提に採用すべきスキームを検討した。
- ・ GK - TK スキーム決定の理由として、柔軟な運用が可能なファンドの組成ノウハウが必要であったこと、地方での不動産証券化の場合、小規模案件が多数を占めることが予想されること、金商法施行後の GK - TK スキームのノウハウを習得することによって、他のプレーヤーとの差別化を図るため、等が挙げられる。

自己分析（不動産証券化スキームを組成することができた要因について）

- ・ 金融機関のノンリコースローン設定はかなわなかったが、出資者を募りフルエクイティで対応した。
- ・ 匿名組合出資による二重課税回避を図り導管性を確保した。
- ・ 一般社団法人を利用し倒産隔離を行った。
- ・ 金商法への対応策として第二種金融取引業を登録した。
- ・ 証券化対象物件に関しては様々な問題点が発見された。信託会社の理解と協力、支援なしでは組成はできないと痛感した。

苦労した点・今後の改善点

- ・ 築年数がかなり経過した物件を証券化対象としたため、デューデリジェンスに多くの時間及びコストを要した。

事前に入念な検討が出来るよう、対象物件に対する目利きが必要であると感じた。

- ・ 適格機関投資家の確保

当初、一社のみに出資依頼をしたが、審査に相当期間を要してしまった。

今後は、一社のみに限定せず、幅広く出資依頼をするようにしたい。

- ・ ノンリコースローンの調達に苦労した。

金融庁の指導、レンダーの経営判断が絡む事項であり、証券化プレーヤーのコントロールが及ばない。

今後はレンダーありきではない証券化スキームの構築を検討したい。

その他（「地方における証券化事業全般について」）

- ・ 個別案件毎に担当アドバイザーを配置していただきたい。
- ・ 自己信託等新たな信託手法が利用可能となるよう、制度の充実及び整備が必要であると考えます。
- ・ 市場環境の変化や、一金融機関の経営判断に左右されない、安定的なノンリコースローンの提供を望む。
- ・ 公的機関による個別プロジェクトへの適格機関投資家出資を望む。

### 2.3.2 不動産の流動化・証券化を完了できなかった事例（8事例）

---

事業提案 B

[ ]不動産証券化の目的とコンセプト	
<p>不動産証券化の目的</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 今後、証券化を活用した不動産ビジネスの機会を創出するための実績づくり</li> </ul> <p>証券化のコンセプト</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ ファンド組成能力を有する地元プレーヤーの体制構築</li> <li>・ 証券化ビジネスのノウハウ習得</li> </ul>	
[ ]対象不動産及び証券化スキーム等の概要	
対象不動産データ	
所在	青森県青森市
不動産の種類	店舗、事務所
構造・階層	SRC造8階建
面積・戸数等	延床面積 3,354.28 m <sup>2</sup>
証券化スキーム等の概要	
ストラクチャー概要	GK - TK 方式
証券化規模	約 5.1 億円
組成予定時期	未定
運用期間	5 年
想定利回り	10%前後を予定
【スキーム図】	
<p>The diagram illustrates the securitization structure. On the left, the 'Arranger (Company)', 'Originator (Company)', 'Trust Company', and 'PM, ML (Company)' are vertically linked. The 'Originator' transfers 'Benefit Rights' to the 'Trust Beneficiary' within the 'Contract Company (Anonymous Fund Operator)'. The 'Trust Company' acts as the 'Trustee' for the 'Trust Beneficiary'. The 'Contract Company' also includes 'Debt Non-recourse Loan' and 'Equity'. The 'Originator' provides 'Equity' to the 'Contract Company'. The 'Contract Company' provides 'Loans' to the 'Lender (Bank)'. The 'Lender' repays 'Principal and Interest' to the 'Contract Company'. The 'Contract Company' distributes 'Anonymous Fund Investment' to the 'Equity Investor (Anonymous Fund Member)'. The 'Equity Investor' provides 'Investment' to the 'Contract Company'. The 'Contract Company' provides 'Fund Issuance' to the 'Fund Issuer (Originator)'. The 'Fund Issuer' provides 'Investment' to the 'Contract Company'. The 'Contract Company' also provides 'Management' to the 'AM'.</p>	

[ ]証券化事業の実施過程の検証と課題

スキームを決定するに至った過程と理由

- ・本事業の計画時に証券化で最も多く用いられていたスキームのため。
- ・TMK スキームと比較した場合、証券化事業の取上実績のない地元地銀に対して融資の要請をするうえでは、GK - TK スキームの方がより理解を得られやすいと判断したため。

自己分析（不動産証券化スキームを組成することができた要因について）

- ・組成が困難である一番の要因は、ノンリコースローンの調達がかなわなかった点にある。昨年来の金融、不動産の環境悪化の影響を受け、事業立上げ当初と比べ金融機関の方針が変わったためであり、外部環境の影響がなければ、組成は順調に進んだと考える。
- ・信託設定について、地元の信託会社との契約は困難であり、都内の信託会社へ依頼した。国交省事業に応募したこともあり、他の信託会社からの営業アプローチも受けた。
- ・収益性の確保の面では、本件の対象物件は当社で5年間運用しているオフィスビルで収益性は安定していたため特段の問題は無かった。地方不動産の証券化においてはオリジネーターの役割がアレンジャー同様に重要であると考えます。

苦労した点・今後の改善点

- ・全てが初めてのことであったため、社内や地元で相談できる相手がいなかった。
- ・全ての要件がクリアできないと組成できない点に苦労した。
- ・改善点としては、ノンリコースローンに関する情報収集をもう少し詳細にすべきであった点、及び調達（相談）窓口をもう少し幅広くすべきであった点が挙げられる。

その他（「地方における証券化事業全般について」）

- ・本件で金融機関の融資を得られなかった最大の要因は、案件の出口、つまり物件の売却が昨今の状況下では困難であり、結果として融資の元本返済の目処が立たない点にあったものと考えます。
- そのため、売却が困難な場合は、リファイナンスし再度その債権の証券化を事前に保証する、また、全く別の仕組みとして物件の買取を行うSPCを作るなど、救済制度の整備が必要だと感じた。

事業提案 C

[ ]不動産証券化の目的とコンセプト	
<p>不動産証券化の目的</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・不動産証券化スキルを活用した事業領域の拡大、資金調達方式の多様化のため</li> <li>・大都市圏に流れている地元不動産投資資金を地元にも還流させ、地域の活性化を目指す</li> </ul> <p>証券化のコンセプト</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・地元における不動産証券化の促進及び証券化に関わる人材の育成</li> </ul>	
[ ]対象不動産及び証券化スキーム等の概要	
対象不動産データ	
所在	静岡県静岡市 静岡県静岡市
不動産の種類	賃貸マンション（単身向け） 事務所 店舗、事務所
構造・階層	R C造 11 階建 S 造 9 階建
面積・戸数等	延床面積 1,363.81 m <sup>2</sup> （貸室総面積 1,128.2 m <sup>2</sup> ） 延床面積 1,186.55 m <sup>2</sup> （貸室総面積 1,049.49 m <sup>2</sup> ）
証券化スキーム等の概要	
ストラクチャー概要	TMK 方式
証券化規模	10 億円
組成予定時期	未定
運用期間	5 年（+テール期間 1 年）
想定利回り	未定
【スキーム図】	
<p>The diagram illustrates the TMK (Trust Method for Real Estate) securitization structure. It shows the flow of assets and funds between various parties:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>Originator (Shareholder):</b> Transfers assets to the Special Purpose Vehicle (SPV) and receives payment.</li> <li><b>PM, ML Originator:</b> Provides management and leasing services to the SPV.</li> <li><b>AM (Asset Manager):</b> Manages the SPV's assets.</li> <li><b>Arranger:</b> Facilitates the transaction.</li> <li><b>SPV (Intermediate Company):</b> Holds the Special Assets (Real Estate) and issues Debt (Special Purpose Vehicle) and Equity (Priority Investment).</li> <li><b>Debtors (Special Purpose Vehicle):</b> Issues Debt (Special Purpose Vehicle) and Equity (Priority Investment).</li> <li><b>Lenders (Bank, Bank, Priority Investor):</b> Provide loans to the SPV and receive interest payments.</li> <li><b>Bondholders (Bank, Priority Investor):</b> Purchase Special Purpose Vehicle bonds and receive interest payments.</li> <li><b>Fund Provider (Shareholder):</b> Provides capital to the SPV.</li> </ul>	

[ ]証券化事業の実施過程の検証と課題

スキームを決定するに至った過程と理由

- ・当初は GK - TK スキームを予定していたが、経済状況の急速な悪化により適格機関投資家からの出資は断念せざるを得ない状況となった。
- ・上記により、金商法に関する適格機関投資家特例業務、また投資運用業登録業者への運用委託も困難なことから、結果的に TMK スキームを選択するに至った。

自己分析（不動産証券化スキームを組成することができなかった要因について）

資金調達が最大の課題

- ・昨年以降、金融収縮により金融機関におけるノンリコースローンの審査が非常に厳しくなっている。
- ・また、メザニン・エクイティの面では適格機関投資家の地方物件に対する評価が非常に厳しいと感じる。
- ・地元の投資家（個人含む）は証券化自体について知識が乏しく、また機関投資家ほどの大口の出資も見込めず、出資を募るのに大変な労力を要する。

苦労した点・今後の改善点

急激な景気減速による資金調達環境の悪化

- ・対象物件は静岡の中心市街地に位置する高稼働物件であり、世界的な金融危機以前ならば地元の投資家はもちろん機関投資家からも、エクイティは十分集められたものと考えられる。

その他（「地方における証券化事業全般について」）

資金調達に関する要望

- ・デッドに関しては、ノンリコースローンの買取市場の整備、公的信用保証の充実等、レンダーがローンを出しやすくするための環境整備が必要と考える。
- ・エクイティは、街なか居住再生ファンドの要件緩和等、公的支援が重要と考える。
- ・また、エクイティを集めるにあたり、金商法の関係で、規制が多く足かせとなっている。もう少し柔軟に対応ができるよう法改正等をお願いしたい。

事業提案D

[ ]不動産証券化の目的とコンセプト	
<p>不動産証券化の目的</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・地方の中心市街地の空洞化への対策として証券化が有効であると考え。</li> <li>・今後、飛騨高山に多く残る「町屋」再生に繋げるため。</li> <li>・事業の活性化及び事業のフィー機会拡大のため。</li> </ul> <p>証券化のコンセプト</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・不動産証券化の完遂による事業成果を出す。</li> <li>・町屋再生へと繋げるため、ノウハウを蓄積する。</li> <li>・地域経済活性化の手段として不動産証券化を用いることが出来るようにする。</li> <li>・実績のあるプレーヤーとのネットワークを構築し地元プレーヤー育成のきっかけとする。</li> </ul>	
[ ]対象不動産及び証券化スキーム等の概要	
対象不動産データ	
所在	岐阜県高山市
不動産の種類	マンション（単身・ファミリー用）
構造・階層	S造 5階建
面積・戸数等	延床面積 2,580 m <sup>2</sup> ・単身向け 32 戸、ファミリー向け 16 戸
証券化スキーム等の概要	
ストラクチャー概要	GK - TK 方式
証券化規模	約 4.8 億円
組成予定時期	未定
運用期間	25 年
想定利回り	期中配当利回り約 8.5%
【スキーム図】	
<pre> graph TD     subgraph Originator_Group [オリジネーター 株式会社]         O[オリジネーター 株式会社]     end     subgraph Trust_Group [信託会社]         T[信託会社]     end     subgraph Contract_Group [合同会社 (匿名組合営業者)]         subgraph Trust_Beneficiary [信託受益権]             TB[信託受益権]         end         subgraph Debt_Group [デット ノンリコース ローン]             DL[デット ノンリコース ローン]         end         subgraph Equity_Group [エクイティ]             EQ[エクイティ]         end     end     subgraph Lender_Group [レンダー 銀行]         L[レンダー 銀行]     end     subgraph Equity_Investor_Group [エクイティ出資者 匿名組合員]         EI[エクイティ出資者 匿名組合員]     end     subgraph AM_Group [AM 一般社団法人]         AM[AM 一般社団法人]     end     subgraph Arranger [アレジャー]         AR[アレジャー]     end      O -- "受益権譲渡" --&gt; TB     TB -- "代金支払" --&gt; O     O &lt;--&gt;  "不動産管理処分信託"  T     TB --&gt; AM     DL -- "貸付" --&gt; L     L -- "元金返済" --&gt; DL     EQ -- "匿名組合出資" --&gt; EI     EI -- "分配" --&gt; EQ     EQ -- "出資" --&gt; AM     AR --- Contract_Group     </pre>	

[ ]証券化事業の実施過程の検証と課題

スキームを決定するに至った過程と理由

- ・当初検討時は信託受益権を受けてもらえる金融機関が無かったため、TMK方式による事業化を進めていたが、導管性要件がクリアできなかった。
- ・その後、信託受益権を扱う信託会社が見つかり、GK-TK方式を採用した。

自己分析（不動産証券化スキームを組成することができなかった要因について）

- ・昨今の不動産市況により、エクイティ調達の方角性がなかなか整わなかったため、金融機関に対しデッドの相談も出来ず、結果的に期限内の組成に至らなかった。
- ・地元の金融機関は「キャップレート」の根拠に疑念を持っている。

苦労した点・今後の改善点

- ・依然として証券化に関する情報は少なく、周辺関係者の理解度も低いため、事業を進めることが難しくなっている。
- ・「証券化」「流動化」という言葉によって、多くの事業者に「難しい」というイメージが先行している。

その他（「地方における証券化事業全般について」）

- ・地方にプレーヤー及び証券化を理解できる人材の確保、育成が必要と感じている。
- ・地方の民間企業では出資額に限界があるため、地方公共団体や国などによる組成のための出資制度の検討が必要と感じている。
- ・キャップレートについては、単なる都市と地方だけの問題で判断するのではなく、地域ごとの特性をもっと細かく判断して定めるべきだと考える。
- ・不動産について、税法上と金商法上の観点では見解が異なることがあり、また、国土交通省と金融庁の見解も異なることがある。
- ・金融、税制は都市部の大規模ファンドを基準に考えている側面が強く、地方で証券化に取り組む上では乗り越えなければならない障壁が高いと感じる。

事業提案 E

[ ] 不動産証券化の目的とコンセプト	
<p>不動産証券化の目的</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・証券化手法の活用による地方の不動産マーケットの再構築及び雇用創出</li> <li>・資産のオフバランス化による保有資産規模の適正化</li> </ul> <p>証券化のコンセプト</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・できる限り地元の方で、地域の身の丈にあった事業を行う。</li> <li>・極力地元のプレーヤー主体で事業を進める。</li> <li>・次回以降の証券化案件に有効活用するための社内ノウハウの蓄積。</li> </ul>	
[ ] 対象不動産及び証券化スキーム等の概要	
対象不動産データ	
所在	長野県飯田市
不動産の種類	マンション（単身向け） 店舗
構造・階層	RC造 地下1階付5階建
面積・戸数等	延床面積 5,570.73 m <sup>2</sup> （貸室総面積 1,106 m <sup>2</sup> ）
証券化スキーム等の概要	
ストラクチャー概要	TMK方式
証券化規模	約 3.3 億円
組成予定時期	平成 21 年 5 月（予定）
運用期間	15 年
想定利回り	期中配当利回り 1.75% ~ 3.02%
【スキーム図】	
<p style="text-align: center;">(TMK) 特定目的会社</p> <p>The diagram illustrates the TMK (Trust Method for Real Estate) securitization structure. It shows the flow of assets and funds between the '組合 (事業者・建築主)' (Association of Operators/Builders), the '特定目的会社 (TMK)' (Special Purpose Vehicle), the '自己資本(エクイティ)投資家' (Equity Investors), and the 'テナント入居者等' (Tenants). The TMK company is divided into '不動産資産価格' (Real Estate Asset Price) and '自己資本・株式持分(エクイティ)' (Equity/Shareholding). Equity investors provide '優先出資1号' (Priority Investment 1) and '優先出資2号' (Priority Investment 2). The company also has '特定社債' (Special Corporate Bonds) and '特定資本' (Special Capital). The structure includes '適格機関投資家' (Qualified Institutional Investors) and '中間法人' (Intermediate Entities).</p>	

[ ]証券化事業の実施過程の検証と課題

スキームを決定するに至った過程と理由

- ・過去の実績により、社内に TMK スキームのノウハウが蓄積されていたため。
- ・組成コストを抑制するため。

自己分析（不動産証券化スキームを組成することができなかった要因について）

- ・不動産鑑定が DCF に限定されており、結果として時間を要することとなった。
- ・地域金融機関も証券化に不慣れな部分があり、調査・検討に期間を要した。

苦労した点・今後の改善点

- ・不動産業界を取り巻く経済環境が厳しい局面であったことより、テナント料金等の設定、入居者の募集に苦労した。
- ・本来、再開発の事業目的が中心市街地活性化のためであり、利益確保を目的とした不動産開発とは異なるため、出資に対する配当利回りを高い水準で求められるとファンド組成面で厳しい。

その他（「地方における証券化事業全般について」）

- ・新たな地元プレーヤーの参入を促進する一方策として、プロの機関投資家が売買可能な流通市場を創設し、市場参加者の拡大を図っていただきたい。

事業提案F

[ ] 不動産証券化の目的とコンセプト	
<p>不動産証券化の目的</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・地域経済貢献、及び文教的な観点から公共性が高いと認識される「水族館」事業に対し、その施設意義に対する地域のコンセンサスを形成し、広く出資を募るため。</li> <li>・地域貢献を目的として参加する投資家（出資者）の資産保護に尽くし、投資家と事業から生じ得るリスクを極力隔離するため。</li> </ul> <p>証券化のコンセプト</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・地元企業を中心とした投資家（出資者）の顔ぶれ、行政機関への投資（出資）の打診</li> <li>・公共性の高い施設の証券化</li> <li>・スポンサーリスク、事業リスクからの投資家の隔離</li> <li>・施設所有体と事業運営体の二段階 SPC</li> </ul>	
[ ] 対象不動産及び証券化スキーム等の概要	
対象不動産データ	
所在	宮城県仙台市
不動産の種類	水族館
構造・階層	RC造（一部S造） 地上2階建（一部3階）
面積・戸数等	延床面積約 10,000 m <sup>2</sup>
証券化スキーム等の概要	
ストラクチャー概要	GK - TK 方式
証券化規模	約 50-100 億円
組成予定時期	平成 21 年 12 月（予定）
運用期間	50 年
想定利回り	出資総額に対する期中配当利回り約 10%
【スキーム図】	
<pre> graph TD     Share[株式会社] -- "出資・水族館事業譲渡" --&gt; OpCo[合同会社&lt;br/&gt;(施設運営会社)]     Share -- "動物譲渡" --&gt; DevCo[合同会社&lt;br/&gt;(開発事業体)]     OpCo &lt;--&gt;  "運営管理委託契約"  DevCo     DevCo -- "AM 契約" --&gt; AM[AM]     AM -- "AM 契約" --&gt; DevCo     DevCo -- "持分出資" --&gt; Gen[一般社団法人]     Gen -- "持分出資" --&gt; DevCo     DevCo -- "貸付" --&gt; Lender[レンダー&lt;br/&gt;シンジケート団]     Lender -- "元利金返済" --&gt; DevCo     DevCo -- "匿名組合出資" --&gt; Equity[エクイティ出資者&lt;br/&gt;匿名組合員]     Equity -- "分配" --&gt; DevCo     Arr[アレンジャー] --- Lender     </pre>	

[ ]証券化事業の実施過程の検証と課題

スキームを決定するに至った過程と理由

- ・当初、TMK方式を採用する予定であったが、ローン契約で想定される条件では導管性の確保が困難になったため、GK・TK方式を採用した。
- ・一方、施設所有体と運営事業体との間の賃貸借方式を採れば不動産特定共同事業法の適用を受けてしまうため、施設所有SPCは不動産賃貸業ではなく、水族館運営事業を営み、その全業務を新設運営会社に委託するスキームを構築した。

自己分析（不動産証券化スキームを組成することができなかった要因について）

- ・元よりクローリングを2009年と予定していたため、特に大幅なスケジュール遅延は起こっていない。
- ・金融危機に端を発した経済情勢の悪化を受け、邦銀をシンジケートアレンジャーとした融資シンジケート団の組成により資金調達を行うことを予定している。
- ・案件の公共性に鑑み、行政や地域企業からの多面的な支援を得られ、特にエクイティサイドには充実した調達が望まれる。

苦労した点・今後の改善点

- ・金融、経済環境の悪化には苦しめられた。また昨今の金融機能への規制強化の議論の方向性は過度に金融による流動性を低下させるもので、その行く末を大変危惧している。
- ・関連プレーヤー間での知識・理解の共有には大変苦労した。予備的知識や投資家保護の理念に関しては全地域的な啓蒙活動が必要であると改めて認識した。

その他（「地方における証券化事業全般について」）

- ・昨今の情勢では、不動産のエクイティ証券化商品は買い手の要求利回り水準が高く、商品化の難易度は非常に高い。
- ・また、中央都市の不動産証券化商品と地方都市の不動産証券化商品とでは、双方のリターン水準に大差がないため、敢えて地方都市の不動産証券化商品を購入する動機が投資家に発生しない。
- ・国からの、地域金融機関を始めとした金融機関に対するノンリコースローン取組みへの積極的な働きかけはもとより、国が主体となつてのプレーヤー育成と地域的な啓蒙活動に期待したい。
- ・PFIや第三セクターといった枠組みにとらわれずに、民間資金とノウハウを活用して都市ストックを形成していくという新たな公共投資政策を、本件取組みを通じて示唆していきたい。

事業提案 G

[ ]不動産証券化の目的とコンセプト	
<p>不動産証券化の目的</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・「地方経済活性化」の一環の題材として取り組む意義があるものと考えた。</li> <li>・地域金融機関との不動産証券化ノウハウの共有。</li> <li>・他の地方不動産証券化案件に応用する環境整備の一助になるものと期待した。</li> </ul> <p>証券化のコンセプト</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・地元金融機関主体のシンジケートノンリコースローンの組成</li> <li>・駅前立地の A クラス新築オフィスビル一棟という分かり易さ</li> <li>・格付活用による透明性向上と BIS 対策</li> </ul>	
[ ]対象不動産及び証券化スキーム等の概要	
対象不動産データ	
所在	宮城県仙台市および福岡県福岡市
不動産の種類	店舗・事務所
構造・階層	S 造 14 階建および 9 階建
面積・戸数等	延床面積 約 10 千㎡および 14 千㎡
証券化スキーム等の概要	
ストラクチャー概要	GK - TK 方式
証券化規模	60 億円 ~ 100 億円
組成予定時期	平成 20 年末頃 (断念)
運用期間	3 ~ 5 年間
想定利回り	上記コンセプトによる新規組成断念につき未詳
【スキーム図】	

[ ]証券化事業の実施過程の検証と課題

スキームを決定するに至った過程と理由

・開発型SPCで保有中の新築オフィスビルを裏付けにした信託受益権を運用型SPCに信託受益権譲渡し、新たに稼働オフィスビルを対象とした運用型SPCで私募ファンドを組成する際に、地域の有力な地方銀行をコア・レンダーとして地元金融機関を主体としたファイナンススキームの構築を予定していた。

自己分析（不動産証券化スキームを組成することができなかった要因について）

・環境が厳しくなっている中でも、タイミング的にマーケットに受け入れられるコンセプトと考えたが、外部環境の急激かつ深刻な悪化により、組成には至らなかった。  
・テナントリーシング自体、オフィスビルの供給過剰感と景気悪化により当初想定よりも苦戦したことに加え、金融機関において証券化に対する極めて消極的な認識が高まったことで、実質的な作業に入る前の段階で、自然消滅的に本件スキームの活用は頓挫してしまった。

苦労した点・今後の改善点

・昨今の世界的な金融不況の影響で金融機関の取り組み姿勢が消極的になっている。

その他（「地方における証券化事業全般について」）

・不動産、建設業者の信用リスクが高まっている中、本来、証券化等の工夫によって、地方における優良プロジェクトが頓挫しないよう取り組むことが金融機関の使命の一つと考えるが、実際、取り組み意欲は相当減退している。  
リレーションシップバンキングの機能強化的な後押しがなければ、この姿勢は一層強まるものと懸念する。  
・とりわけ経験のまだ少ない地方金融機関が主体的に証券化を活用するためにはスキームの理解、習得が必要で、そのためには、まずは具体的案件に参画することが必須である。そうした機会・題材となるような案件に対しては、公的機関がメザニンローンや借入保証などを担い、初期参入し易くするような支援・助成が一層必要と考える。

事業提案H

[ ]不動産証券化の目的とコンセプト	
<p>不動産証券化の目的</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・土地利活用の困難性を補完するため</li> <li>・街なか居住再生ファンドの出資を得るため</li> <li>・高齢化社会の進行に対応する住宅施設開発のため</li> </ul> <p>証券化のコンセプト</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・経済合理性と証券化ノウハウ蓄積及び街の活力再生に資すると同時に、低廉な家賃での高齢者向け住宅の供給を目指す。</li> </ul>	
[ ]対象不動産及び証券化スキーム等の概要	
対象不動産データ	
所在	秋田県秋田市
不動産の種類	賃貸マンション(単身・夫婦向) 店舗、高齢者医療介護施設
構造・階層	S造 10階建
面積・戸数等	延床面積 12,609.00 m <sup>2</sup> 住宅 105戸 店舗 10店
証券化スキーム等の概要	
ストラクチャー概要	T M K方式
証券化規模	約 25 億円
組成予定時期	未定
運用期間	5年毎のリファイナンス
想定利回り	未定
【スキーム図】	
<p>The diagram illustrates the T M K structure. At the center is a box labeled '資産流動化法に基づく T M K' containing '特定資産 (不動産)'. To the left, 'オリジネーター 株式会社' transfers assets ('譲渡') and receives payment ('代金支払'). 'PM、ML オリジネーター' provides 'リースバック 管理委託' to the specific assets. 'AM' is also involved. To the right, 'アレンジャー' oversees the process. '特定資産' is used to issue '特定社債' (purchased by '社債権者 銀行') and '特定目的借入' (from 'レンダー 銀行'). '特定資産' also includes 'エクイティ 優先出資' (provided by '優先出資 優先出資社員'). '設立出資者 中間法人' provides '特定出資' to the equity, and '基金抛出处 株式会社' provides '基金抛出' to the intermediate company. Arrows indicate the flow of funds and assets between these entities.</p>	

[ ]証券化事業の実施過程の検証と課題

スキームを決定するに至った過程と理由

- ・ G K T Kの場合匿名組合出資募集に際し、金商法の縛りが大きく、地方都市での募集は困難ではないかと考えた。
- ・ 組成費用に占める信託報酬の割合、収益率の悪化を勘案し、アップフロントフィーとアンニュアルフィーの負担軽減を考えた。

自己分析（不動産証券化スキームを組成することができなかった要因について）

- ・ アンカーテナント候補との間で、賃貸条件（家賃）面において乖離が大きく、計画を断念することとなった。
- ・ 第2種金商法登録について、業務収益の見通しが厳しい中で登録のハードルが高い。
- ・ 初期のリーシング活動を疎かにしてしまった。
- ・ 土地利用の面で、経済性と市場性に添った利用方法を目指すことが必要だと感じた。

苦労した点・今後の改善点

- ・ 「証券化」について、日本ではまとまったテキストや講座がなく、体系的な理解は難しい。
- ・ 証券化事業実現に向け、会議出席等各地へ出張を重ねたことで経済的に苦労した。
- ・ 事業計画手順について、建築プランのみを先行させ、収支計画の検証を後回しにしまった。結果的に経済合理性ある事業構築は不可能との結論に至った。

その他（「地方における証券化事業全般について」）

- ・ 地方において、体系的な証券化の研修会開催を希望する。
- ・ 匿名組合出資募集コスト抑制のため、金商法の一部改正が必要と考える。
- ・ 高齢化社会に適応した不在住宅管理型定期借地権活用高齢者専用住宅証券化の実現に向け益々精進していきたい。

事業提案Ⅰ

[ ]不動産証券化の目的とコンセプト

不動産証券化の目的

- ・収益不動産の流動化のため
- ・地域貢献のため

証券化のコンセプト

- ・不動産証券化事業とはどういうものを地元プレイヤー及び、投資家とともに現実化しながら地域に周知する。

[ ]対象不動産及び証券化スキーム等の概要

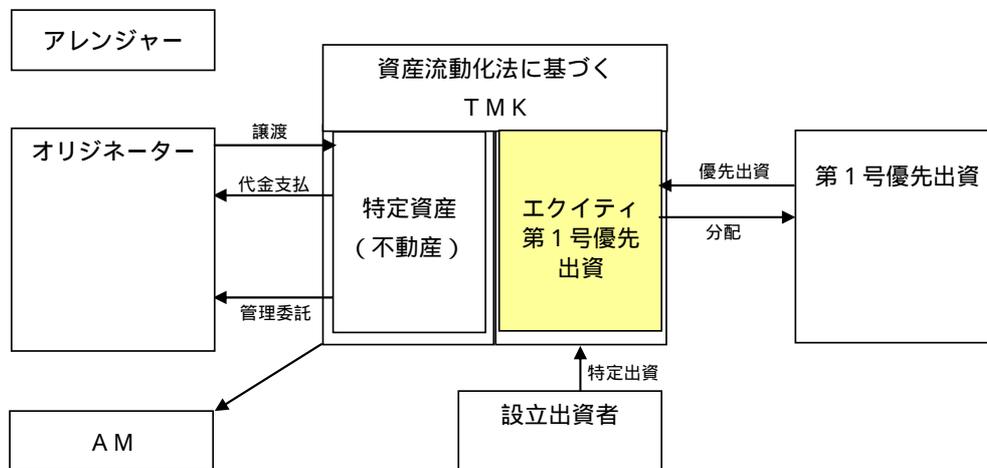
対象不動産データ

所在	岩手県奥州市
不動産の種類	住宅
構造・階層	W造2階建・3棟
面積・戸数等	延床面積 720.42 m <sup>2</sup>

証券化スキーム等の概要

ストラクチャー概要	T M K 方式
証券化規模	約 0.7 億円
組成予定時期	未定
運用期間	5 年間
想定利回り	3% ~ 8%

【スキーム図】



[ ]証券化事業の実施過程の検証と課題

スキームを決定するに至った過程と理由

- ・過去にTMKスキームに挑戦したこともあり、資産流動化法をそれなりに勉強したことを生かしたい、と考えた。

自己分析（不動産証券化スキームを組成することができなかった要因について）

- ・昨年度に引続き、特に優先出資の投資家を募集することに苦心したが、結局出来なかった。証券化の知識を一から説明してもなかなか理解されない。
- ・単なる収益を望む人より、社会性の高い物件であれば出資する、という話が多かった。
- ・地方の金融機関は押しなべてやる気がなく、特に物件の信用力という概念が説得できない。

苦労した点・今後の改善点

- ・自社で調達金額を上回る余裕資金を持っていないと成功しないと感じる。
- ・リスクを負うことへの抵抗感が強く、100%の信用を求める人が多すぎる。単に金融のみ問題と捉えられているのかもしれない。
- ・金商法において、投資家の募集の仕方が不明である。

その他（「地方における証券化事業全般について」）

- ・地方においては、リスクを極端に嫌う、証券化がわからない、ということも含めて、先駆的に100%を自己資金で用意できる方が証券化を実践して見せて初めて理解が深まると思われる。

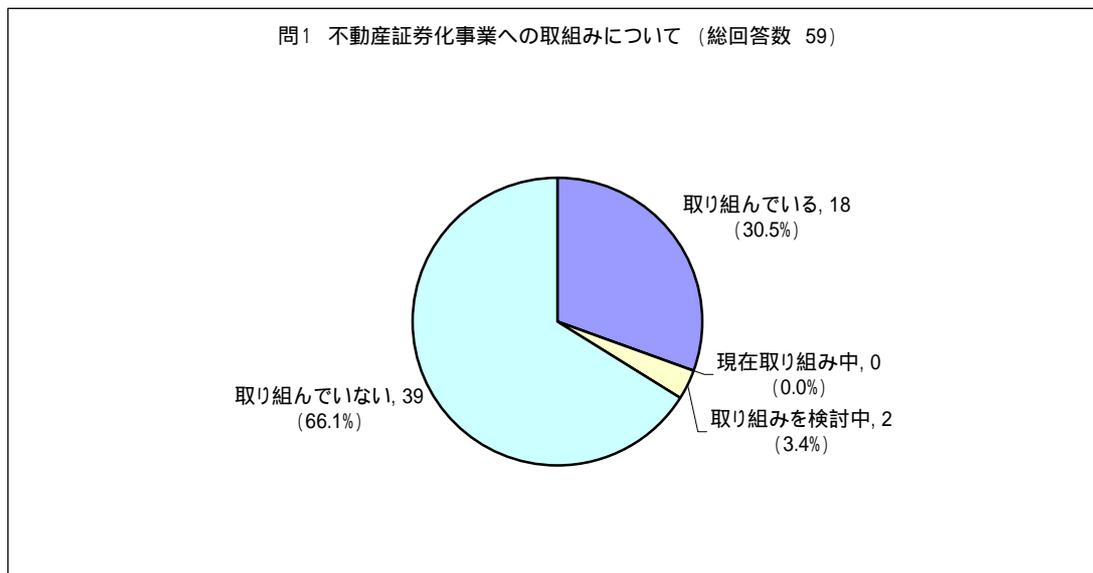
## 2.4 地方における不動産証券化の取組みについて（地銀等向けアンケート）

財団法人日本経済研究所では、国土交通省の委託を受け、全国の地方銀行・第二地方銀行・主要信用金庫に、地方における不動産証券化の取組みに関するアンケート調査を行った。アンケート結果の概要は以下の通りである。

### 調査の概要

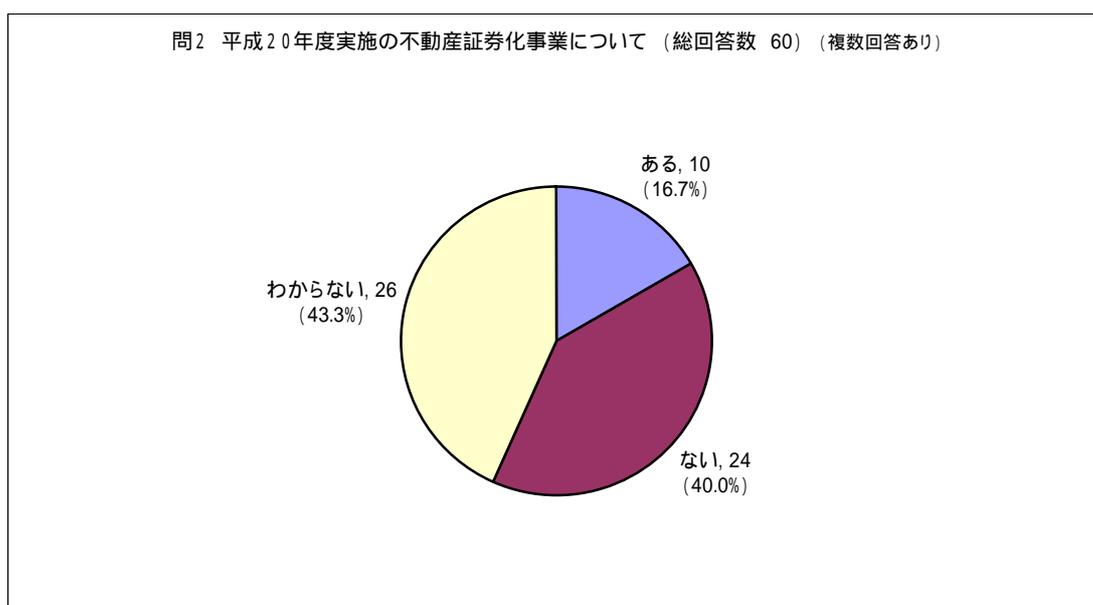
1. 調査の目的:	地方における不動産証券化事業の推進に対する期待やニーズ・課題の把握を目的とする。
2. 調査対象:	全国地方銀行協会加盟 64行 第二地方銀行協会加盟 44行 主要信金(政令市及び証券化案件所在地) 30金庫 合計 138行・金庫
3. 調査事項:	不動産証券化事業の取組みについて 平成20年度実施の不動産証券化事業とクローリング時期について 不動産証券化ニーズについて 今後数年間の不動産証券化ビジネスへの取組みスタンスについて 今後数年間の不動産証券化市場の見通しについて 不動産証券化の課題、問題点について 今後不動産証券化を円滑に実施するために必要な解決策について 不動産証券化推進へ向けた期待・要望等
4. 調査方法:	記名アンケート方式(郵送による回答)
5. 調査時期:	平成20年12月19日(金)発送～平成21年1月13日(火)〆切
6. 回答数	59行・金庫(回答率42.8%)

## 問1 不動産証券化事業への取り組みについて



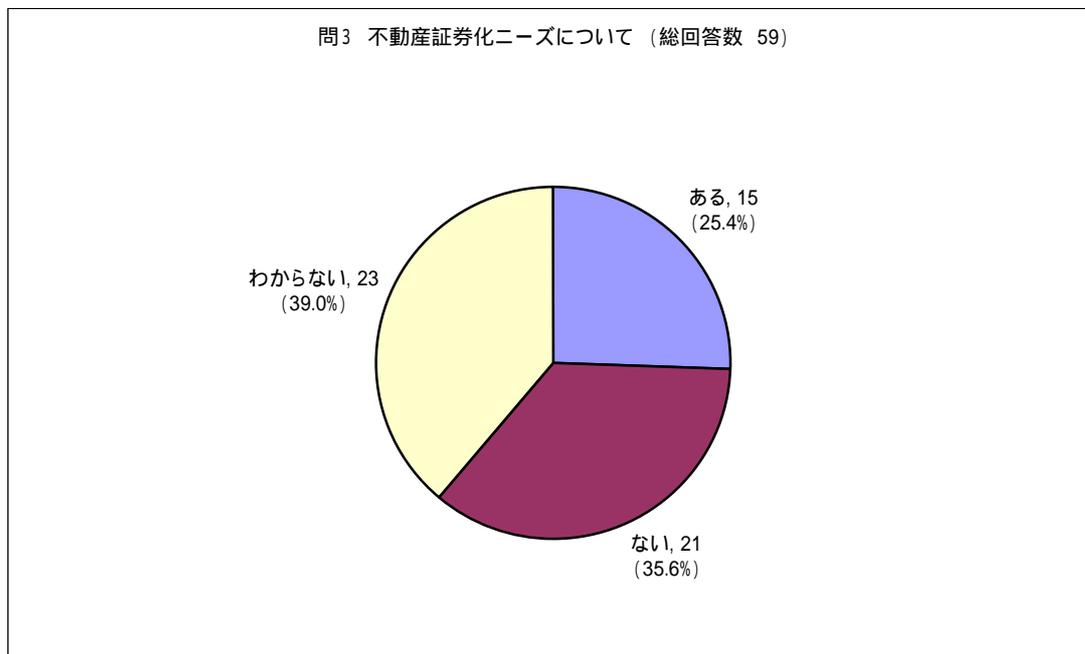
- ・ 全体では「取り組んでいる」が18社(30.5%)、一方で「取り組んでいない」が39社(66.1%)となった。
- ・ また、地銀、信金別に見ると、地銀では「取り組んでいる」が15行(回答のあった地銀のうち34.1%)、信金では3社(同様に20.0%)であり、地銀の方が比率は高くなっている。
- ・ 取り組んでいる地銀(計15行)の内訳は、地銀が12行、第二地銀が3行となっている。

## 問2 平成20年度実施の不動産証券化事業について



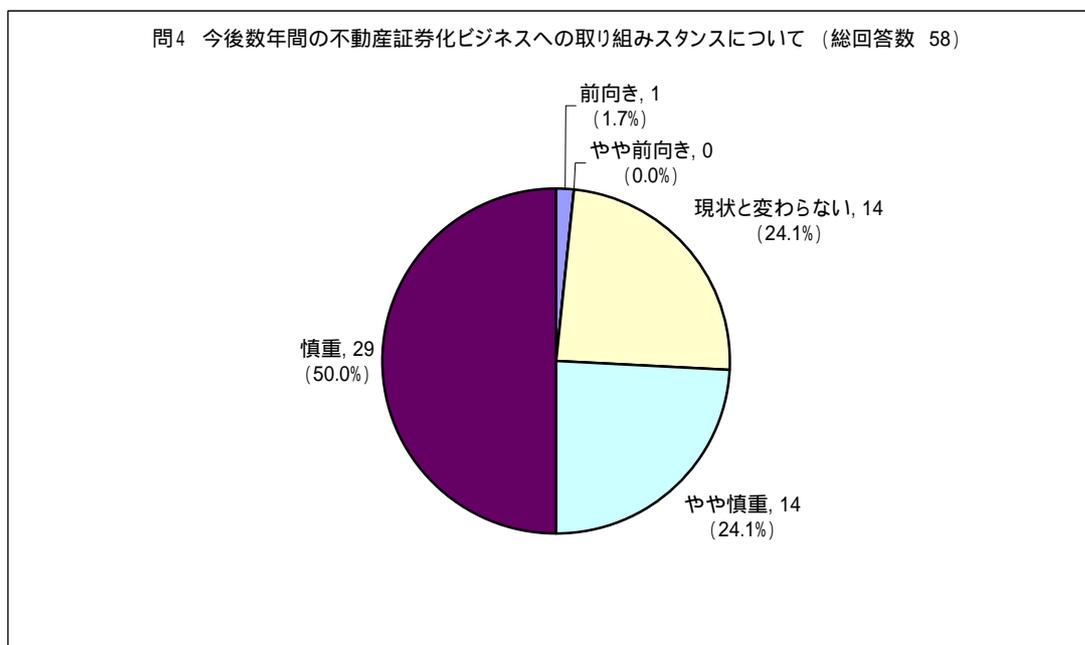
- ・ 「ある」が10社、「ない」が24社である一方で、「わからない」が26社であった。

### 問3 不動産証券化ニーズについて



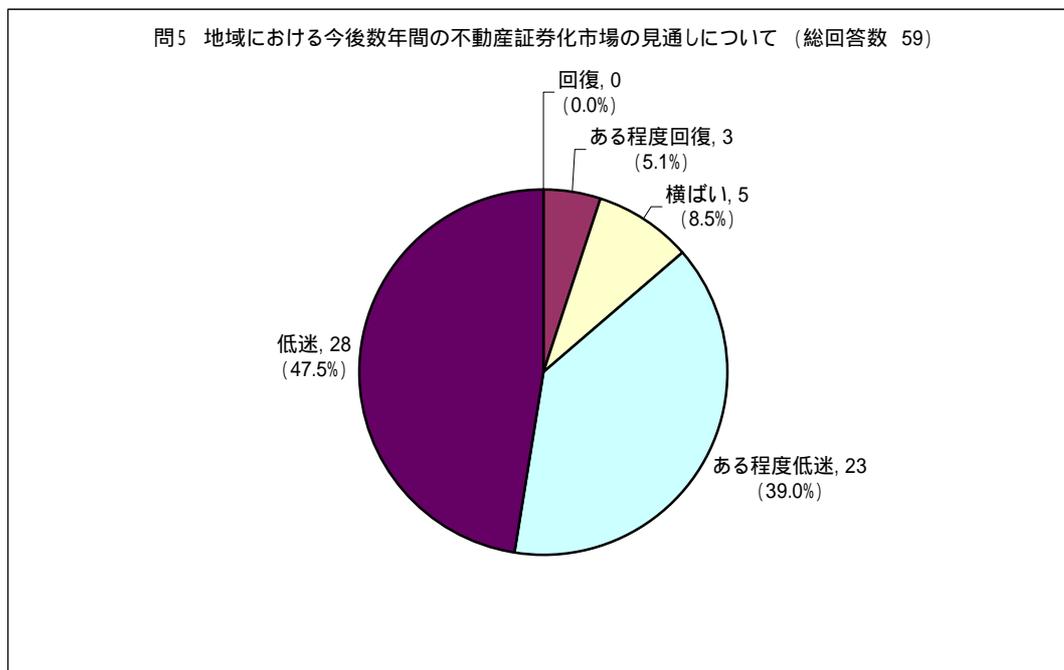
- ・ 「ある」が15社(25.4%)、「ない」が21社(35.6%)である一方で、「わからない」が23社(39.0%)で最多という結果となった。

### 問4 今後数年間の不動産証券化ビジネスへの取り組みスタンスについて



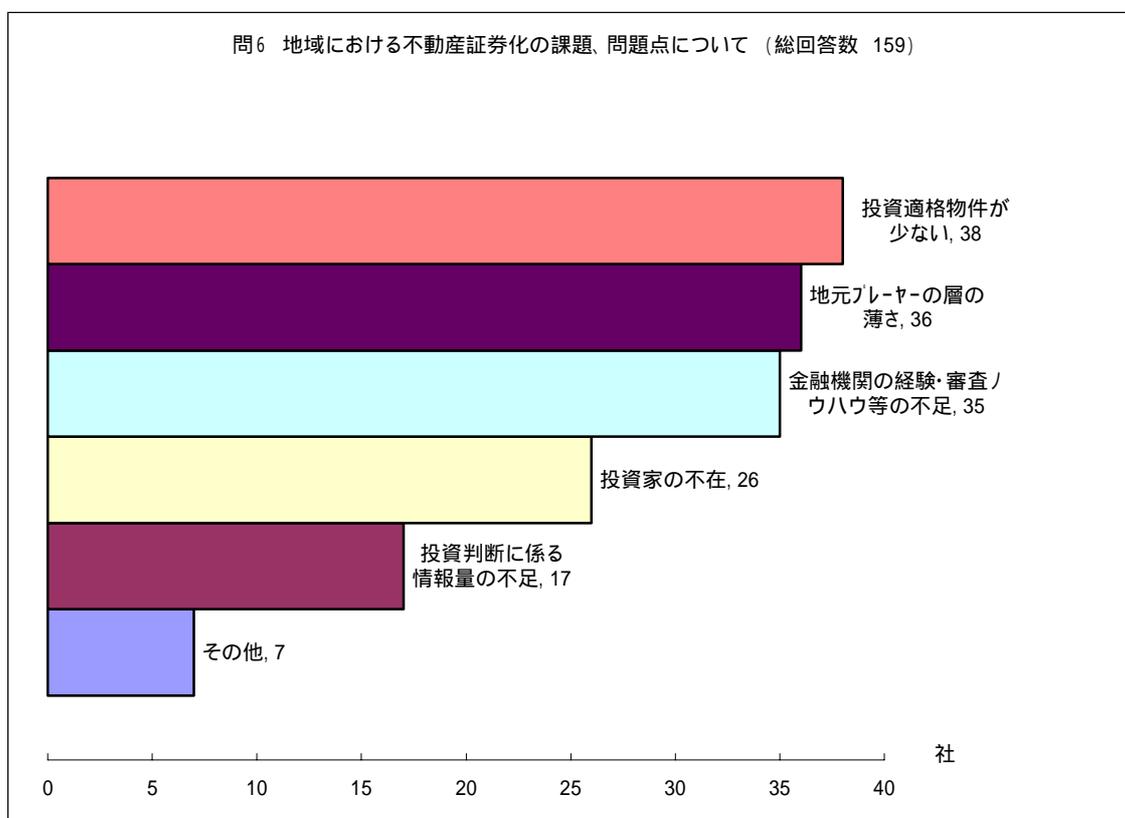
- ・ 「やや慎重」が14社(24.1%)、「慎重」が29社(50.0%)という結果となった。

## 問5 地域における今後数年間の不動産証券化市場の見通しについて



- ・ 「回復」「ある程度回復」「横ばい」計 8 社 (13.6%)、一方で「ある程度低迷」「低迷」合わせて 51 社 (86.4%) であった。

問6 地域における不動産証券化の課題、問題点について（複数回答可）

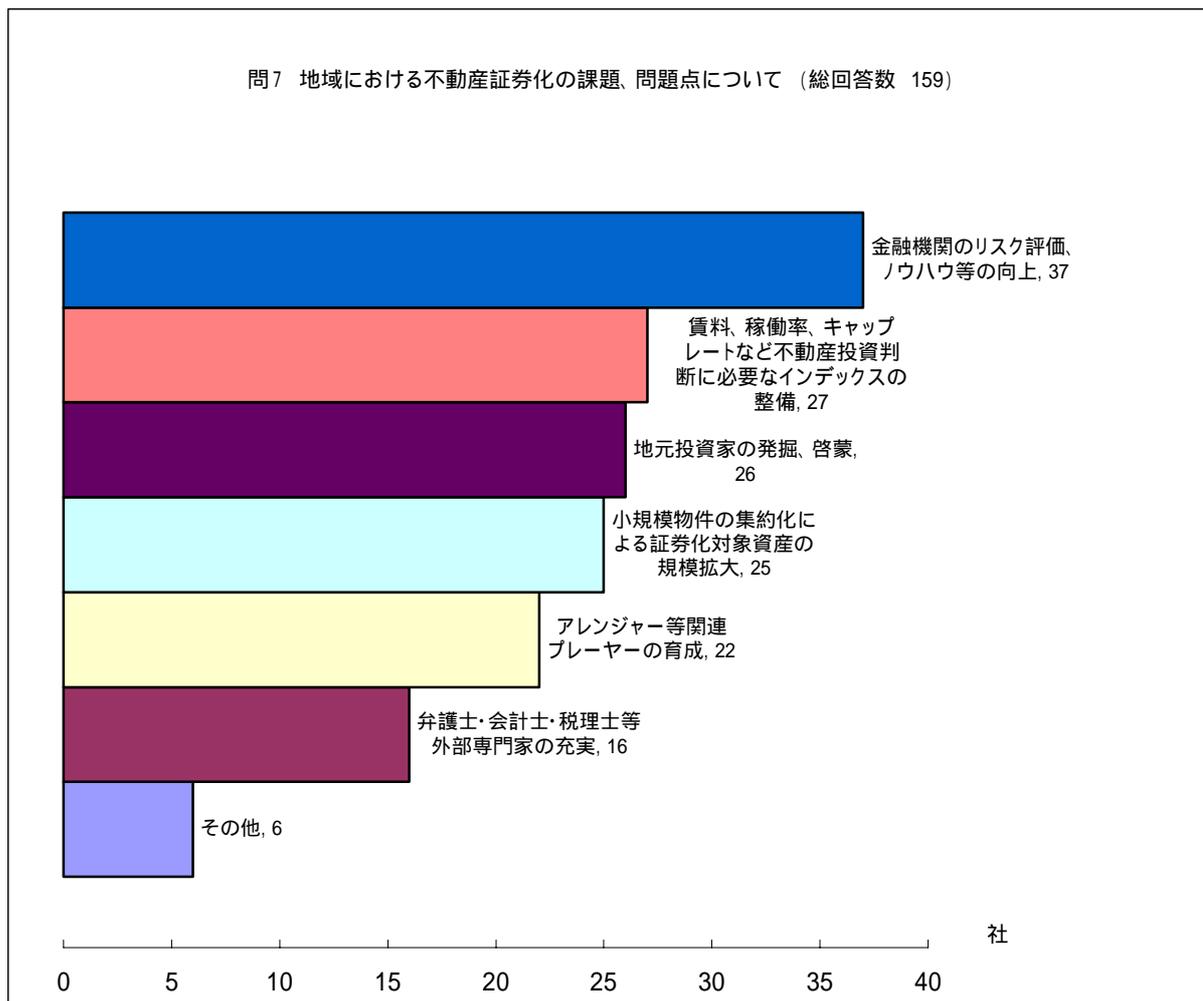


- ・ 「投資適格物件が少ない」が 38 社（回答 59 社中 64.4%）、「地元プレイヤーの層の薄さ」が 36 社（同 61.0%）、「金融機関の経験・審査ノウハウ等の不足」が 35 社（59.3%）等という結果となった。

その他内訳（7 件）

- ・ 出口の不透明さ
- ・ 仕組みの複雑さ、コスト、出口（リファイナンスも含め）の確保
- ・ 出口価格の不透明さ、当地区で意欲的な活動をしてきた AM 会社群の破綻や撤退
- ・ 証券化業務について現在取り組んでおらず、又、今後も予定がない。
- ・ 金融相場の下落
- ・ 証券化ビジネスおよび同商品の購入の経験が無くよく分からない。
- ・ 土地柄的に不動産証券化は馴染まない。

問7 今後不動産証券化を円滑に実施するために必要な解決策について（複数回答可）



- ・ 「金融機関のリスク評価、ノウハウ等の向上」が 37 社( 回答 59 社中 62.7%)と最多で、以下「賃料、稼働率、キャップレートなど不動産投資判断に必要なインデックスの整備」「地元投資化の発掘、啓蒙」と続く。

その他内訳（6 件）

- ・ マーケットに左右されず、地方物件を購入可能なファンドの設立
- ・ 出口対策
- ・ 不動産市況そのものの沈静化
- ・ 証券化への取り組みは消極的
- ・ 金融市場の回復
- ・ 証券化ビジネスおよび同商品の購入無く不明。

#### 問8 不動産証券化推進へ向けた期待・要望

現状の地方における不動産の証券化には行き詰まり感があり、公的なサポート、施策の実現を期待・要望する内容のものであった。以下転記する。

- ・ 現在の不動産マーケットは金融危機をうけて、実態とかけ離れた過小評価を受けていると思われる。もともとリスクが高いとされていた地方への投資はほぼ壊滅状態と言って良いのではないか。不動産マーケットの安定化に向けた施策の一刻も早い実現を期待する。
- ・ 町家の証券化といった新たな試みが当地区においても進んでおり、意欲的な事業者を支店・育成していくため、国交省をはじめとした公的なシステムサポートを提供して頂きたい。
- ・ 昨今の状況から投資家が地方にて活動しづらい状況が継続するものと考えられ、さらに不動産の流動性が硬直すると考えられる
- ・ 不動産の流動性確保のためには、中央の資金力に頼らざるをえない地方の環境は現実問題としてあり、REITへの資金投入を行っても中央の物件のみを購入するのみでなく、地方比率の上昇等を義務付ける等の工夫が必要ではないか。

「地方における不動産証券化市場活性化事業」(不動産の流動化・証券化に関する実施過程検証等事業))  
調査報告書

平成 21 年 3 月

委託者：国土交通省 土地・水資源局 土地市場課  
受託者：財団法人 日本経済研究所