

# 行政情報コーナー

「不動産証券化手法を活用した地域活性化方策に関する調査」について  
・特定都市河川浸水被害対策法の施行に伴う宅地建物取引業者  
施行令及び「宅地建物取引業法の解釈・運用の考え方」の一部改正について  
・不動産業におけるコンサルティング能力の必要性と「不動産コンサルティング技能試験・登録制度」の概要について

## 「不動産証券化手法を活用した地域活性化方策に関する調査」について

### 1 調査の趣旨

国土交通省総合政策局不動産業課  
不動産投資市場整備室

不動産証券化は、個人金融資産を不動産市場に呼び込み、不動産の流動化を図り、不動産を保有する事業者に前向きな投資を促す等、経済の活性化に資するものとして、大きな期待が寄せられています。

しかししながら、例えば、Jリートに組み込まれている不動産ルケースとしたキャッシュフロー分析を行った「地方都市部の不動産証券化促進に関する調査」について、ご説明いたしました。

不動産証券化手法を活用した地域活性化方策に関する調査」について、ご説明いたしました。本稿では調査全体の概要と京町家をモデルケースとしたキャッシュフロー分析を行った「地方都市部の不動産証券化促進に関する調査」について、ご説明いたしました。

このため、本調査においては、証券化の実績のある地域に絞つた上で、前述の事項について分かりやすく説明した「不動産証券化ガイドブック」を作成し、普及・啓発活動を行うとともに、併せて、地方都市部で不動産証券化を促進するための課題や対応策を取りまとめてこととしました。

### 2 調査の概要

国土交通省では平成15年度に「不動産証券化手法を活用した地域活性化方策に関する調査」

を実施いたしました。本稿では調査全体の概要と京町家をモデルケースとしたキャッシュフロー分析を行った「地方都市部の不動産証券化促進に関する調査」について、ご説明いたしました。

不動産証券化手法を活用した地域活性化方策に関する調査」について、ご説明いたしました。

化が、大都市部に集中しているため、地方都市部の証券化関係者（建設会社、不動産会社、金融機関、弁護士等）にとって、不動産証券化のスキーム、地方都市部での具体的な実例、地方都市部で実施する際の具体的な条件・ポイント等について情報を得にくい環境にあることが一因であると考えられます。

このため、本調査においては、証券化の実績のある地域に絞つた上で、前述の事項について分かりやすく説明した「不動産証券化ガイドブック」を作成し、普及・啓発活動を行うとともに、併せて、地方都市部で不動産証券化を促進するための課題や対応策を取りまとめてこととしました。

(1) 不動産証券化の実態調査

証券化の実績がある地域に絞って、不動産証券化の



## (1) スキーム

### ① ピークル

資産流動化法上の特定

目的会社（T M K）を採

用しました。

### ② 資産の取得

対象となる京町家は築

年数等との関係から信託

受益権化に適さないと思

われますので、実物不動

産として取得します。

また、京町家に対して

地元の金融機関等が有す

る貸出債権を証券化して

取得するという方法も考

えられます。京町家の証

券化が行われていない現

段階では現実的とはいえ

ませんが、【図表1】に

おいては今後の参考とし

て付記させて頂いており

ます。

### ③ 資金調達方法

i) デットファイナンス部

分

ノンリコースローンを

活用します。借入先とし

ては地元の金融機関等が

想定されます。

### ii) エクイティファイナン

ス部分

優先出資部分をトラン

チング（1号、2号）しま

す。1号については通常

の優先出資とほぼ同じで

すが、2号については配

当がゼロ、元本部分のみ

の償還を想定しています。

### iii) 特定出資

配当および元本の償還

が行われず、寄付の出資

の意味合いが強くなつて

います。

### ④ 投資家像

京町家再生など地域貢

献に意欲を持つ地元住民

や、まちづくりファンド、

まちづくりトラスト等を

想定しています。

## (2) 想定する町家像

証券化の対象となる京

【図表2】分析にあたって想定する京町家の姿

	住居用	商業用	高収益物件
敷地面積(m <sup>2</sup> )	80	80	120
延べ床面積(m <sup>2</sup> )	120	120	180
路線価格(円/m <sup>2</sup> )	200,000	250,000	400,000
賃料(円/月m <sup>2</sup> )	1,500	1,800	3,000
改修費(円/m <sup>2</sup> )	100,000	50,000 (半額はテナントが負担)	50,000 (半額はテナントが負担)

町家の標準的な姿として、住居用と商業用に分類し、それぞれについて【図表

2】のように設定しました。

なお、T M Kの不動産

取得価格は土地について

は路線価の7割、建物に

ついては現地ヒアリング

に基づき、ゼロ評価とし

ました。

多數の物件を組入れるこ

とは現実的に困難なので、

少數の組入れ物件を対象

としたシミュレーション

を行いました。また、ア

レンジャー費用について

は大手金融機関等で最低

ラインといわれている3

000万円を想定しました。

この条件のもと現状分

析を行い、プロジェクト

IRRを改善するための

4つの方策を検討してい

きます。

### ② ケース1～証券化コストの削減・圧縮

組入れ物件が少数の小

規模証券化を推進するに

あたり、証券化初期コスト

が大きな障壁となつて

きます。そこで、証券化

初期コストの中で大きな

## (3) 分析結果

### ① 分析フロー【図表3】

分析の出発点として、

京町家の証券化がまだ行

われていない現状では、

多數の物件を組入れるこ

とは現実的に困難なので、

少數の組入れ物件を対象

としたシミュレーション

を行いました。また、ア

レンジャー費用について

は大手金融機関等で最低

ラインといわれている3

000万円を想定しました。

この条件のもと現状分

析を行い、プロジェクト

IRRを改善するための

4つの方策を検討してい

きます。

組入れ物件が少数の小

規模証券化を推進するに

あたり、証券化初期コスト

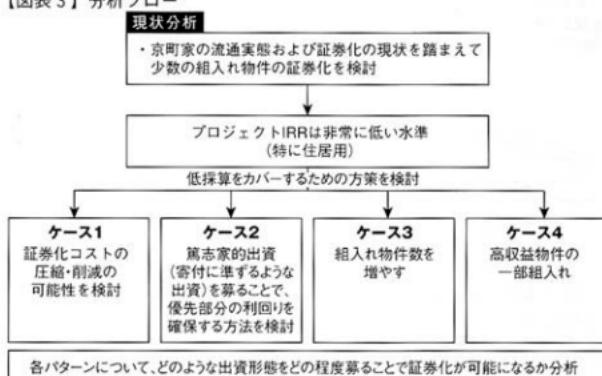
が大きな障壁となつて

きます。そこで、証券化

初期コストの中で大きな

# 行政情報コーナー

【図表3】分析フロー



割合を占めるアレンジャー費用を圧縮した場合の利回りの変化を分析します。

【図表4】のとおり、

プロジェクトIRRは相対的に組入れ物件数が少ない分野において改善し

ており、アレンジャー費用の引き下げは小規模不動産証券化にとって重要なポイントであるといえます。

アレンジャー費用引き下げにあたっては、参加者間でのコンペの実施、篤志的な面を有する地元企業をアレンジャーに選定、等が有効と考えられます。ただし、アレンジャー責任等を踏まえて、適切な費用設定が行われるべきでしょう。

③ ケース2「篤志的出資を活用した利回り改善の可能性」

アレンジャー費用を引き下げることでプロジェクトIRRは改善されますが、依然として低水準であることには変わりありません。そこで、寄付的な側面を有する特定出

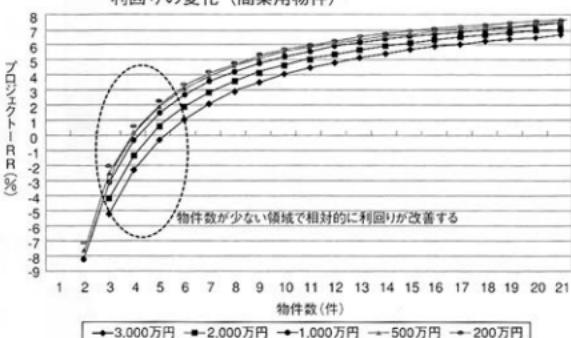
ており、アレンジャー費用の引き下げは小規模不動産証券化にとって重要なポイントであるといえます。

アレンジャー費用引き下げにあたっては、参加者間でのコンペの実施、篤志的な面を有する地元企業をアレンジャーに選定、等が有効と考えられます。ただし、アレンジャー責任等を踏まえて、適切な費用設定が行われるべきでしょう。

③ ケース2「篤志的出資を活用した利回り改善の可能性」

アレンジャー費用を引き下げることでプロジェクトIRRは改善されますが、依然として低水準であることには変わりありません。そこで、寄付

【図表4】アレンジャー費用を圧縮した場合における利回りの変化（商業用物件）



円と500万円のケースについての同様の関係も示しています）、プロジェクトIRRがマイナスとなる場合であっても、事業規模の30～40%程度の特定出資を組み込むことで、4%程度のエクイティIRRを確保することができるのです。

【図表5】のとおり、アレンジャー費用が3000万円と500万円のケースについても、アレンジャー費用を圧縮した場合における利回りの変化を示しています。

④ ケース3「組入れ物件の増加」

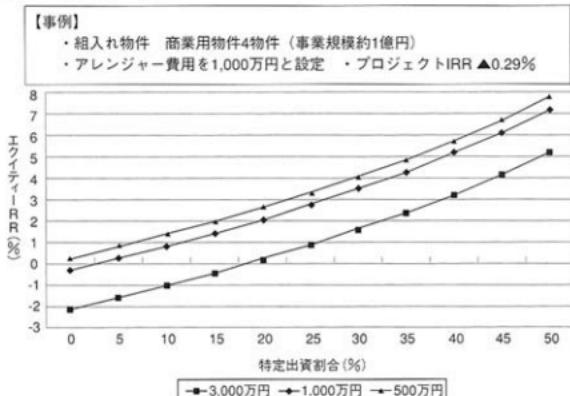
京町家の証券化がある程度軌道に乗った場合には、組入れ物件数を増やすことも考えられます。本ケースでは、プロジェクトIRRがプラスとなるまで組入れ物件数を増やし、さらに、優先出資部分をトランシング（優先出資1号2号）することで優先出資1号の利回りを確保することとし

ます。【図表6・7】

⑤ ケース4「高収益物件の組入れ」

ケース1から3までは、

【図表5】特定出資割合の変化とエクイティIRRの変化



標準的な京町家を対象としてシミュレーションを行つてきましたが、本プロジェクトの実現可能性を高める観点から、高収益物件（例えば中京区にあるような賃料が坪あたり1万円を超える物件）を組入れることで、どの

程度プロジェクトIRRが改善するかを検討します。  
【図表8】、【図表9】のとおり、高収益物件の組入れによって、収益性は大きく改善し、中でも組入れ物件数が少ない領域での改善が目立ちます。特に住居用町家の証券化組入れは、

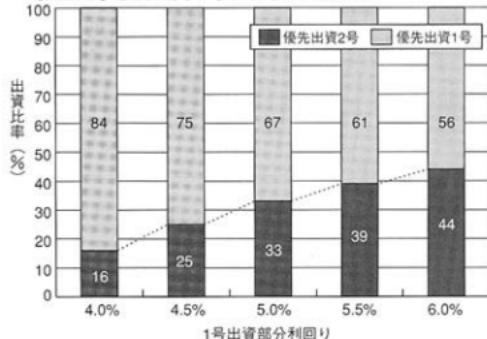
(4) 分析のまとめ  
に有力な方法であるといえます。  
ケース1からケース4まで、利回り改善のための方策を個別に検討してきましたが、実際にこれらの方策を組み合ふことにより、プロジェクトIRRがどのよ

うに変わつていくかをみるべくです。【図表10】は、住居用と商業用にわけて、その状況を示したもので。バターン①プロジェクトIRRがマイナスとなるケーブル、プロジェクトIRRがマイナスである場合であっても、篤志的出資（特

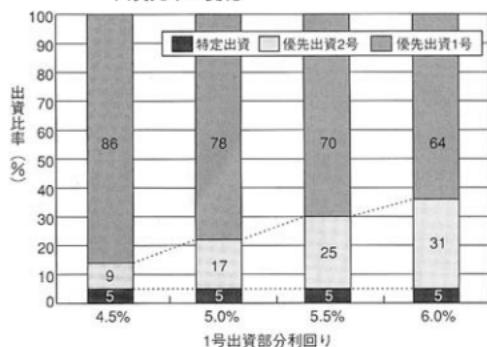
【事例】

- ・組入れ物件 商業用物件7物件（事業規模約1億6,200万円）
- ・アレンジャー費用を1,000万円と設定
- ・プロジェクトIRR 3.5%

【図表6】優先出資1号、2号の出資比率

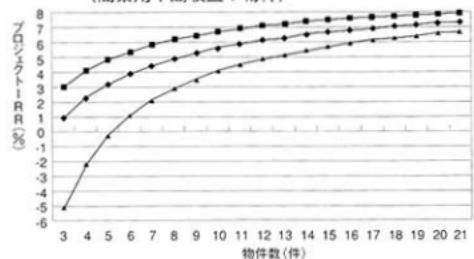


【図表7】特定出資を5%募った場合における出資比率の変化

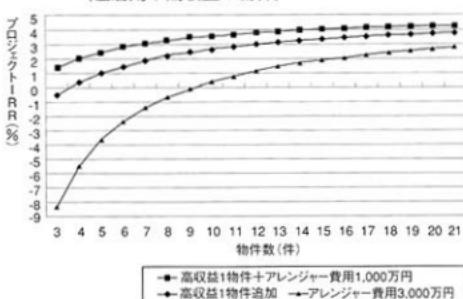


# 行政情報コーナー

【図表9】物件数と不動産利回りとの関係  
(商業用+高収益1物件)



【図表8】物件数と不動産利回りとの関係  
(住居用+高収益1物件)



金融機関より利率3%で、  
することができるため、  
物件数を増加させ、か  
つ高収益物件を組み込  
だ場合です。パターン①  
トIRRは8%台を確保  
することができます。

ことにより、パターン①  
と比較して篤志家の出資  
割合を引き下げ、かつ、  
1号出資部分の利回りを  
引き上げることが可能と  
なります(図表12)。

バターン② プロジェクト  
IRRが0~3%となるケ  
ース  
高収益物件を組入れる  
ことにより、バターン①  
と比較して篤志家の出資  
割合を引き下げ、かつ、  
1号出資部分の利回りを  
引き上げることが可能と  
なります(図表12)。

【図表10】組入れ物件数とアレンジャー費用を変化させた場合のプロジェクトIRR

## 住宅物件

アレンジャー 組入れ 物件数	3,000万円			1,000万円			500万円		
	高収益物件の有無 なし	あり	なし	あり	なし	あり	なし	あり	なし
3	-8.32	-0.53	-6.56	1.35	-6.06	1.8			
5	-3.66	0.97	-2.23	2.42	-1.83	2.8			
8	-0.72	2.14	0.36	3.21	0.65	3.4			
10	0.33	2.60	1.25	3.51	1.50	3.7			
13	1.34	3.07	2.09	3.81	2.29	4.0			
15	1.80	3.29	2.47	3.95	2.64	4.1			
18	2.31	3.54	2.88	4.11	3.03	4.2			
20	2.56	3.67	3.09	4.19	3.23	4.3			

## 商業物件

アレンジャー 組入れ 物件数	3,000万円			1,000万円			500万円		
	高収益物件の有無 なし	あり	なし	あり	なし	あり	なし	あり	なし
3	-5.18	0.94	-3.07	3.00	-2.45	3.6			
5	-0.31	3.15	1.44	4.80	1.94	5.2			
8	2.87	4.89	4.21	6.15	4.57	6.4			
10	4.03	5.59	5.17	6.68	5.48	6.9			
13	5.14	6.30	6.09	7.20	6.34	7.4			
15	5.66	6.64	6.50	7.45	6.72	7.6			
18	6.23	7.03	6.95	7.73	7.14	7.9			
20	6.52	7.23	7.18	7.87	7.36	8.0			

パターン① ← パターン② ← パターン③

## (5)まとめ

以上のように、京町家証

Rを確保することができる  
です(図表13)。

ノンリコースローンを調達することにより、エクイティIRRを高めることが可能となります(いわゆるレバレッジ効果)。本パターンについては、10台のエクイティIRRを確保することができました。一般的な証券化の枠組みでは実現不可能ということになりますが、京町家の歴史的な意義や住民の地域貢献意欲などをうまく活かして、再生・保全のための篤志的資金を調達できれば、証券化の実施は可能であると考えます(なお、本調査では、ケースに

【図表11】パターン①の場合における  
出資構成（例）

商業用物件3 (事業規模7,998万円) プロジェクトIRR ▲3.07%	優先出資1号43% 3,440万円 利回り3%
	優先出資2号17% 1,359万円 利回り0%
	特定出資40% 3,198万円

【図表12】パターン②の場合における  
出資構成（例）

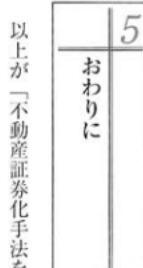
商業用物件3 うち高収益1物件 (事業規模約1億261万円) プロジェクトIRR 3.00%	優先出資1号78% 8,003万円 利回り4.5%
	優先出資2号17% 1,744万円 利回り0%
	特定出資5% 513万円

【図表13】パターン③の場合における  
出資構成（例）

商業用物件20 うち高収益1物件 (事業規模約4億4,610万円) プロジェクトIRR 8.04%	ノンリコースローン 40% 1億7,844万円 利率3%
	優先出資60% 2億6,766万円 利回り10.66%

よつては純投資を目的とする一般投資家層を意識した本調査より低い利回り水準での資金調達が可能と思われます。そのためには、アレンジメント費用の引き下げと、篤志的な資金調達の二点が重要となってきます。前者

については、中長期的には地元の金融機関が主導的役割を担っていくことが重要であり、後者については、京町家再生の意義や重要性などについて幅広い層への訴えかけ（広報活動）などが必要となつてくると考えられます。



めしていくのではなく、行政や地域住民、地元の業者、地域金融機関、投資家などを「地域振興、地方活性化への貢献」という共通の視点で連携することが肝要となつてくるでしょう。

以上が「不動産証券化手法を活用した地域活性化方策に関する調査」の概略ですが、誌面の関係上、最小限の内容しか記載することができませんでした。今後も不動産証券化の普及・啓発活動を展開していきたいと思います。

最後になりましたが、本調査を実施するにあたり、多くの方々にご協力いただいたことに、感謝の意を表する次第です。