



# 地方における不動産証券化

～九州・沖縄の不動産投資家調査～

不動産鑑定士 吉崎 武雄氏

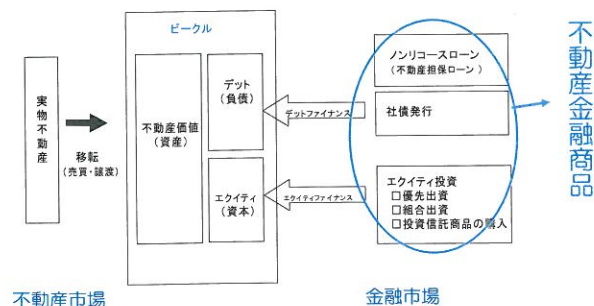
皆さんこんにちは、今紹介頂きました吉崎でございます。これから不動産鑑定士の研究発表を只今より35分ないし40分間お付き合い頂きたいと思っております。どうか宜しくお願い致します。

1番から4番までここでは不動産証券化の概要をお話して参ります。そして5番目今回のテーマであります「九州・沖縄の機関投資家意識調査」この調査の内容と結果についてご報告致します。最後に、この結果から地方における不動産証券化の課題、これについて若干考察を述べさせて頂こうと思っております。

ではまず「不動産証券化の基本構造と分類」というところがございます。不動産の証券化は、実物不動産のあります不動産市場、それから債権そして資本の金融市場、この両者を結び付けるという仕組みになります。この証券化に必要なものとしては、実物所謂証券化の対象になります、キャッシュフローを発生する実物不動産、そしてそのキャッシュフローに対して投資を行います投資家及び投資商品ですね。この両者を結びつけるさらにビークルというものが必要となります。

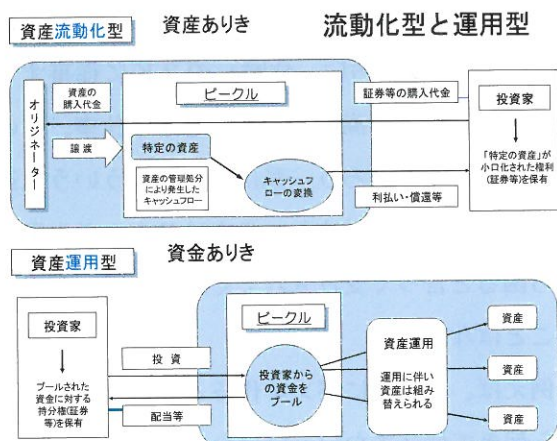
## 不動産証券化・流動化の基本構造

ビークル (SPV/Special Purpose Vehicle) , 「導管体」



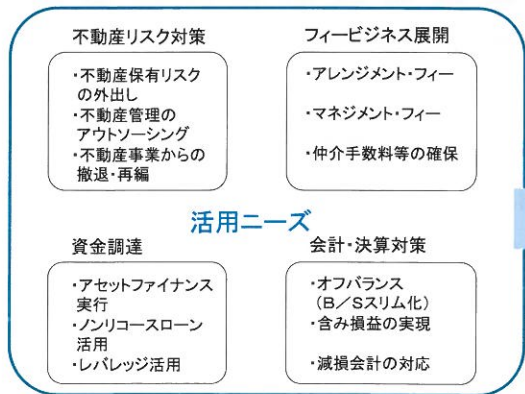
ビークルはここでSPV・Special Purpose Vehicle と示してあります。特別な目的を持った器ですね。ここが会社であればSPCということになります。因みに、この後出て参ります不動産投資信託所謂Jリートですけれども、この場合にはビークルに投資法人が使われるということになります。また、今回の調査での対象となる証券化商品、これはこのエクイティに対応する商品であったり、又、デットに対応する商品等がございます。

続いて分類でございます。大きくは流動化型と運用型に大別されます。流動化型につきましては資産ありきということですが、例えば自社ビルの証券化この場合には、オリジネーター、ビルの所有者がこの特定の資産のキャッシュフローを裏付けとして証券を発行します。そして、この証券を購入する投資家から資金を回収する。こういった物ありきと言うスキームでございます。もうひとつは資産運用型、資金ありきと書いてありますが、まず投資家からお金を集めます。この集めた資金をプールしまして様々な資産、不動産に投資を行い、この運用益を投資家の方に配当するというス



キームでございます。このあと出てきます証券化商品の中でJリート或いはプライベートファンドといわれるものは、こちらのスキームになります。一方、資産流動化法に基づく特定目的会社こちらが発行する優先出資というようなものは、この流動化型の商品ということになります。

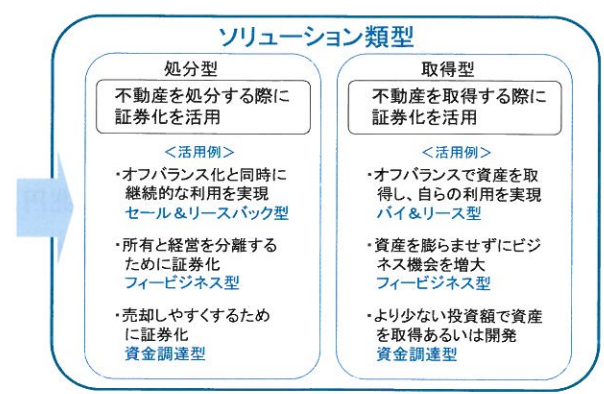
では次に、証券化の目的とメリットというものに入参ります。ここでは活用のニーズ、そしてそれに対するソリューション類型、そういった観点からお話して行こうと思ひます。まず、活用ニーズでございますが、不動産のリスク対策、昨今、不動産は取得保有すること自体がリスクの一つという風に見られるようになってきております。ですから事業会社にとって不動産保有リスクを外出したり、不動産管理をアウトソーシングする、或いは不動産事業からの撤退・再編といったニーズがございます。次に資金調達、従来の企業の信用力を元にするコーポレートファイナンスから、今ではアセットファイナンス或いはノンリコースローンと言ったニーズが非常に高まって来ております。次に会計・決算対策、財務体質の改善ということに代表されますように、オフバランス化或いは含み損益の実現、最近では減損会計への対応といったことがニーズとしてございます。そしてもう一つ、フィービジネスの展開。後程出てまいります。日本においても不動産証券化ビジ



出所：『ARESHandBook2006-2007』

ネスは非常な成長を見ております。そして、その証券化に関わるフィービジネスも伸びて来ております。そういったアレンジメントの業務或いはマネジメント、これはアセットマネジメント、或いはプロパティマネジメント、そういったフィービジネスの獲得展開のニーズも非常に大きなものになってきております。

では、こういった証券化の活用ニーズに対してどういったソリューション類型があるかということをご説明致します。大きくは処分型と取得型に分類することが出来ます。処分型としましては、不動産を処分する際に先程お話しました証券化によるビークルを利用するという形でございます。例としましては、オフバランス化と同時に継続的な利用を実現、先程と同様、例えば自社ビルを証券化によるビークルに売却します。そして、そのビークルから賃借して利用を継続するというセール&リースバック型が一つ考えられます。次に、所有と経営を分離するための証券化、今持っている資産をビークルに売却します。そこで資金は回収するのですが、管理の業務などについては、ビークルから受託するという形でオフバランスを図りながらフィービジネスの拡大を図るといったソリューションがあります。次に取得型、こちらは不動産を取得する際にビークルを受け皿として利用しようという形であります。活用例としましては、オフバランスで資産を取得し自らの利用を



出所：『ARESHandBook2006-2007』

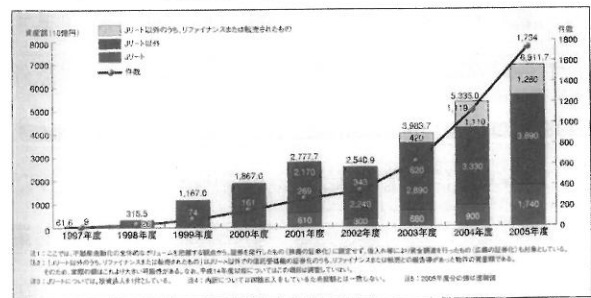
実現、他人物件の不動産をビークルに取得させて、そのビークルから賃借するというバイ&リース型。次に、資産を膨らませずにビジネス機会を増大する。これは先程と似ておりますが、他人物件の不動産をビークルが取得し、ビークルから管理業務等のフィービジネスを取得するという形です。それともう一つ、資金調達型についてお話しますと、より少ない投資額で資産を取得或いは開発するという形があります。全国的に広まっておりますけれども、福岡辺りでも20億円を超えるような案件であれば、例えば5%ルールで20億円のうちの1億円を手元に用意すれば、20億円の事業に関わることが出来るというケースが一般的になってきております。そういった事業スキームを基に、行政等の入札に参加するというのがごく普通に行われる時代になってきております。

それでは、国内の不動産証券化市場の成長について簡単に紹介したいと思います。このグラフは1997年度以降昨年度までの不動産証券化の実績の推移を表しております。この1998年皆さんもご記憶にあると思いますけれども、旧SPC法が金融ビッグバンの流れの中で施行されております。当時は大手企業の自社ビルの証券化という記事が新聞を賑わせておりました。それから2年後、2000年度にはその使い勝手の悪い所を改正した新しいSPC法が施行され、更に投信法の改正によって不動産の投資信託が解禁になっております。それを受けまして2001年度には、東京証券取引所に我が国初のJリート2つの投資法人が上場しております。それ以後、この5年の間に証券化の市場は急成長を遂げております。9年間の累計で約25兆円、Jリートの取得合計で約4兆円という市場規模に至っております。次に、同じく1997年度以降のグラフではありますが、こちらは証券化された不動産の用途別の資産額の割合を示しております。オ

フィス主体から住宅、商業施設へと多様化とありますが、ここを見て頂くと分かりますように、当初は約8割がオフィスでした。それが徐々に減って行きまして一時は商業施設が非常に増えておりましたが、直近の2005年を見ますとオフィスが35%程、住宅が20%程、商業施設が12%程、更に工場、倉庫、ホテル或いはシルバー施設とあらゆる用途に対して証券化が利用されております。こういった多様化がこの9年の間に進んできております。

### 不動産証券化の実績の推移

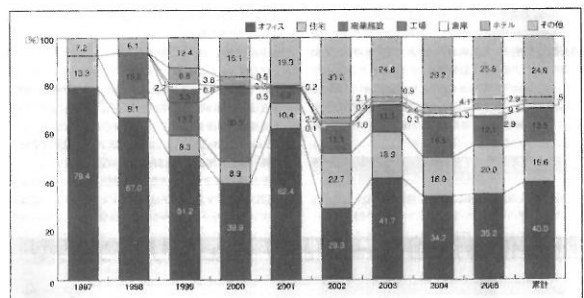
9年間の単純累計 約25兆円  
J-REIT取得合計 約4.2兆円(約17%)



【出所】国土交通省「不動産の証券化実態調査」 【ARES Handbook 2006-2007】より

### 証券化された不動産の用途別資産額の割合

オフィス主体から住宅、商業施設へと多様化



【出所】国土交通省「不動産の証券化実態調査」 【ARES Handbook 2006-2007】より

では、証券化の概要の最後にリート市場の国際比較について簡単に見て行きたいと思っております。これは今年4月の新聞記事でございます。見出しは「リート市場、世界に広がる」という内容です。日本のリート市場開設は、世界で13番目とされており、この図はその市場規模を表している

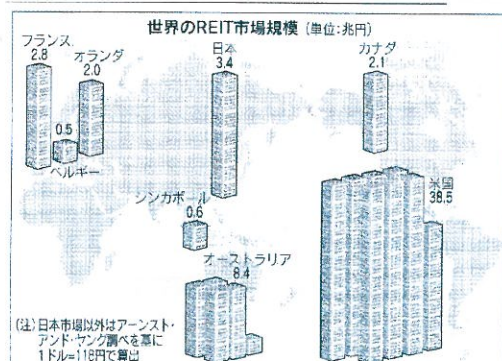
のですが、日本が5年間で成長したとは言っても、歴史のあるアメリカ或いはオーストラリアに比べるとまだまだというところが直感的に見てとれます。では、具体的に比較表を見てまいります。ここではアメリカ、フランス、オーストラリアとの比較になっております。この制度の制定時期は、アメリカが1960年、オーストラリアは1971年、日本は2000年ですからこの他の国はかなり歴史がございます。そこでアメリカに着目してみますと、

市場の銘柄数、日本が昨年末で33、現在は39になっておりますが、これに対して195、株式の時価総額は、日本が3.4兆円程に対して約45兆円と10倍以上に至っております。一番下段にGDPを示しておりますけれども、日本とアメリカのGDPの比が約2.7倍でございます。ですから、この2.7倍という比から逆算しますと、日本も将来的には銘柄数が70から80、時価総額は15兆から20兆円、それ位の規模に成長する可能性も秘めているかと思われます。また、フランス、オーストラリアにつきましては、GDPが日本を下回っているにも関わらず、現時点で時価総額は日本を上回っているという状況でございます。それでは、アジアに目を向けた時にどうかというところで、ここでは韓国、香港、台湾を表現しています。制度の制定時期は日本の2000年から遅れまして、2001年、2003年に制定されております。ですから市場の銘柄数もまだ一桁ですし、時価総額も未だ少額ではあります。ただ日本がこの5年間に急成長したように、これらの国々でもこれから急成長に入っていくのではないかと思います。因みに、アジアではタイ、マレーシア、シンガポールこの辺りの国は、日本より先に1900年代に制度そのものはスタートしている状況です。

### “REIT市場、世界に広がる”

日本のREIT市場開設は世界で13ヶ国目

日本経済新聞  
2006.04.19



### REIT市場比較一覧表①

国名	米国	フランス	豪州	日本
制度名(略称)	REIT	SIIC	LPT	J-REIT
制定時期	1960	2003	1971	2000
市場銘柄数	195	20	60	33
株式時価総額(億円)	446,641	43,080	87,582	33,744
株式時価総額(現地通貨)	約3,789億USD	約303億ユーロ	約1,041億豪ドル	3,3744兆円
GDP(億USD)	124,558	21,266	7,078	45,588

出所:『ARES Handbook 2006-2007』 ※GDP:(財)国際貿易投資研究所2005年データ

### REIT市場比較一覧表②

国名	韓国	香港	台湾	日本
制度名(略称)	K-REIT	H-REIT	T-REIT	J-REIT
制定時期	2001	2003	2003	2000
市場銘柄数	6	3	3	33
株式時価総額(億円)	617	6,367	1,153	33,744
株式時価総額(現地通貨)	約6,797億ウォン	約420億香港ドル	約319億台・ドル	3,3744兆円
GDP(億USD)	7,876	1,777	3,465	46,693

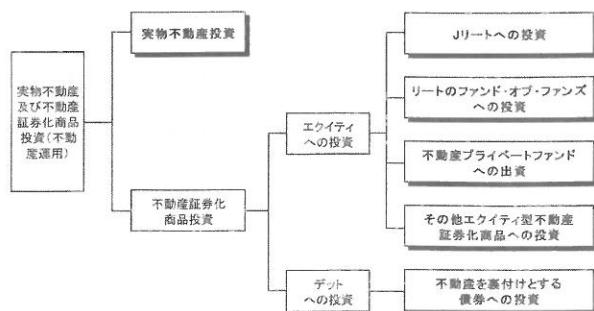
出所:『ARES Handbook 2006-2007』 ※GDP:(財)国際貿易投資研究所2005年データ

それでは、これから研究テーマの本題ですけれども、「九州・沖縄の機関投資家意識調査」この内容と結果について説明いたします。まず、調査の実施概要ですが、ここでは全国と今回と書いています。全国というのは、ここにありますように社団法人不動産証券化協会が毎年全国の機関投資家を対象にこういったアンケート調査を行っております。今年は204社に対して調査を行っております。これとほぼ同様の項目について、今回は九州・沖縄に拠点を置く機関投資家の方々に我々の方で調査を行っております。対象としては85社で

す。ですから、今回の調査の目的は全国レベルの調査に対して地方、九州・沖縄の機関投資家の意識というものと同じなのか、何かが違うものなのか、そういったところを見てみたいというのが目的でございます。調査の方法は、郵便または訪問による調査票の発送・回収。実施時期は全国調査が5月、今回の調査は9月に行っております。調査内容で機関投資家の方が投資する投資先の区分でございますが、大きくは実物不動産と不動産証券化商品への投資に分けられます。証券化商品につきましては冒頭で申しましたように、エクイティへの投資、それからデット部分への投資に大別することが出来ます。今回調査対象の各商品については、この後見ていきたいと思っております。字が小さくて見えないかと思っておりますので、順番に読み上げたいと思っております。まず、実物不動産ですが、これは実物不動産もしくは不動産信託受益権への直接投資を指しております。次に、Jリート、これは上場している不動産投資信託Jリートの投資口への投資、一般の会社で言えば株に当たる部分です。次に、リートのファンドオブファンズへの投資。

こちらは日本または海外のリートをポートフォリオに組み込んだ証券投資信託の購入です。ですから、証券投資信託を通じたリートへの間接投資という意味合いになります。それから、不動産プライベートファンドへの出資。先程のリートは上場している投資信託ですけれども、こちらは非上場

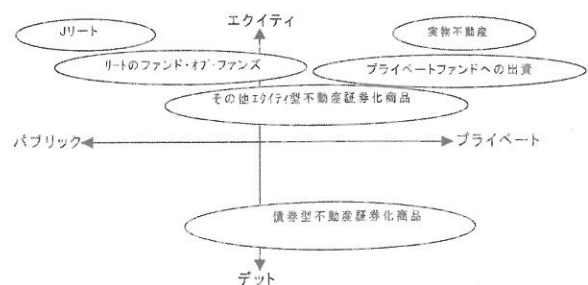
### 調査内容：投資の区分



出所：『第6回機関投資家調査』

のプライベートな形態の不動産ファンドへの出資でございます。有限会社SPCへの匿名組合出資といったものが代表的な例になります。次に、その他エクイティ型不動産証券化商品、これは上記以外のエクイティ型の証券化商品への投資ということで、代表例としましては、SPC法に基づく特定目的会社が発行する優先出資証券への投資といったものがあげられます。最後に、不動産を裏付けとする債権への投資、これはもうデット型の商品ということでCMBS, RMBSといったような不動産の担保ローンに裏付けとする商品ということになります。

### 投資対象商品のポジショニング



出所：『第6回機関投資家調査』

今ご紹介した各商品をポジショニングということで図示しております。この図の意味するところは縦軸が、リスクの度合いを表現しております。上の方、エクイティ部分に行く程リスクが高くなります。ですから期待されるリターンも高いものになります。上に行く程ハイリスク・ハイリターン、下に行く程ローリスク・ローリターンということになります。一方、横軸はその商品の取引の流通性を示しております。一番パブリックなところでは上場しているJリート、プライベートなどところでは実物不動産或いはプライベートファンドと言ったものが該当致します。この流通性に関しては、流通性が高い程期待利回りは低くなるということになります。因みに、Jリートの現在の配

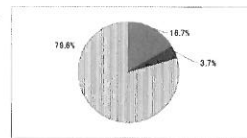
当利回りは3%台ですね。それに対して、実物不動産であれば5%～6%、地方であれば8%～10%というような利回りが期待されます。勿論、デットサイドになれば代表される国債で2%を下回るというような利回りということになります。

それでは、調査の内容に入っていきますが、主な調査項目は大きく分けますと資産の運用状況、2番目に具体的な投資方針、3番目に今後の課題について伺っております。まず、調査対象をもう一度確認しますと、全国調査は全国の生命保険会社、損害保険会社、都市銀行、信託銀行、そして地方銀行を対象にしています。204社に発送しまして回収が54社、回収率は26.5%となっております。これに対しまして、今回の調査ですが九州・沖縄に拠点を置く機関投資家ということで地方銀行、第二地方銀行、信用金庫、信用組合、労働金庫、農協とこういった関係先に全部で85社送付しています。回収は34社、回収率は40%という結果となっております。

それでは、調査結果の概要に入ります。資産運用状況ですが、まずここでは実物不動産への投資をしているかどうか、というところを伺っています。全国調査では17%程の機関投資家が投資していますが、九州・沖縄では全く投資がない、実物不動産への投資は0という結果でございます。次にJリートへの投資ですが、全国調査では70%を超える投資が行われております。これに対して九州・沖縄では52.9%、全国に対して若干下回りますが、50%を超えておりますので、これはそれなりに積極的な投資になっているかと思いません。次にJリートのファンドオブファンズへの投資、こちらは全国調査、九州・沖縄調査もそんなにギャップがない結果となっております。次に、プライベートファンドへの投資、こちらは全国調査の結果が、検討中を含めるとちょうど50%になりますが、九州・沖縄の調査結果では10%に満た

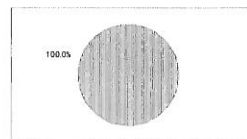
## 1. 資産運用状況

実物不動産投資：全国 [有効回答数64]



	回答数	割合
①投資を行っている	9	16.7%
②検討中である	2	3.7%
③投資を行う予定はない	43	79.6%
計	54	100.0%

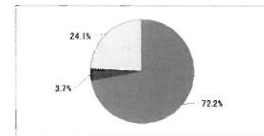
実物不動産投資：九州・沖縄 [有効回答数33]



	回答数	割合
①投資を行っている	0	0.0%
②検討中である	0	0.0%
③投資を行う予定はない	33	100.0%
計	33	

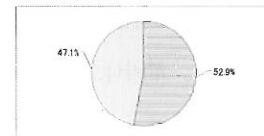
実物不動産への投資はゼロ

Jリートへの投資：全国 [有効回答数54]



	回答数	割合
①投資を行っている	39	72.2%
②検討中である	2	3.7%
③投資を行う予定はない	13	24.1%
計	54	100.0%

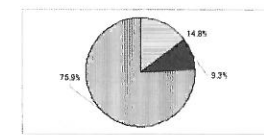
Jリートへの投資：九州・沖縄 [有効回答数34]



	回答数	割合
①投資を行っている	18	52.9%
②検討中である	0	0.0%
③投資を行う予定はない	16	47.1%
計	34	100.0%

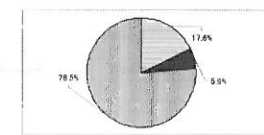
J-REITへの投資は50%超と積極的

Jリートのファンドオブファンズへの投資：全国 [有効回答数64]



	回答数	割合
①投資を行っている	8	14.8%
②検討中である	5	9.3%
③投資を行う予定はない	41	75.9%
計	54	100.0%

Jリートのファンドオブファンズへの投資：九州・沖縄 [有効回答数34]



	回答数	割合
①投資を行っている	6	17.6%
②検討中である	2	5.9%
③投資を行う予定はない	26	76.5%
計	34	100.0%

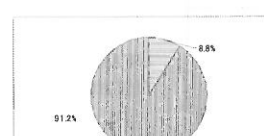
FOFへの投資は20%弱であるが全国調査結果レベル

不動産プライベートファンドへの投資：全国 [有効回答数54]



	回答数	割合
①投資を行っている	23	42.6%
②検討中である	4	7.4%
③投資を行う予定はない	27	50.0%
計	54	100.0%

不動産プライベートファンドへの投資：九州・沖縄 [有効回答数34]



	回答数	割合
①投資を行っている	3	8.8%
②検討中である	0	0.0%
③投資を行う予定はない	31	91.2%
計	34	100.0%

プライベートファンドへの投資は10%未満と消極的

ない回答ということで、これはかなり消極的であることが見てとれます。その他のエクイティ型の証券化商品、全国調査では投資している、検討中を含めると30%を超えますが、九州・沖縄では2.9%、実際投資を行っているところは0と、実物不動産と同じ状況です。これに対して、不動産を裏付けとする債権への投資デット型は、全国調査の結果が概ね7割、これに対して30%程ということで若干少ないですけれども、3割程が投資されているという状況です。

それとこれもちょっと読めないと思うのですが、資産配分について特徴的なところは、全国の調査結果では債権への投資が全体の約半分です。これに対して九州・沖縄の機関投資家の場合は、債権への投資が72%とかなり高い比率を占めていることが伺えます。これまで、簡単に見て参りましたけれども、資産運用状況のまとめとしては、九州・沖縄では相対的にリスクの高い商

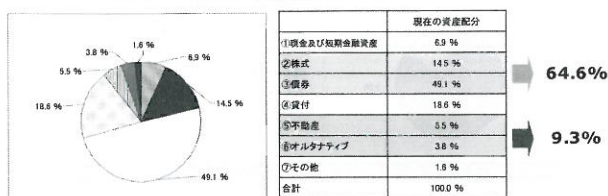
品への投資割合が少ないことが見て取れます。実物不動産では全国に対して九州・沖縄では0%、その他エクイティも0%でした。Jリートについては50%を超えていますが、やはり全国に比べると少ないです。私募ファンドに至っては、43%に対して8.8%という状況です。ということで、次の具体的な投資方針につきましては、これら商品の中から特にJリートと私募ファンド、この2つの商品について、この後見て行きたいと思います。

Jリートへの投資：九州・沖縄

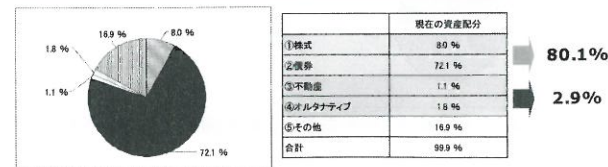
投資目的	回答数	割合	期待投資収益率	回答数	割合
①安定的キャッシュフローの確保	15	30.6%	①3%未満	0	0.0%
②収益率の向上	8	16.3%	②3～5%程度	16	61.5%
③ポートフォリオのリスク分散	17	34.7%	③5～7%程度	3	11.5%
④インフレヘッジ	2	4.1%	④7～10%程度	0	0.0%
⑤流動性のある不動産投資	6	12.2%	⑤10～15%程度	1	3.8%
⑥その他	1	2.0%	⑦特に決めていない	6	23.1%
計	49	100.0%	合計	26	100.0%

投資を行わない理由	回答数	割合	投資を行わない理由(全国結果)	回答数	割合
①期待投資収益率が合わない	2	7.4%	①期待投資収益率が合わない	3	23.1%
②個別ファンドの規模が小さい	0	0.0%	②個別ファンドの規模が小さい	0	0.0%
③個別ファンドの情報が少ない	5	18.5%	③個別ファンドの情報が少ない	0	0.0%
④運用実績が乏しい	1	3.7%	④運用実績が乏しい	1	7.7%
⑤商品特性がわからない	8	29.8%	⑤商品特性がわからない	0	0.0%
⑥投資口価格のボラティリティが高い	4	14.8%	⑥投資口価格のボラティリティが高い	3	23.1%
⑦ベンチマークとなる指標がない	1	3.7%	⑦ベンチマークとなる指標がない	0	0.0%
⑧その他	6	22.2%	⑧その他	6	46.2%
合計	27	100.0%	合計	13	100.0%

資産配分について [有効回答数21]



資産配分について：九州・沖縄 [有効回答数29]



【資産運用状況】まとめ 投資を行っている割合

	全国	九州・沖縄
実物不動産	16.7%	0.0%
J-REIT	72.2%	52.9%
J-REIT FOF	14.8%	17.6%
私募ファンド	42.6%	8.8%
その他エクイティ	14.8%	0.0%
不動産裏付債券	63.0%	30.3%

九州・沖縄は相対的にリスクの高い商品への投資割合が少ない

3商品について投資方針を分析

2. 具体的投資方針



J-REIT・私募ファンド・その他エクイティ

字が小さくて申し訳ないのですが、読み上げますとJリートへの投資についての投資方針ですが、まず、投資の目的としては1番目にポートフォリオのリスク分散、リスク分散の為にJリートへ投資するんだという回答が1番。2番目に安定的なキャッシュフローを獲得したいのだというところが挙がっております。そして、期待する投資収益率は3%から5%程度というところが中心になっております。半分ほどの機関投資家は、投資を行っていない訳ですけれども、その投資を行わない理由は何かという中の上位2つです。1つは商品特性が判らないという回答が一番多ございます。2番目に個別ファンドの情報が少ないという回答。こういった投資を行わない理由について、全国の結果を見て見ますと商品特性が判らない、個別ファンドの情報が少ないという回答は0でございました。次にプライベートファンドへの投資についてです。こちらの投資目的は、1番目

不動産プライベートファンドへの投資：九州・沖縄

投資目的	回答数	割合
①安定的キャッシュフローの獲得	7	35.0%
②収益率の向上	5	25.0%
③ポートフォリオのリスク分散	4	20.0%
④インフレヘッジ	1	5.0%
⑤流動性のある不動産投資	2	10.0%
⑥その他	1	5.0%
計	20	100.0%

期待投資収益率	回答数	割合
①3%未満	0	0.0%
②3～5%程度	0	0.0%
③5～7%程度	6	37.5%
④7～10%程度	1	6.3%
⑤10～15%程度	0	0.0%
⑦特に決めていない	9	56.3%
合計	16	100.0%

投資を行わない理由	回答数	割合
①期待投資収益率が合わない	0	0.0%
②個別ファンドの規模が小さい	1	2.8%
③個別商品の情報が少ない	10	27.8%
④運用実績が乏しい	2	5.6%
⑤商品特性がわからない	11	30.6%
⑥ベンチマークとなる指標がない	4	11.1%
⑦市況が思わしくない	0	0.0%
⑧その他	8	22.2%
合計	36	100.0%

投資を行わない理由(全国結果)	回答数	割合
①期待投資収益率が合わない	2	4.8%
②投資規模が合わない	2	4.8%
③個別商品の情報が少ない	12	28.6%
④運用実績が乏しい	4	9.5%
⑤商品特性がわからない	1	2.4%
⑥ベンチマークとなる指標がない	0	0.0%
⑦市況が思わしくない	2	4.8%
⑧その他	19	45.2%
合計	42	100.0%

に安定的キャッシュフローの獲得がありますが、2番目は収益率の向上ということになっています。そして、収益率についても期待するのは5%から7%程度、ですから先程のJリートに比べると流通性は劣りますけれども、収益率の向上を狙っての投資という形になってきているようにあります。ただ、九州・沖縄の投資家は殆んど10%未満でありました。それではなぜ投資を行わないのかという理由ですけれども、先程のJリートと同様1番目に商品特性が判らない、2番目に個別ファンドの情報が少ない、という回答結果になっています。これも同じく全国の結果を見て見ますと、商品特性が判らないという回答はわずか1社、個別ファンドの情報が少ないという回答については12社、割合にして30%弱でこちらについては、今回の九州・沖縄の回答とギャップはございませんでした。簡単ですけれども具体的な投資方針をまとめて見ますと、投資を行わない理由というところ

その他エッジ型不動産証券化商品への投資：九州・沖縄

投資目的	回答数	割合
①安定的キャッシュフローの獲得	4	22.2%
②収益率の向上	5	27.8%
③ポートフォリオのリスク分散	6	33.3%
④インフレヘッジ	1	5.6%
⑤流動性のある不動産投資	1	5.6%
⑥その他	1	5.6%
計	18	100.0%

期待投資収益率	回答数	割合
①3%未満	0	0.0%
②3～5%程度	0	0.0%
③5～7%程度	5	33.3%
④7～10%程度	0	0.0%
⑤10～15%程度	0	0.0%
⑦特に決めていない	10	66.7%
合計	15	100.0%

投資を行わない理由	回答数	割合
①期待投資収益率が合わない	0	0.0%
②投資先の運用規模が小さい	1	2.6%
③個別商品の情報が少ない	12	31.6%
④運用実績が乏しい	4	10.5%
⑤商品特性がわからない	10	26.3%
⑥ベンチマークとなる指標がない	5	13.2%
⑦市況が思わしくない	0	0.0%
⑧その他	6	15.8%
合計	38	100.0%

投資を行わない理由(全国結果)	回答数	割合
①期待投資収益率が合わない	4	6.6%
②投資先の運用規模が小さい	1	1.6%
③個別商品の情報が少ない	18	29.5%
④運用実績が乏しい	7	11.5%
⑤商品特性がわからない	8	13.1%
⑥ベンチマークとなる指標がない	3	4.9%
⑦市況が思わしくない	2	3.3%
⑧その他	18	29.5%
合計	61	100.0%

が九州・沖縄では個別商品の情報が少ない、商品特性が判らないというところがメインになっております。ただこのJリートと申しますのは上場しているわけですから、当然、上場前には目論見書が発行されます。更に期中でも有価証券報告書、そういったもので相当な情報が公開されています。ですから投資しない理由として、例えば債権運用が主体だとか、投資方針に合わないから投資をしないという理由は判るのですが、商品の情報が少ないとか商品特性が判らないというのは理由にならないのではないのかと思います。こういったことから、今回、調査の結果九州・沖縄においては証券化商品に対する元々の関心・認知度が低いということが見てとれるかと思えます。

**【具体的投資方針】まとめ** 投資を行わない理由

		全国	九州・沖縄
J-REIT	個別商品の情報少ない	0.0%	18.5%
	商品特性がわからない	0.0%	29.6%
私募ファンド	個別商品の情報少ない	28.6%	27.8%
	商品特性がわからない	2.4%	30.6%

九州・沖縄は不動産証券化商品に対する関心・認知度が低い

**3. 今後の課題について(九州・沖縄調査結果)**



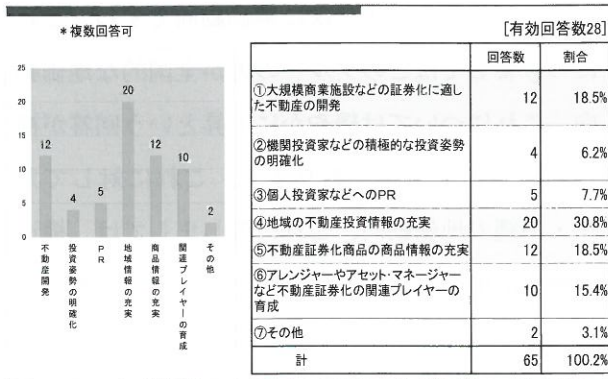
1～2年の市場見通し  
地方における不動産証券化の課題

それでは調査の最後になりますけれども、今後の課題について伺っています。内容としては今後1,2年の市場の見通しについて、もう一つは地方における不動産証券化の課題について伺っております。まず長期金利、これは緩やかに上昇というご回答が圧倒的です。次に地価動向ですね。これにつきましてはこのブルーの方が全国的な地価動向、これについては緩やかに上昇という回答が横這い程度を上回っております。これに対して九州・沖縄の地価動向、これに関しましては、横這い程度が中心で緩やかに上昇と緩やかに下落という見通しがそれぞれ回答されています。これについては、例えば九州・沖縄といっても伺った機関



投資家の拠点が福岡なのか、或いは福岡以外の他県なのかといったところでこういった見方が分かれているのではないかと思います。地価動向も最近言われていますように、二極化多極化という時代に入っているかと思われま。次に、オフィスの賃料動向ですけれども、これは今説明しました地価動向と全く同様の傾向、全国的な動向としては緩やかな上昇が勝っていますが、九州・沖縄については横這い程度が中心で、上昇と見る向きもあれば下落と見通しているところもあるという状況です。それでは、証券化市場についての見通しですが、全国的には緩やかに拡大という回答が中心になっています。これに対して九州・沖縄における証券化市場につきましては横這い程度、緩やかに拡大というのが同程度の回答となっています。緩やかに縮小という回答が少ないのですけれども、まだ縮小する程マーケットが形成されていないというのが現実ではないかと思えます。調査の最後になるのですけれども、不動産証券化市場の課題、特にこの九州・沖縄という地方において何が課題なのかを伺っています。最も多いのがこの④と⑤を合わせたところですね。全体で50%程になるのですが、ちょっと読みますと地域の不動産投資情報の充実が必要だという声、それから不動産証券化商品の商品情報の充実、要するにそういったマーケットの情報をもっと充実させるべきだという声が両方合わせると50%程です。次

### ◇不動産証券化市場の課題（九州・沖縄）



に、①ですけれども、大規模商業施設などの証券化に適した不動産の開発が必要であろうという声が18.5%、2番目です。そして3番目ですね。15.4%の方が言っておられますのが、アレンジャーやアセットマネージャーなど不動産証券化の関連プレイヤーの育成を取り上げております。今後の課題についてのまとめですが、地価動向、賃料動向等については全国的には緩やかに上昇していきだろという大勢の中で、地方については、それよりやや弱気或いは弱含みな見方になっております。そして、地方における不動産証券化市場の課題としましては、情報の充実が必要だということが49.3%、証券化の対象となる物件の開発が必要だという声が18.5%、証券化関連プレイヤーの育成が必要だという声が15.4% 挙がっています。以上が簡単ですが調査結果になります。

### 【今後の課題】 まとめ

#### □市場見通し

- 長期金利 : 緩やかに上昇
- 地価動向 : 全国は緩やかに上昇、地方は横ばい程度中心
- 賃料動向 : 全国は緩やかに上昇、地方は横ばい程度中心
- 証券化市場 : 全国は緩やかに上昇、地方は横ばい～緩やかに拡大

#### □不動産証券化市場の課題(九州・沖縄)

- 不動産投資、不動産証券化商品情報の充実 **49.3%**(合計)
- 証券化対象物件の開発 **18.5%**
- 不動産証券化関連プレイヤーの育成 **15.4%**



次に、この3つの課題をキーワードとして若干我々の方で考察を加えさせて頂いております。課題の考察ということでございます。

まず、何故地方では情報が不足しているのかということですね。情報を充実して欲しいと。これについては、大都市圏に比べて不動産の投資・証券化市場が未成熟であるということが言えるかと思えます。情報が豊富なJリートの保有物件を見て参りますとJリート全体では現在物件数が1122物件です。資産額にすると5兆円に達しようかという規模になっております。これに対して地

### Q1.何故、地方では情報不足なのか？

不動産投資、不動産証券化商品情報の充実 49.3%(合計)

□大都市圏に比べ不動産投資・証券化市場が未成熟

J-REIT保有物件の分析 ※

	物件数	資産額(億円)
J-REIT全体 2006.11.07現在	1,122 (100%)	49,939
地方(北海道・東北・中国・四国・九州・沖縄)	79 (7.0%)	2,811
九州・沖縄	56 39 (3.5%)	1,888
福岡県	46 35 (3.1%)	1,497
九州・沖縄(福岡県を除く)	10 4 (0.4%)	391

[更新状況の関係から全体情報と各地方情報とに不整合箇所あり]

※ ARES『J-REIT View』・『J-REIT Property Database』に基づく当方分析

### Q2.何故、地方の証券化市場が活性化しないのか？

□機関投資家等の投資基準に見合う優良物件が少ない

収益性リスク: 賃料・不動産価格の低下(アンケート市場見通し参照)  
物件規模: 証券化の対象としては大規模物件が好ましい

	J-REIT	私募ファンド	地方	九州・沖縄
1物件あたりの価格 (平均価格:億円)	44	23	36	48

大規模商業施設などの証券化対象物件の開発 18.5%

□地方における大規模開発の可能性は限定的

地方の証券化市場拡大のためには中小規模案件への取組が必要

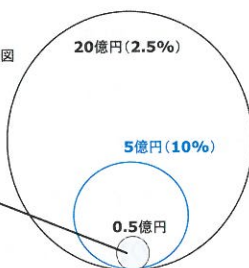
### Q3.何故、中小規模案件の証券化ができないのか？

□一定規模以上でないと証券化のコストを吸収できない

不動産証券化費用項目

- 弁護士費用
- 会計・税理士費用
- 不動産鑑定費用
- エンジニアリングレポート
- マーケットレポート
- SPC設立費用
- SPC期中費用
- ローン手数料
- FA手数料

概念図



方、ここでは北海道・東北・中国・四国・九州・沖縄全体を合わせても79件です。九州・沖縄では39件。この内訳を見ますと福岡県が35件ですから福岡を除くとわずか4件と極めて少数でありますから、情報が充実していなくて当たり前という状況でございます。ただ、この数字は若干古いデータでございますので、直近のところを確認してみますと、九州・沖縄で現在56物件です。福岡県が46物件、福岡県以外ですと10件になっております。ちなみに、この10件のうち5件が沖縄の物件です。10億円台のオフィスが2棟、100億円強のショッピ

ングセンター、それからホテルが70億円台と200億円程の2物件が取得されておりました、九州の中では福岡県について2番目に保有物件が多いという状況であります。

それでは何故地方の証券化市場が活性化しないのかということですが、機関投資家の投資基準に見合う優良物件が少ないということが一番大きな要因であろうと思います。

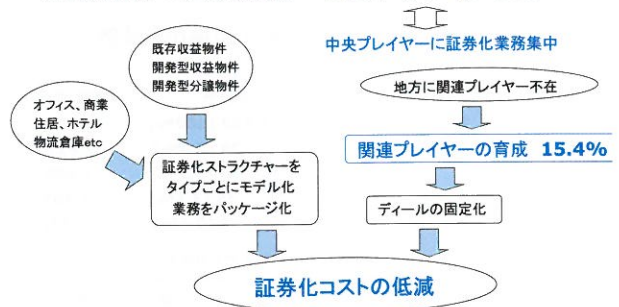
収益性のリスクという点で言いますと、先程も賃料等で弱含みな見通しがありました。ただ、収益性のリスクについては、それに見合う利回りが設定されれば今後解消の道もあるかと思いません。もっと大きな要因は、物件の規模であろうかと思えます。証券化の対象としては大規模物件が一般的に好ましいということになります。一物件あたりの価格を見ますとJリート全体で平均44億円、地方でも40億円前後でございます。少し小ぶりの物件を取得する私募ファンドでも、全体の平均で見ますと23億円という規模でございます。こういった実態も踏まえて、アンケートの結果でも大規模商業施設などの証券化対象物件の開発が望まれるという声が挙がったのだらうと思えます。ただ、地方における大規模開発の可能性というのは、やはり極めて限定的であろうかと思えます。今申しました沖縄の物件でも100億円前後のホテルとか、それ位のレベルのショッピングセンター、そういった開発が数十、数百と開発される可能性というのは現実的ではないと思えます。そこで地方の証券化市場拡大のためには、地方でのそういった証券化のニーズに応えるため、中小規模案件への取り組みが当然必要であろうと考えます。では、何故中小規模案件の証券化が出来ないのかということですが、一定規模以上でないと証券化のコストを吸収できないという現実がございます。冒頭、不動産証券化のメリット

の話ばかりをしましたがけれども、一番大きなデメリットは、不動産証券化を行うためにはそれに必要な一定以上のコストが掛かるということがございます。内容としましては、弁護士、会計士等の専門家の費用、鑑定、エンジニアリングレポート、マーケットレポート、或いはSPC設立等の費用、ローン手数料、ファイナンスアドバイザー手数料、これは所謂アレンジメントの費用ですが、これも中央の大手になりますと、アレンジメントの費用だけで3～6千万円という相場観がございます。ちなみに、この証券化の為の費用が5千万円掛かりますと言った時に、20億円の事業であれば2.5%相当ですから取り組みが可能になってくると思いますが、これが5億円の事業ですと事業費の10%ですからこれではもう利益は残らない、コストが合わないということになります。ですから、我々の方でも色々ご相談を頂きますけれども、最終的にはコスト的に合わないということで断念する案件が多ございます。

それでは、中小規模案件の証券化を可能にする方法はないのかということです。何故高コストになるのかということをもう一度おさらいしますと、証券化の要件としまして、オリジネーターからの倒産隔離、或いは二重課税の回避といったような措置が必要です。そのためには、高度な専門知識が必要となってまいります。しかし、それに対応出来るプレイヤーというのは中央それも限られた方達ということでどうしてもコストの高いプレイヤーに業務が集中していると。これを裏返すと地方に対応出来る関連プレイヤーが不在であるということで、アンケート結果でも関連プレイヤーの育成という声が挙がっていたわけです。地方での不動産証券化については、十分なマーケットがないわけですから、プレイヤーがいなくて当たり前と言えれば当たり前な訳です。今後、このプレイヤー

#### Q4. 中小規模案件の証券化を可能にする方法は？

口倒産隔離・二重課税回避 → 高度な専門知識が必要



が育成され、更にそのプレイヤー間でチームを組んでそのメンバーを固定化するという工夫をして、コストの低減に努めていく必要があると思います。一方で証券化というのはストラクチャーという表現を使いますが、案件毎、プロジェクト毎に仕組みを作りあげていきます。それに多大な労力を使うわけですが、例えば既存の収益物件の証券化、開発型の収益物件或いは開発型の分譲物件、用途についてもオフィス、商業その他これら様々なプロジェクトについて、この証券化ストラクチャーをタイプ毎にモデル化、標準化するという作業、更に一連の業務をパッケージ化するという工夫努力によって、証券化コストの低減というものは図っていけるであろうと考えます。そのためには、地方のプレイヤーとしては、当初は目先の採算性に囚われることなく、中長期的な観点で取り組んで頂きたいという思う次第です。

では、本日の発表の最後になりますけれども、証券化関連プレイヤーを育成する方法はあるのかということですが、これにつきましては専門家の資格制度が本年度スタートしております。社団法人不動産証券化協会がこちらにありますように、投資家保護と市場の健全な発展に寄与することを目的としまして「社団法人不動産証券化協会認定マスター」という資格制度を発足させております。科目としては知識編としまして、不動産と

## Q5.証券化関連プレイヤーを育成する方法は？

### □不動産証券化に関する専門家の資格制度スタート

#### 【社団法人不動産証券化協会】

目的：不動産証券化の専門家に「社団法人不動産証券化協会認定マスター」の称号を与え、投資家保護と市場の健全な発展に寄与すること

科目：知識編「不動産証券化とファイナンスの基礎」「不動産の投資分析」  
「不動産証券化商品の組成と運用」「不動産証券化商品の投資分析」  
演習編「不動産投資分析」「不動産ファイナンス」「不動産証券化商品分析」

※ 2006年第1回認定者 810名

#### 【国土交通省】2006.07.18日本経済新聞記事より

地方の不動産証券化市場の育成に乗り出す

資格制度：講習を修了した人に「証券化・地域マイスター」という資格与える

支援制度：地方の証券化プロジェクトをモデル事業として選び費用を支援する

ファイナンスに関する4科目、こちらの講義を受けて試験に合格しますと次に演習編に入ります。この演習編では「不動産投資分析」「不動産ファイナンス」そして「不動産証券化商品分析」これらの演習レポートを提出しまして、この審査に合格しますと認定マスターということで認められます。今年の春、第一回の認定者が810名誕生しております。今現在2回目の試験等が行われており1200名の方が受講中という状況です。それからもう一つ、国土交通省の方でこれは、今年の7月の新聞記事からですが、地方の不動

産証券化市場の育成に乗り出すという記事が掲載されております。資格制度としましては証券化・地域マイスターという資格制度です。そして同時に支援制度としまして、地方の証券化プロジェクトをモデル事業として選び、費用を支援することです。まだ地方においては、殆んどマーケットは形成されていない状況ですけれども、日本において証券化ビジネスが成長したのはこの5年程です。地方においてもこれから5年10年というスパンで考えていけば、こういった資格者も育ってきますでしょうし、コスト低減による地域の活用ニーズに応えることも十分可能ではないかと思えます。我々不動産鑑定士も、こういった関連プレイヤーの一翼を担うものとして、高度な専門知識の習得、それから実務に対する積極的な取り組みというものを通じまして、地域における証券化市場の拡大活性化に微力ではありますが、貢献して行きたいと思っております。以上で研究発表を終わります。どうもご静聴有難うございました。

