

兵庫県(不動産証券化手法等によるPRE活用に関するモデル団体支援事業)

第2回 不動産証券化手法等による不動産活用に関する検討会

「地方圏における中心市街地活性化への “まちづくり”による取組みと課題」

～高齢者住宅整備事業への不動産証券化を用いた支援業務事例～

株式会社UESパートナーズ 代表取締役
(特非)日本不動産カウンセラー協会 理事

松田成哉

2015年12月16日

講師プロフィール

【略歴】

昭和38年4月生

昭和61年03月 慶応義塾大学 卒業

昭和61年04月 米子信用金庫 入庫

平成17年02月 同金庫 総合企画部長

平成19年04月 ウェールズ大学 入学(就学のため休職)

平成21年03月 同校大学院 修士課程修了

平成21年04月 米子信用金庫 復職(総合企画部長)

平成26年08月 同金庫 戦略営業担当顧問

在職中は、地域マネー循環型ポイントカードシステムの企画・立案・実施、地元企業の企業再生に向けた市民参加型のファンドの企画・立案・実施を手掛ける など、ストラクチャード業務等を通じ、地域密着型金融を推進してきた。

現在 株式会社UESパートナーズ 代表取締役

【資格等】

- ・日本不動産カウンセラー協会 不動産カウンセラー(理事)
- ・日本CFO協会 ジェネラルCFO
- ・ウェールズ大学 経営学修士

【所属学会】

- ・日本経営システム学会
- ・経営情報学会

【著作】

- ・A Study of Management Strategy for Credit Union
(Journal of Japan Association for Management Systems / Vol.26)
- ・Management Problem of Credit Union in Local Area
(Journal of Japan Association for Management Systems / Vol.27)
- 他

【委嘱・受託事業等】

- ・国土交通省 平成26年度 第3回「不動産ファイナンス研究会」委員
- ・国土交通省 平成26年度「不動産証券化事業アドバイザー会議」委員(日本経済研究所)
- ・国土交通省 平成27年度「不動産ストック再生・利用推進会議」委員
- ・国土交通省
日本経済研究所 平成26年度「不動産証券化手法の活用促進に向けた地方の人材育成支援業務」
日本経済研究所 平成27年度「地方都市の不動産ファイナンスの環境整備支援事業」

はじめに

- ▶ “地方創生”安倍政権下にあって重要政策の本格的推進に向け、昨年9月、政府内には「まち・ひと・しごと創生本部」が設置され、現在、地方自治体も国の支援を得るため、官民一体となって地方版の総合戦略策定を急いでます。
- ▶ 本年6月4日、民間有識者でつくる日本創成会議(座長 増田寛也元総務相)は、東京など1都3県で高齢化が進行し、介護施設が2025年に13万人分不足するとの推計結果をまとめています。またその推計結果を受け同会議は、施設や人材の面で、医療・介護の受け入れ機能が整っている全国41地域を移住先の候補地とした。講師の住む鳥取県米子市もその候補地の1つとして挙げられています。
- ▶ 地方都市では、都会地よりも高齢化が進展していることから民間を主体に高齢者向けの住宅整備事業が早くから行われてきました。また地方都市では、どこもが中心市街地の衰退に頭を悩ませており、その活性化が地方創生に向けての動きの中でも引き続きの課題です。
- ▶ 地方都市における中心市街地活性化への取組み、その一環として企画された“まちなか”での高齢者住宅整備事業。本研修会では、この事業に対し、講師が地域金融機関職員であった当時に実施した不動産証券化を用いた支援業務、これを地方都市における不動産ファイナンス手法の一つの例として紹介し、「まち」の視点から地方創生という政策課題にアプローチするとともに、地方都市の不動産ファイナンスの環境整備(不動産証券化)について考えて行きたいと思います。

1-1. 中心市街地(商店街)活性化への取組状況

- 信用金庫とは、業法によって事業区域を地区として規定される特殊な業態にある中小金融機関である。
- 疲弊する地域経済の中、地域との運命共同体
 - ⇒ 使命は、地域への信用供与を継続すること
 - ⇒ 地域活性化に資する役割を果たすこと
 - ∴ その存在を地域社会から支持される
- 米子信用金庫もリレーションシップバンキングが行政導入される以前から
 - “まちづくり”“ひとづくり”“げんきづくり”
 - をテーマに地域活性化に取り組んできた。
 - その中でも「まちづくり＝中心市街地の活性化」と捉え街づくりに特に注力してきた近年の歴史がある。



1-2. 中心市街地(商店街)活性化への取組状況

- ▶ 平成16年: シャッター通りとなっていた**商店街にある空ビル**を、**若者向けの商業施設**として**リノベーション**するプロジェクトに参加してファイナンス面から事業を支援した。
- ▶ 平成19年: 商店街近くに位置する当金庫の支店には「**商店街創業相談窓口**」を設置し、貸し店舗情報を提供したり、創業にあたってビジネスプランの立案をサポートしたりと、**若者が起業しやすい環境整備**に取り組んできた。
- ▶ “街”ごと、**インキュベーション施設**にしようという試みである。
- ▶ その成果もあり、現在では、カフェ、ブティック、雑貨、ヘアーサロン、リラクゼーションサロン、ファニチャー等々**数十店舗が集積する若者の商業ゾーン**が形成されるに至っている。

1-3. 中心市街地(商店街)活性化への取組状況

- ▶ 若者が起業する上で、中心市街地がもたらしてくれるメリット
⇒ 店舗を構えるのに、買うにせよ、借りるにせよ“安い”
 - ・ 立上げ時のイニシャルコストを抑えられる
 - ・ 開業後のランニングコストが低い
- but 街中から遠く離れた郊外であってもインフラの整ったロードサイドは不動産価格が高く、わずかな元手で事業を起こしたい若者には条件が整わない
(地方ではドーナツ化から中心市街地の地価の下落が著しい)
- ▶ 取組みの成果により、シャッター通りだった商店街の一角は若者の商業ゾーンとして活気を取り戻している。

1-4. 中心市街地(商店街)活性化への取組状況



2-1. さらなる活性化に向けた課題とその解決

- ▶ 一見、街には甦りをはかろうとの姿が外観される

but やはり**活気や賑わいに不足感**がある

⇒ いくら若く元気のある商業者をリーシングし、商店街の街並みを再び整えても、やはりそこに住まいする人がいなければ、“街”は本当の意味での活気や賑わいを取り戻せない

※ 活気があった、賑わいがあった頃の商店街では、商売や仕事をするだけでなく、人がそこに住まいしていた。また、人が住まいすれば、そこに向けた事業を起こすことにより、商業・サービス業が存立する。

- ▶ 『人が街中に住まいするようになること』

これが中心市街地・商店街のさらなる活性化を導くための課題

2-2. さらなる活性化に向けた課題とその解決

- **仮説①**:そこで商売や仕事をする若者たちに、安価な住まい環境を提供すれば、街中に住まいしてくれる。
- **検証①**:中心市街地の商業ゾーンで働く若者たちへインタビュー
- **結果①**:若者たちの文化では職・住が共にある環境を是としていないとのこと。なぜならば、自分たちは、オン、オフを明確に区別しているからとのこと。
- **仮説②**:住宅地を用意すれば、30～40代を世帯主とする3～4人の家族が住まいしてくれる。
- **検証②**:米子市郊外の住宅分譲地で開催されたハウスメーカーや地元ビルダーが共同で主催した住宅見学会を中心とした住宅フェア来場者にインタビュー
- **結果②**:若者によって形成された商業ゾーンの中に建てたとする。確かに、インフラの整った郊外の分譲地よりも、取得価格を低く抑えることが可能であり、魅力的。だからといって、実際に生活が始まれば、そこで商売や仕事をする若者にとっても、そこに住まいする家族にとっても違和感があるだけであるとのこと。

2-3. さらなる活性化に向けた課題とその解決

- **仮説③**: 街中に住まいする需要を喚起できるのは、シルバー層とそれに続くシニア層である。
- **検証③**: 米子市郊外にある有料老人ホーム等3施設に入所中の方々にインタビュー
- **結果③**: 中心市街地にある商店街は、その盛んなりし頃、縁日に夜市を開くなど家族連れで出かけて催しを楽しめるアミューズメント要素も備えた“経験価値が得られる魅力ある場所”であり、今でも当時のことを“懐かしく思え、ノスタルジーな気分になれる場所”であるとのこと。
住環境として整備が進み、介護や医療のサービスの提供を受けられるのであれば、住んでみたいとのこと。

2-4. さらなる活性化に向けた課題とその解決(資料)

米子市町別人口世帯数統計表

平成23年12月1日現在

| 年齢 | 男 | 女 | 計 |
|----------|---------------|---------------|---------------|
| 56 | 926 | 910 | 1,836 |
| 57 | 944 | 953 | 1,897 |
| 58 | 967 | 1,090 | 2,057 |
| 59 | 950 | 1,070 | 2,020 |
| 60 | 1,092 | 1,113 | 2,205 |
| 61 | 1,042 | 1,198 | 2,240 |
| 62 | 1,244 | 1,330 | 2,574 |
| 63 | 1,301 | 1,345 | 2,646 |
| 64 | 1,250 | 1,321 | 2,571 |
| 65 | 805 | 938 | 1,743 |
| 66 | 797 | 859 | 1,656 |
| 67 | 891 | 1,018 | 1,909 |
| 68 | 910 | 1,030 | 1,940 |
| 69 | 799 | 990 | 1,789 |
| 70 | 866 | 975 | 1,841 |
| 71 | 712 | 911 | 1,623 |
| 72 | 622 | 829 | 1,451 |
| 73 | 635 | 823 | 1,458 |
| 74 | 708 | 887 | 1,595 |
| 75 | 713 | 870 | 1,583 |
| 76 | 655 | 829 | 1,484 |
| 77 | 543 | 799 | 1,342 |
| 78 | 554 | 784 | 1,338 |
| 79 | 540 | 846 | 1,386 |
| 80 | 491 | 769 | 1,260 |
| 計 | 20,957 | 24,487 | 45,444 |

| 年齢区分 | 男 | 女 | 計 |
|----------|---------------|---------------|----------------|
| 15歳未満 | 10,912 | 10,392 | 21,304 |
| 15歳～64歳 | 45,712 | 46,365 | 92,077 |
| 65歳以上 | 14,400 | 21,393 | 35,793 |
| 計 | 71,024 | 78,150 | 149,174 |

米子市では、
56歳からのシニア層、65歳からのシルバー層、
80歳までの人口が全体の30%以上を占める。

(出所)「米子市HP人口統計」より著者が引用して加工
<http://www.city.yonago.lg.jp/secure/6513/20110301.pdf> アクセス:2014/09/17

2-5. さらなる活性化に向けた課題とその解決

➤ 結論:

インタビューという実証での検証により、仮説①・②は棄却され、仮説③は支持された。

また、人口動態の面から見ると、地方圏、特に当地にあっては、大都市圏よりもはるかに高齢化の進展が早く、中山間地の過疎部では独居高齢者の方の安否確認を地域ぐるみで行っている状況にさえある。

これら仮説検証と地域事情からして明らかなのは、街中に住まいる需要を喚起できるのは、シルバー層とそれに続くシニア層である。

ここにスポットを当てたのが、今回の事例でも紹介する街中における介護サービス付高齢者専用賃貸住宅プロジェクトであり、今後の中心市街地のさらなる活性化に向けた課題として取り上げられる街中居住に一つの解決策を与えてくれる取組みである。

3-1. 信用金庫としての使命と抱える事情（取組動機）

- ・ 地域マネーが地域に循環する仕組みの中核的役割を果たしている
- ・ 地域の資産劣化は、信用金庫の資産劣化
- ・ 様々な環境変化に対応し、資産の劣化を防ぐ必要がある
- ・ ポリティカルな環境変化への対応もその一つ
- ・ 地域や利用者への与信、その経営に強く、深くコミットしていかなければならない



（出典：一般社団法人 環境不動産普及促進機構HPより）



（出典：医療法人 養和会 パンフレット）

3-2. 信用金庫としての使命と抱える事情（取組動機）

社会保障と税の一体改革の経緯①



平成20年 **社会保障国民会議** ～ 持続可能性から社会保障の機能強化へ

→ 「持続可能な社会保障構築とその安定財源確保に向けた中期プログラム」(H20.12)

→ 平成21年度税制改正法附則第104条(H21.3)

「政府は、基礎年金の国庫負担割合の2分の1への引上げのための財源措置並びに年金、医療及び介護の社会保障給付並びに少子化に対処するための施策に要する費用の見通しを踏まえつつ、(中略)遅滞なく、かつ、段階的に消費税を含む税制の抜本改革を行うため、平成23年度までに必要な法制上の措置を講ずるものとする」

平成21年 **安心社会実現会議** ～ 安心と活力の両立

政府・与党における検討

平成22年10月 政府・与党社会保障改革検討本部



平成22年12月 「社会保障改革の推進について」(閣議決定)

「社会保障の安定・強化のための具体的な制度改革案とその必要財源を明らかにするとともに、必要財源の安定的確保と財政健全化を同時に達成するための税制改革について一体的に検討を進め、その実現に向けた工程表とあわせ、23年半ばまでに成案を得、国民的な合意を得た上でその実現を図る」

平成23年2月～7月:社会保障改革に関する集中検討会議

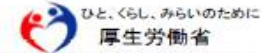


- 社会保障・税一体改革成案(平成23年6月30日政府・与党社会保障改革検討本部決定、7月1日閣議報告)
- 社会保障・税一体改革素案(平成24年1月6日政府・与党社会保障改革本部決定・閣議報告)

(出典:厚生労働省公表資料より)

3-3. 信用金庫としての使命と抱える事情（取組動機）

社会保障と税の一体改革の経緯②



平成24年2月17日：社会保障・税一体改革大綱閣議決定



- 大綱に基づく法案作成 ⇒ 与党審査

5月～：社会保障・税一体改革関連法案の国会審議



社会保障制度改革推進法（自民党・民主党・公明党の3党合意に基づく議員立法）

- 社会保障改革の「基本的な考え方」、年金、医療、介護、少子化対策の4分野の「改革の基本方針」を明記
- 社会保障制度改革国民会議の設置を規定

税制抜本改革法（消費税率の引上げ）／子ども・子育て支援関連3法／年金関連4法 が成立

平成25年8月6日：国民会議報告書とりまとめ



社会保障制度改革国民会議（委員は15名の有識者により構成（会長：清家篤 慶應義塾長））

- 改革推進法により設置され、20回にわたり議論
- 総論のほか、少子化、医療、介護、年金の各分野の改革の方向性を提言

10月15日：社会保障制度改革プログラム法案の提出



社会保障改革プログラム法案（社会保障制度改革の全体像・進め方を明らかにする法律案）の提出

- 社会保障4分野の講ずべき改革の措置等について、スケジュール等を規定
- 改革推進体制の整備等について規定

12月5日：社会保障制度改革プログラム法の成立、同13日：公布・施行



今年（平成26年）の通常国会以降：順次、個別法改正案の提出

（出典：厚生労働省公表資料より）

3-4. 信用金庫としての使命と抱える事情（取組動機）

平成26年度診療報酬改定

社会保障制度改革国民会議

医療・介護分野の改革

平成25年8月6日
社会保障制度改革国民会議

社会保障制度改革国民会議報告書（抜粋）

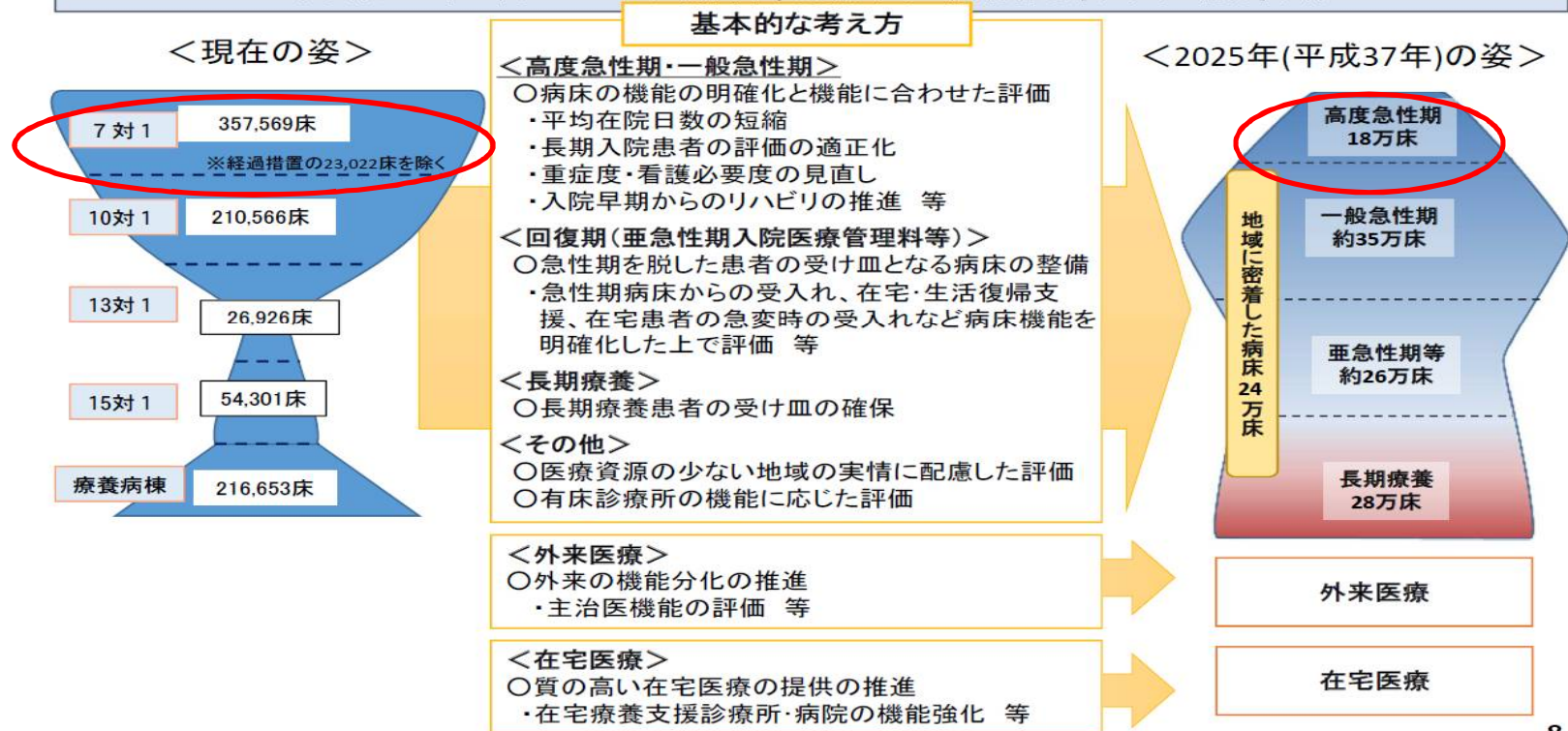
- 急性期から亜急性期、回復期等まで、患者が状態に見合った病床でその状態にふさわしい医療を受けることができるよう、急性期医療を中心に人的・物的資源を集中投入し、入院期間を減らして早期の家庭復帰・社会復帰を実現するとともに、受け皿となる地域の病床や在宅医療・在宅介護を充実させていく必要がある。この時、機能分化した病床機能にふさわしい設備人員体制を確保することが大切であり、病院のみならず地域の診療所をもネットワークに組み込み、医療資源として有効に活用していくことが必要となる。
- この地域包括ケアシステムは、介護保険制度の枠内では完結しない。例えば、介護ニーズと医療ニーズを併せ持つ高齢者を地域で確実に支えていくためには、訪問診療、訪問口腔ケア、訪問看護、訪問リハビリテーション、訪問薬剤指導などの在宅医療が、不可欠である。自宅だけでなく、高齢者住宅に居ても、グループホームや介護施設その他どこに暮らしていても必要な医療が確実に提供されるようにしなければならず、かかりつけ医の役割が改めて重要となる。そして、医療・介護サービスが地域の中で一体的に提供されるようにするためには、医療・介護のネットワーク化が必要であり、より具体的に言えば、医療・介護サービスの提供者間、提供者と行政間など様々な関係者間で生じる連携を誰がどのようにマネージしていくかということが重要となる。

（出典：厚生労働省公表資料より）

3-5. 信用金庫としての使命と抱える事情(取組動機)

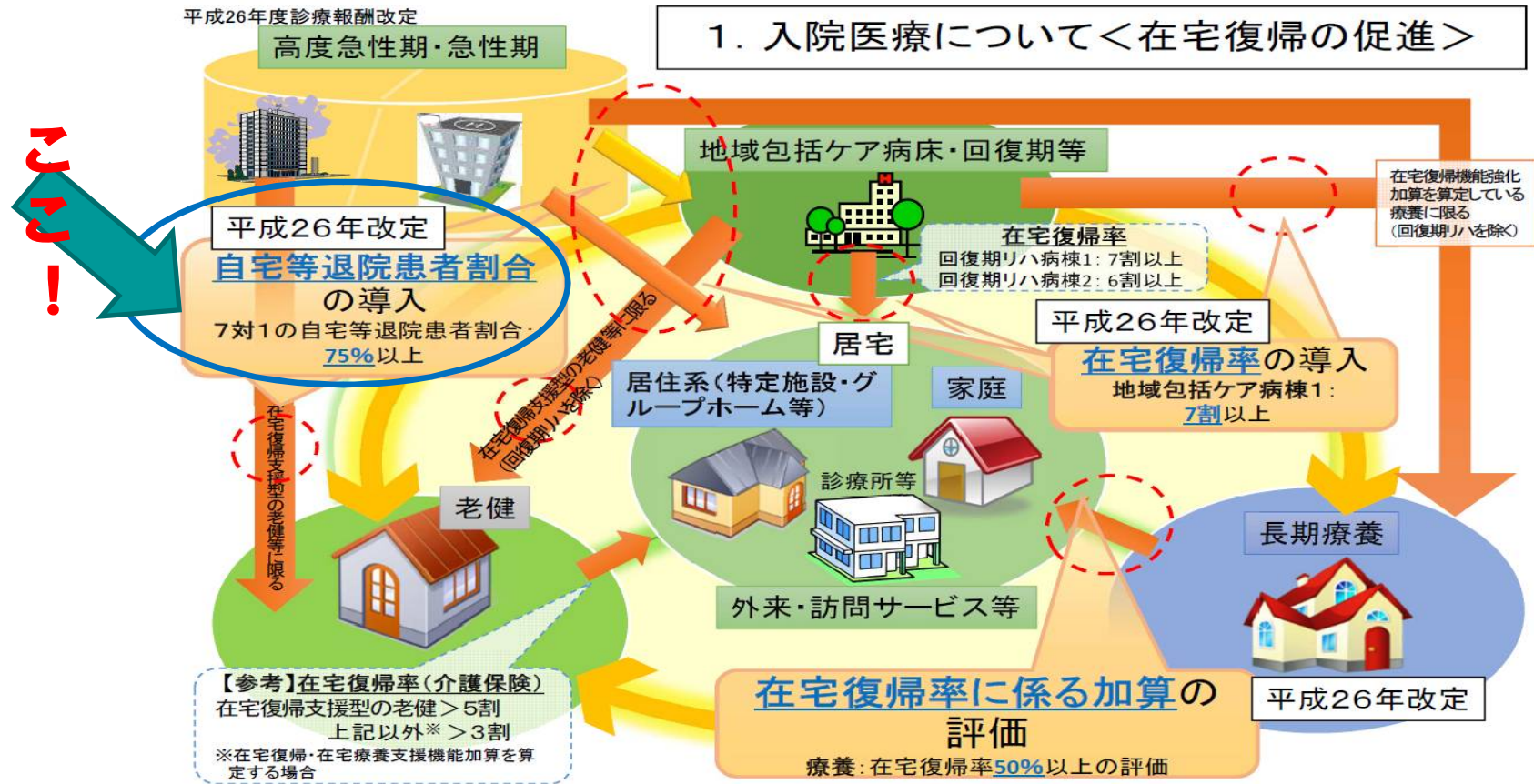
平成26年度診療報酬改定

「次期診療報酬改定における社会保障・税一体改革関連の基本的な考え方」(概要)
(平成25年9月6日 社会保障審議会 医療保険部会・医療部会)



(出典:厚生労働省公表資料より)

3-6. 信用金庫としての使命と抱える事情（取組動機）



(出典：厚生労働省公表資料より)

3-1. サ高住プロジェクトの概要

- 当該プロジェクトは、米子市中心市街地活性化基本計画(計画期間:平成20年4月～平成26年3月)において「中心市街地の居住を促進する地域」として指定された区域内で進めることとなった。
- 建設地は商店街に隣接しており、道伝いに直接商店街の通りから出入りできる。
- 74戸の高齢者向け賃貸住宅と小規模多機能型の介護施設が同じ建物内にあり、入居者は建物から出ることなく介護サービスが受けられる。
- 希望すれば配食サービスも受けられる。
- 自立生活が送れる方から介護を必要とする方まで、シニア層からシルバー層までを入居対象とした**適合高齢者専用賃貸住宅**である。
- 平成23年5月にオープン、施設運営に不備や不具合がないよう入居時期を分け、徐々に入居者を増やして行く方針とのことであったが、**1年を待たずに満室**となった。
- 用地買収、建設、オープンに至る総事業費は、約7.8億円。

3-2. サ高住プロジェクトの概要(計画地)



3-3. サ高住プロジェクトの概要（外観写真）



3-4. サ高住プロジェクトの概要(施設パンフレット)

**お元気な方も、介護や医療が必要な方も
安心して入居できます。**

認知症、糖尿病、吸引が必要な方など、要介護5の方まで入居可能な住宅です。お気軽にご相談ください。

**24時間
スタッフ常駐**
シニアマンションこうやまち
杏号館のサービスと、
地域との連携で
しっかりサポート!

介護 **医療**
食事 **生活**

居室

より充実した在宅サービスを提供します

在宅サービス 仁風荘
中心市街地
こうやまち
杏号館
訪問看護
ステーション
養和病院
訪問リハビリ
ステーション
24時間
定期巡回
訪問介護

在宅だから、きめ細かい個別のサービスが充実。

住む

食事

サポー **介護ケア**

1階 小規模多機能ホーム 仁風荘こうやまち
2階 居宅支援センター 仁風荘こうやまち
訪問介護ステーション
定期巡回・随時対応型訪問介護看護 仁風荘こうやまち

キッチン
洗面所
浴室
居室
廊下
トイレ
サニタリー

4-1. ファイナンスアレンジ(FA)する上での問題

- 社団法人「全国市街地再開発協会」(以下、略称である「URAJA」という)が設定する“**街なか居住再生ファンド**”の導入を視野にファイナンススキームを組み立てた。
- ただし、この支援制度は、不動産証券化の仕組みを用いたプロジェクトに対して行なわれることを想定して設計されており、プロジェクトの規模からすると**地方圏は経済規模が小さいため、その想定は相対的にかなり大きなもの**となってしまう。
- かつ不動産証券化では、SPV(特別目的事業体)が倒産しないように倒産隔離されていなければならず、優先劣後構造等によって信用が補完されるものの、不動産証券化商品への流動性が付与されることを要件としており、**当然デット側でもノンリコースローンや特定社債の私募による引受対応が必須**となる。

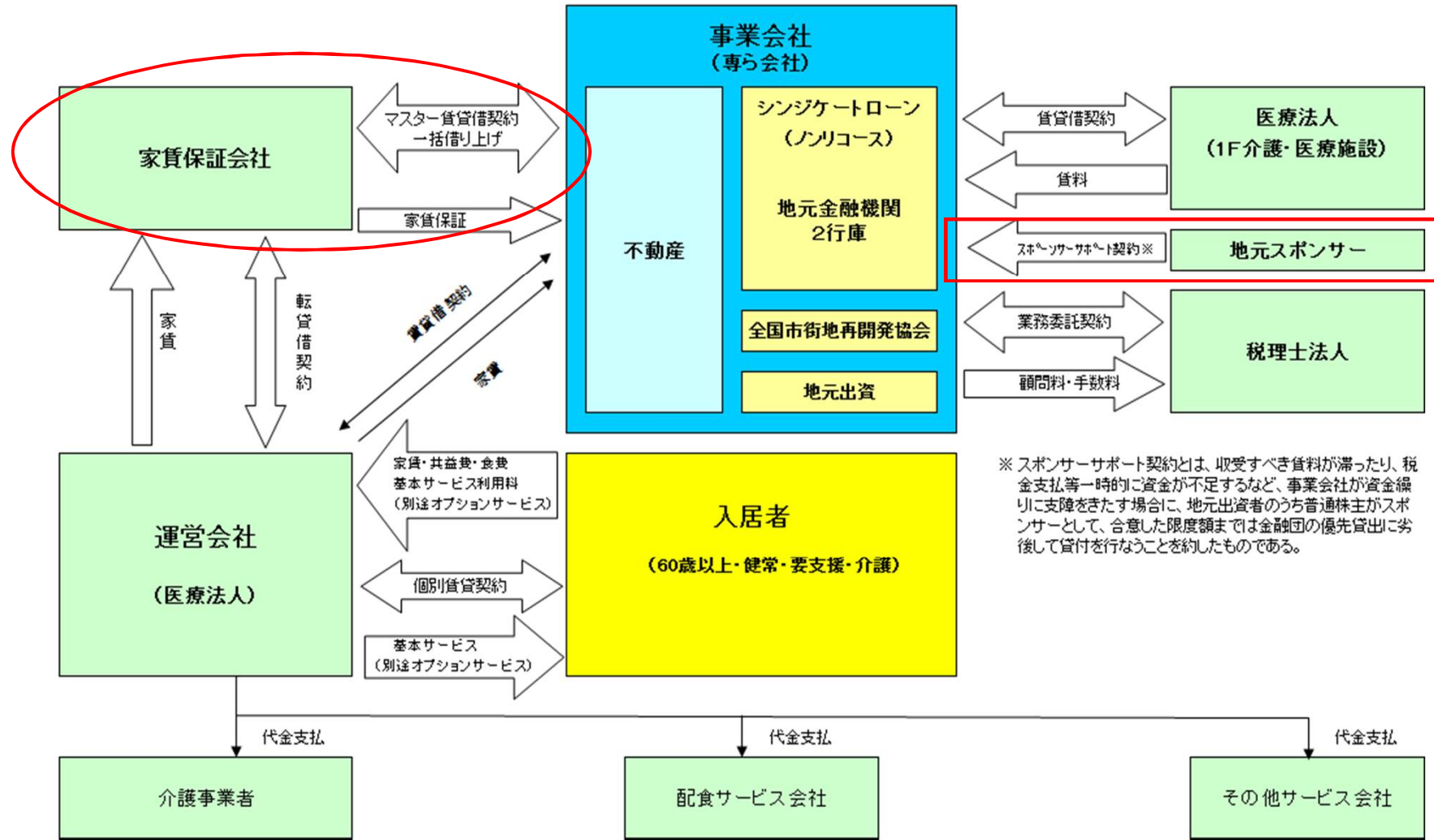
4-2. ファイナンスアレンジ(FA)する上での問題

- よって、前頁の条件から地方圏で当該支援制度を利用しようとする、次のような問題が指摘された。
 - ① プロジェクトの規模が小さく、想定している**証券化コストを吸収できない**。
 - ② 仮に地権者が所有地を拠出してオリジネーターになったとしても、地価が低いことから建設コストに比較して都会地より相対的に**原資産となる出資部分が少なくなり**、結果、この支援制度による出資も少ないものとなってしまう、**その有効性が低くなる**。
 - ③ 地価が低い分、賃料設定も抑えざるを得ず、PV(期待される将来キャッシュフローの現在価値)も低く、**プロジェクトの価値**に着目して責任財産を当該物件及び付帯する財産権・請求権に限定する**ノンリコースローン**は馴染まない。

5-1. FA上の問題を解決するための工夫

- ▶ 前頁の通り指摘された問題をファイナンスをアレンジする上での課題として認識し、次のような工夫を施した。
 - ① 会社法の種類株式を用いて優先劣後構造を構築し、かつ定款上で事業目的や代表取締役の執行権限等を詳細にわたって規定することにより制限を加える「専ら法人」として、流動化に至らないまでも擬制的にはあるが不動産を証券化、当該支援制度を利用する上での適格要件を備えることで解決した。ただし、資産流動化法による税制面での特別措置が適用されないことから、二重課税については回避できていない。
 - ② デット側すなわち当金庫ならびに協調金融機関からの調達割合を増やすことで解決した。ただし、レンダーからすると保全の面、期間の面において相当以上のリスクを負担することとなった。地域振興に資する事業であると評価し、リスク負担を認容した。
 - ③ サブリース手法を使って仕組みを運営する保証会社の家賃保証制度を採用するのに併せ、将来、事業資金が不足する万が一の事態に備え、普通株による出資者をスポンサーとしてサポート契約を締結、劣後融資をコミットしてもらうことで信用を側面的に補完し、ノンリコースローンで対応した。

5-2. FA上の問題を解決するための工夫(図解)



6-1. 2号事業でのブラッシュアップ

- 1号事業では、浮上したファイナンス・アレンジ上の様々な問題に対し、かなりの工夫とリスクテイクをアレンジャーとして、レンダーとして行なった。
- 2号事業では、着手前にこれら問題に対し、解決策を練り、開発事業スキームとしてもファイナンススキームとしてもブラッシュアップを図ることができた。
- 一番のポイントは、介護事業オペレーターを**公募**することで、当初から**参加するについての条件を明らかにした**ことにある。

<運営会社参加条件>

- 1) 出資合計 103,000,000円
 - (平成24年5月中旬) 一般社団法人設立出資 3,000,000円
(TMKは一般社団法人の100%出資小会社)
 - (平成24年6月中旬) 土地手付金(TMK⇒地権者) 5,000,000円一時融資
(運営会社⇒TMK)
 - (平成24年6月下旬) 優先出資1億円(運営会社⇒TMK)
 - (平成24年7月中旬) 5,000,000円一時融資を返済(TMK⇒運営会社)

6-2. 2号案件でのブラッシュアップ

<運営会社参加条件> (続き)

2) 月額賃料合計 3,881,000円

※ 運営会社による一棟借上げ(固定) ※建物延床面積により変動

① 住居および共有部分(テナント以外)

オープン後1~3ヵ月0円 → 4~7ヵ月50%賃料 → 8ヵ月以降100%

1Fテナント以外 + 2~4F ⇒ 5,800円/坪 × 617坪 = 3,578,600円(非課税)

② テナント部分

6,300円/坪 × 48坪 = 302,400円/月(税込)

3) 賃貸条件

① 駐車場賃料は別途必要(8,000円/台) MAX27台可能

② 建物維持費・水光熱費は、運営会社負担

③ 食堂椅子机・共有TV1台・洗濯機各階はTMK負担

④ 租税公課・建物火災保険・修繕費500,000円/年はTMK負担

⑤ テナント部分内装工事費・設備工事費は運営会社負担

6-3. 2号事業でのブラッシュアップ

<運営会社参加条件> (続き)

4) オープン後5~7年で下記のいずれかを実行する。(TMK設立時に契約)

① **不動産(建物・土地)を運営会社を買取る**

※ 売買価格は、買取り時点における不動産鑑定評価額を基準とした価格とする。
ただし、買取価格は、優先出資、ノンリコースローンと特定社債の残債の合計額を最低保証額とする

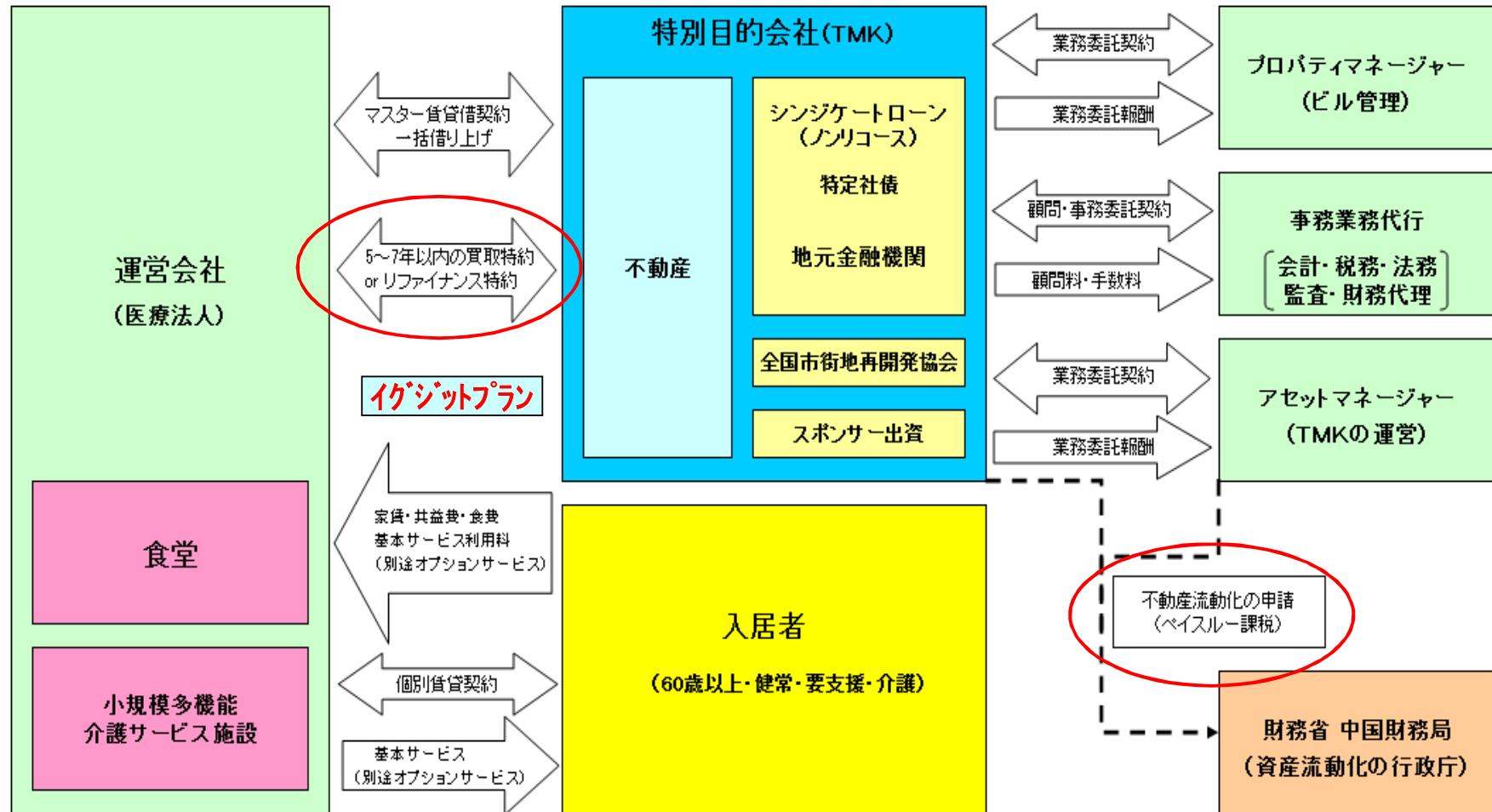
※ 買取り後は運営会社所有不動産として運用

② **TMKを存続させる(運営会社が優先出資を買い受け、TMKを存続させる)**

5) その他

- ・ 平成24年6月末までに基本設計完了の為の意思決定を行う
- ・ 基本設計完了後速やかに「サービス付高齢者向け住宅」の登録を行う
- ・ 建物計画については、運営会社の意思を反映できる(協議要)
- ・ 1Fテナント部分は再賃貸も認める(用途については協議要)
- ・ 建物内外装及び設備仕様については「シニアマンション壱号館」に準ずる

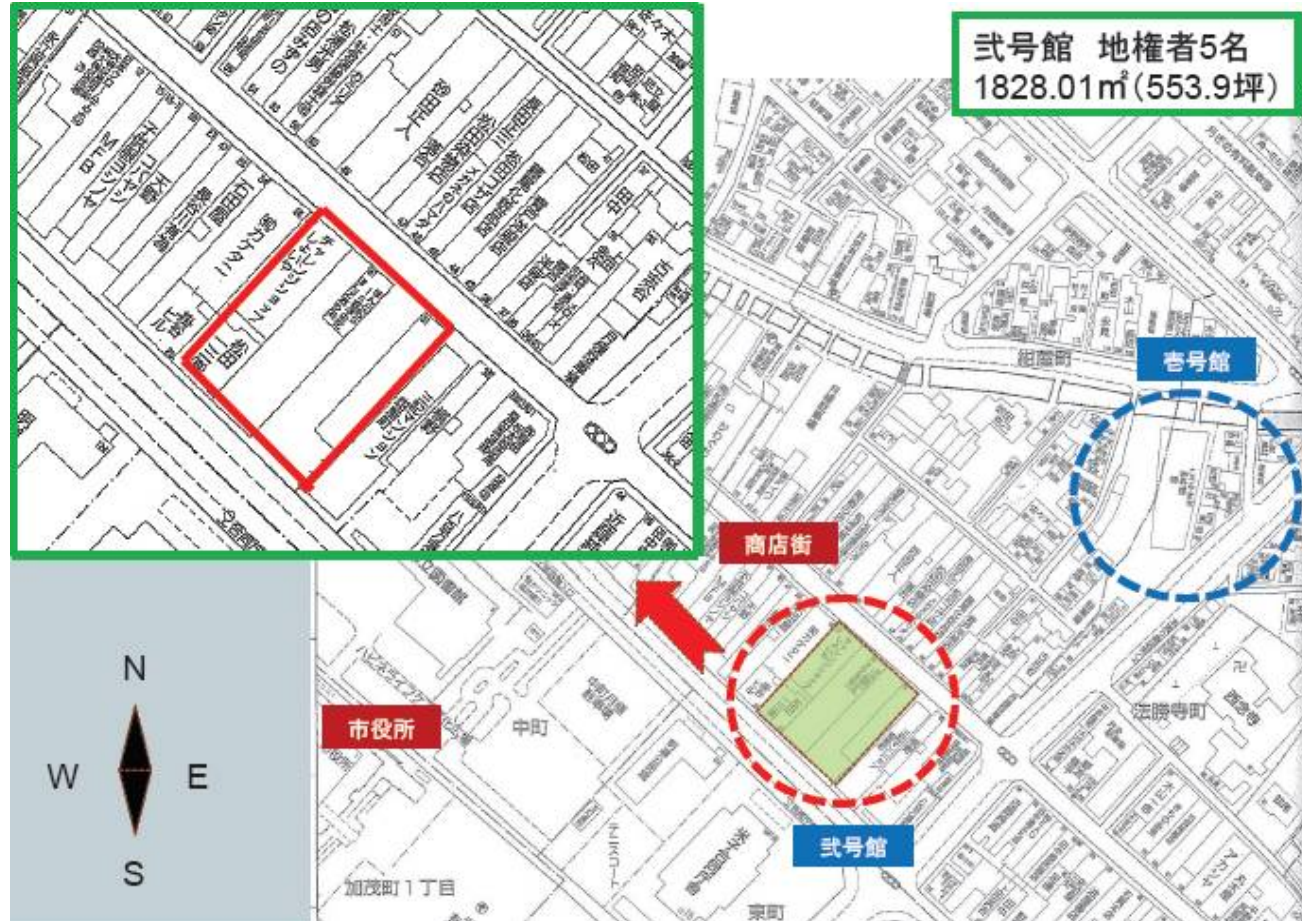
6-4. 2号事業でのブラッシュアップ(図解)



7. 「1号事業」と「2号事業」の比較表

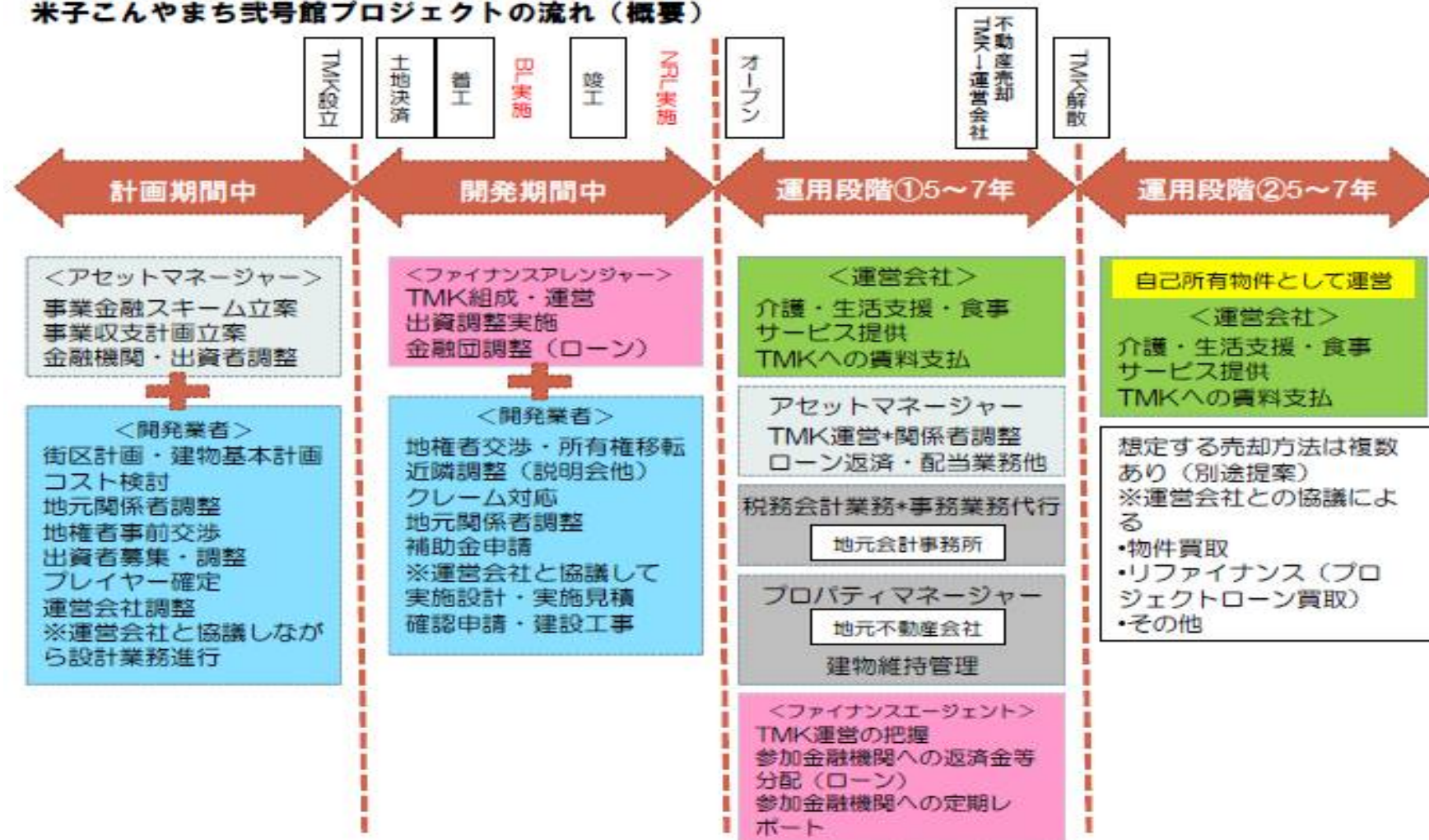
| | 1号案件 | 2号案件 |
|----------------|-----------------------------------|-----------------------------------|
| 法人形態 | 一般株式会社 (専ら法人) | 特定目的会社 (TMK) |
| 資産流動化法の適用 | | |
| 不動産流動化計画の申請 | — | ○ |
| 課税上の特別措置 | 二重課税問題 | ベイスルー課税 |
| 優先劣後構造による信用補完 | ○ | ○ |
| 資金調達 | | |
| エクイティー | | |
| 基金相当部分 | 事業アレンジャー 建設会社 | 一般社団法人 (医療法人) (建設会社) |
| 優先出資部分 | | |
| 地元事業主体等 | 優先株式 (地元協力者・小口投資家) | 優先出資 医療法人 介護事業会社 |
| まちなか居住ファンド | URAJA | URAJA |
| デッド | | |
| 特定社債 | — | 2行庫私募引受 |
| ノンリコースローン | 2行庫シンジケートローン (25年間アモチ、フルペイアウト) | 4行庫シンジケートローン (7年間アモチ、期限残額一括償還) |
| 保全 | | |
| 責任財産限定 | ○ | ○ |
| サブリース方式による家賃保証 | ○ | — |
| スポンサーサポート契約 | 建設業者 | — |

8. 「2号事業」の計画地



9. 「2号事業」の工程表

米子こんやまち式号館プロジェクトの流れ（概要）



10. 「2号事業」の概観図

商店街に面した米子の
中心市街地に誕生しました



竣工：2013/10/25

オープン：2013/12



(附録) 2つのPJから得た知見と導出された仮説

(得た知見)

- 地方圏での開発には、ヘルスケア、特に高齢者居住・福祉に資するものは、当てはまりが良い。
- 医療は“国”、介護は“民間”とした方向性には疑問。
- 地価の低い地方圏の不動産開発では、レシーのクレジットに依存。
- 医療法人のコーポレートクレジットに置換することで、デベロッパーやレンダーのとり開発リスクや開業時リスクを抑制。
- 証券化初期の段階でも、プロジェクトのバリューを一部、マスターレシーとなる医療法人のクレジットにより補完。
- 有力な医療法人や学校法人(注)等がマスターレシーになるのが、バリューアップには最適。
注)付帯事業として介護事業が認められるようになり、実習と就職の場を兼ね専修学校が介護科を開設、経営に乗り出してきている。

(導出された仮説)

- 面的な再生が必要。大規模開発ではなく、エリア内に小規模な開発を点在させ、PJを起こす。
- 点と点をつなぎ線へ。線は重なり・つながり、やがて面へ。
- 投資家リスクの観点から、運用対象不動産は、単体、単独ではなく、ポートフォリオを組むことが必要。
- 似通った事情にある地方圏でいくつもこのようなPJを(金太郎飴のように)展開。
- 優先出資や特定社債はとりまとめ他のビークルに譲渡して、小口証券化。
- そのセカンダリー商品を、地域金融機関が各地で、地元一般投資家に私募。
- 少額からの投資が可能で、地域貢献にも参加できる(広域型)市民ファンドの組成が可能。
- このような過程を経て、地方圏の不動産の流動性・市場性が高まる。

⇒ 地方圏における不動産市場の活性化に一役

(補考-1) 市民ファンドへの指向 ~1号事業のリストラクチャリング~

- 1号事業、2号事業ともにではあるが、これらプロジェクトでは、不動産の市場流動性・流通性を高めることを意図して不動産証券化手法を用いたわけではなく、**再開発事業のための一つのファイナンス手法として不動産証券化の仕組み**を採用した経緯にある。
- しかし、このような地域振興に資する事業への取組みは、特定のプロジェクト関係者に参加を限定するのではなく、**地域ぐるみ、市民参加により広く普及させていく**ことが次々と地域振興に資する事業を連鎖的に起こすことにつながるとの考えに至った。
- **1号事業**は、入居が開始してしばらくの期間が経過しており、地元での認知度も相当に高まっていたことから、先ずこちらの事業を市民参加型のものへ移行することを指向した。
- ただし、そのためには、地元投資家にとって、地域貢献へ参加する意識を満足させると同時に、**投資商品としても相応の魅力**を訴求できる**必要**があった。
- 前述のように、**二重課税について回避できていない**ことから配当に薄く、よって、小口証券化しても投資商品として一定の満足を得る利回が確保できないという問題を解決しなければならない。
- 事業期間の一つの目処をノンリコースローンが完済される時期とするとするならば25年の長きに渡っており、その間に**SPCが担税するキャッシュアウトは億を上回る額になる**ことが試算された。
- その解決策として、事業を二重課税が回避できるスキームへ**リストラクチャリング**することが考えられた。

(補考-2) 市民ファンドへの指向 ~1号事業のリストラクチャリング~

● TMKスキームへの移行の検討

- 2号事業で採用されたTMK方式は、資産流動化法に基づく不動産流動化計画の申請・許可を経て行われる。しかし、今回のリストラクチャリングにおいては、資金移動を伴うことがなく、採用は適わなかった。

● GK-TKスキームへの移行の検討

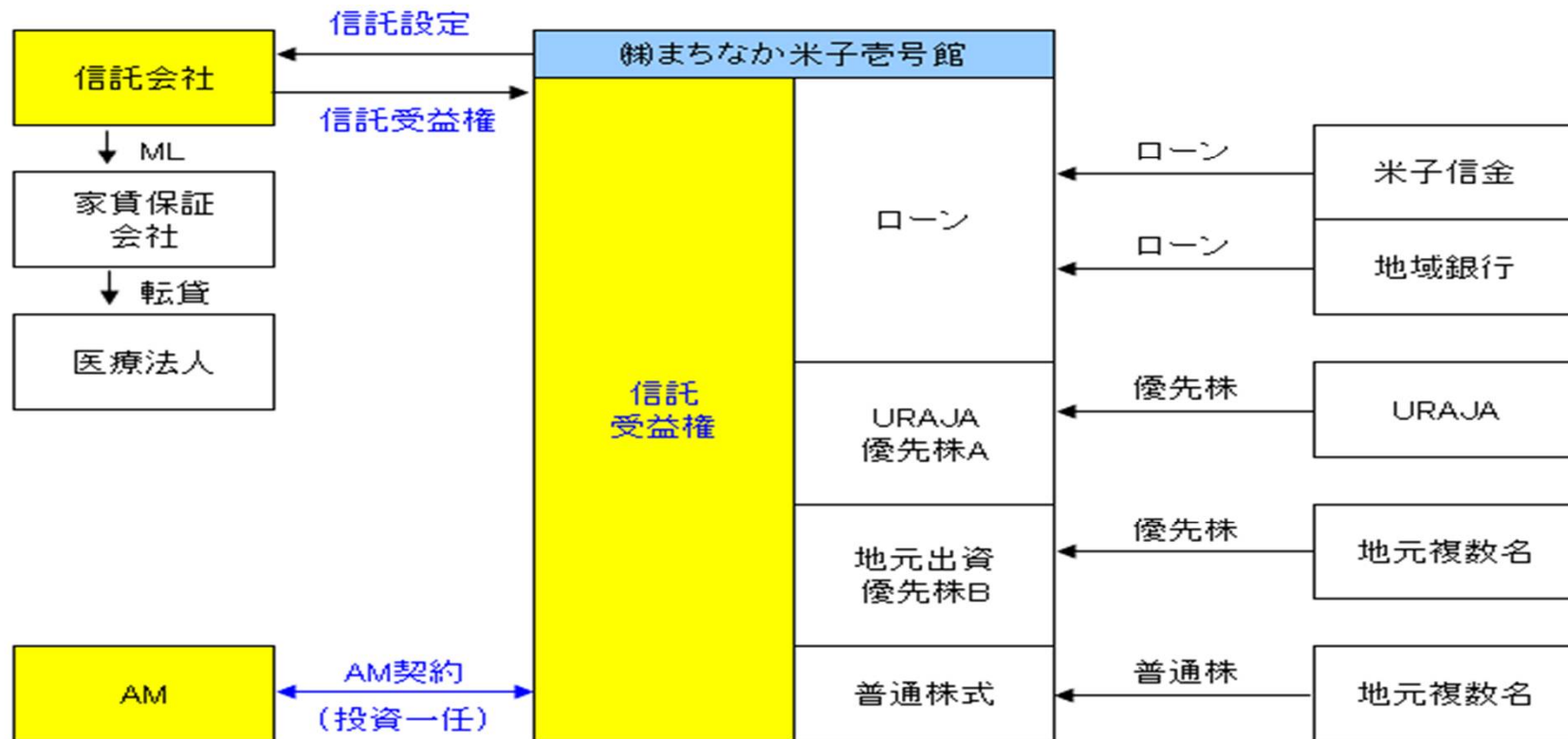
- そこで、簡易な集団投資スキームとして過去、あるいは最近では再生可能エネルギー事業分野でも多く用いられてきたGK-TKスキームを採用し、ペイスルー課税によるのではなく、パスルー課税が適用されることで二重課税が回避されるスキームへ移行することが考えられた。
- スキームの移行手順については、現行スキームから、2段階のフェーズを経て移行を完了するものである。(次頁以降の図を参照)
- ここでは、1号事業のSPC(専ら会社:MK)を委託者として信託設定を行い、新たなSPC(合同会社:GK)を設立、得た信託受益権を出資財産として匿名組合契約(TK)を締結、TK持分の現物でMKの優先株を償還して移行するというものである。

(補考-3) 市民ファンドへの指向 ~1号事業のリストラクチャリング~

~変更後スキーム~

GK-TKスキーム

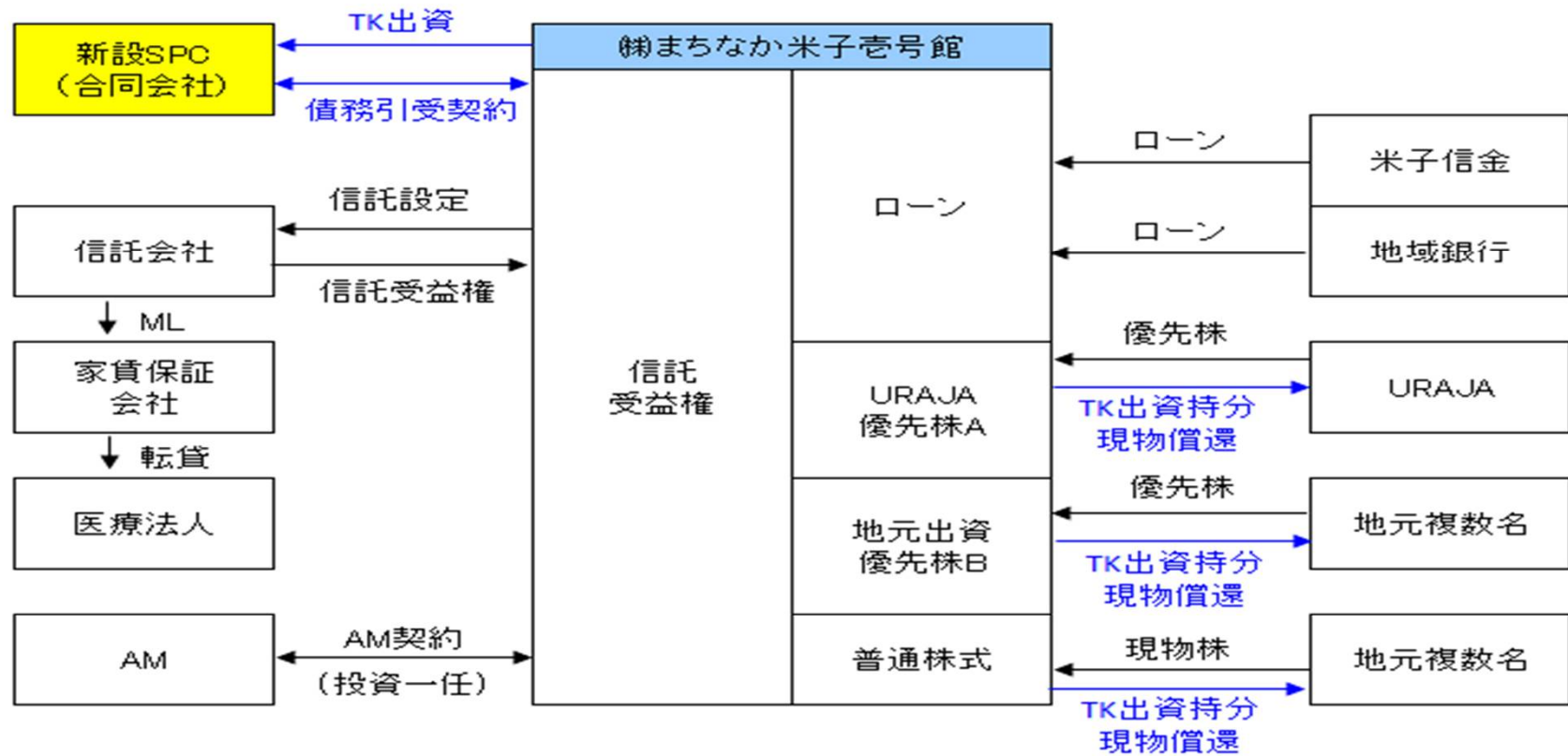
~フェーズ1~



- ・ AMは榊まちなか米子壺号館との間のAM契約を解除し、投資一任契約として締結し直す。
- ・ 榊まちなか米子壺号館が当初委託者となり、信託設定を行う。

(補考-4) 市民ファンドへの指向 ~1号事業のリストラクチャリング~

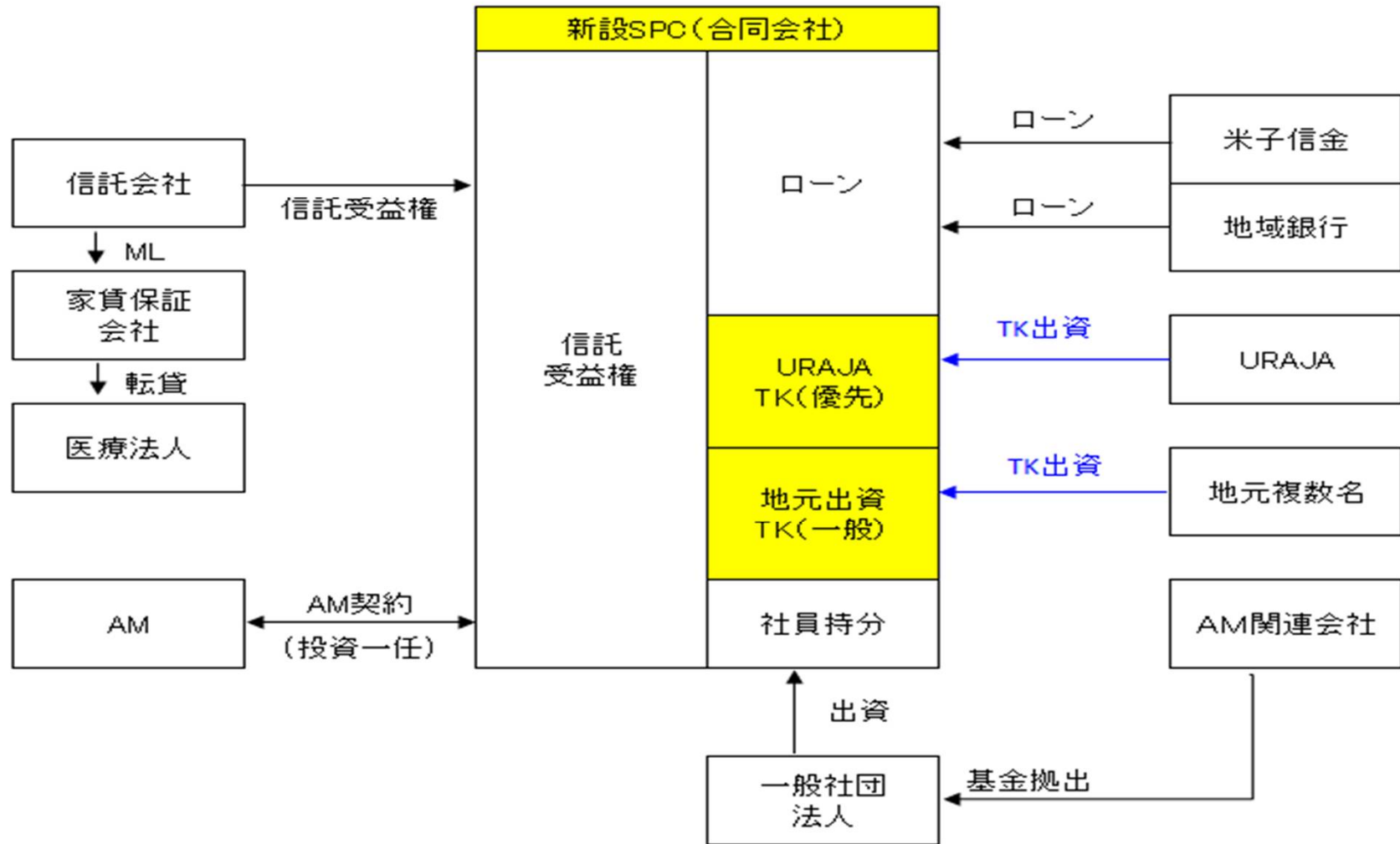
~フェーズ2~



- ・新設SPC(合同会社)を設立
- ・米子壺号館は、新設SPCとの間で信託受益権を出資財産とする匿名組合契約を締結
- ・米子壺号館は、匿名組合出資持分現物により、優先株の償還を行う。
- ・新設SPCは米子壺号館の借入金にかかる債務引受を行う。

(補考-5) 市民ファンドへの指向 ~1号事業のリストラクチャリング~

~完了図~



(補考-6) 市民ファンドへの指向 ~1号事業のリストラクチャリング~

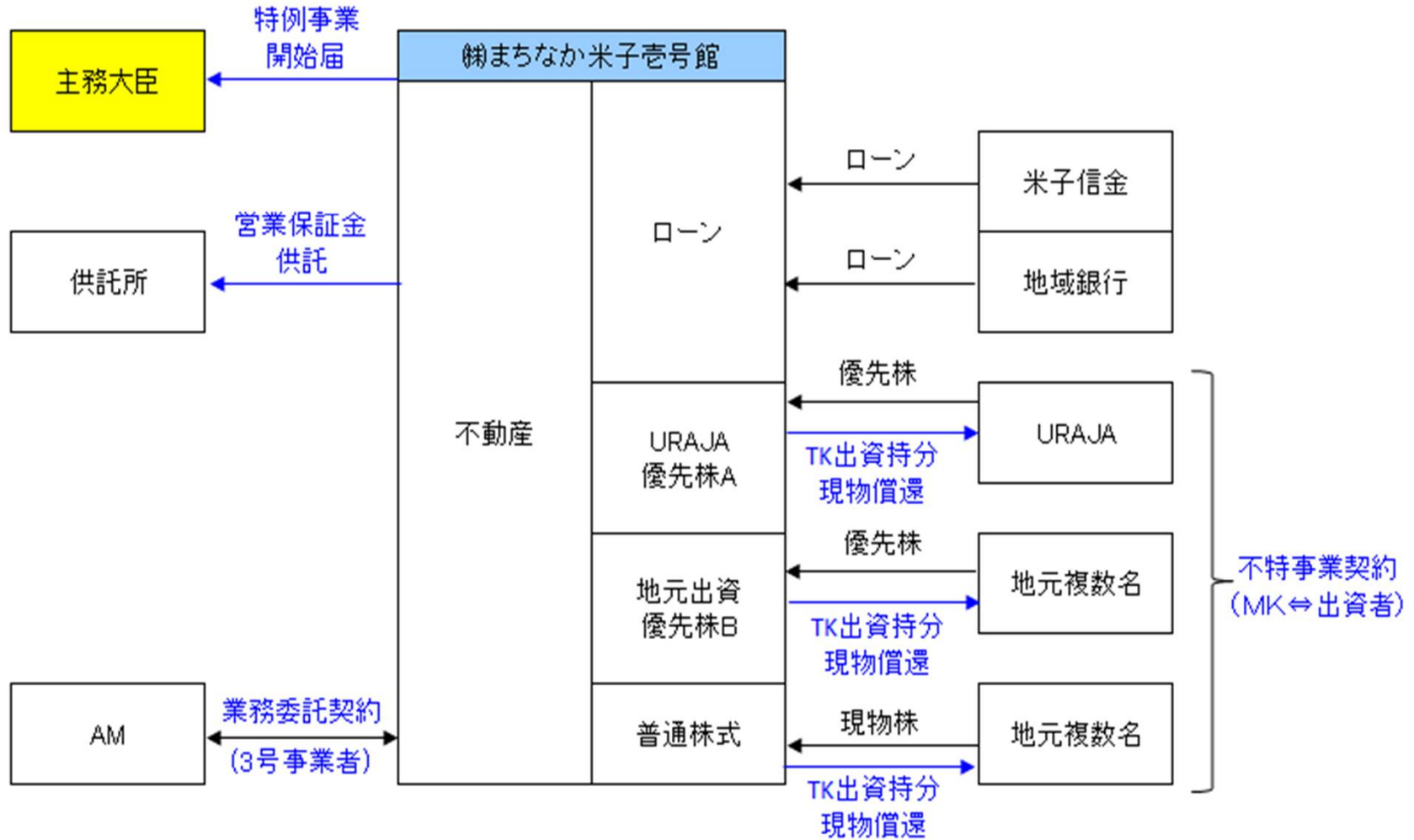
前述の移行方法によるとMKのもつ不動産を信託受益権化するため、**信託にかかるコスト負担**が生じることになり、また信託受益権をGKに**現物出資する際、消費税も負担**することになる。

● MK-TKスキームへの移行(不動産特定共同事業法の特例事業の活用)

- 平成25年に改正された不動産特定共同事業法であるが、その改正では、法に基づき許可を受けた3号事業者と言われる特定共同事業者(アセットマネジャー:AM)に不動産取引にかかる業務を委託することを前提に届出を行うことにより、**SPCは特例事業者として現物不動産を所有**して特定共同事業を開始することが認められる。
- 課題となった信託受益権化にかかるコストを負わずに済むと同時に、**不動産の所有権が移転しないことから、不動産流通税(不動産取得税や登録免許税)も発生せず**、リストラクチャリングコストを抑えながら二重課税の問題について解決できるスキームへの移行が可能になると考えられた。
- 現物償還を行い優先株等減資の手続を行う手続となっているが、この場合、MKの発行していた株式を現物償還するために締結する匿名組合出資契約についての勧誘業務は、金融商品取引法上の第二種金融商品取引業の登録を受けており、不動産特定共同事業法に基づき許可を受けた4号事業者へ委託される。
- 本件リストラクチャリングは既に完了しているが、その後、この匿名組合出資(2項有価証券)を**小口契約にアレンジ**し、4号事業者に勧誘・媒介を委託することで、地元の一般投資家が金融商品として購入、投資することができるようになり、**市民ファンドに向け歩を進めることが可能**となった。

(補考-7) 市民ファンドへの指向 ~1号事業のリストラクチャリング~

~不特法特例事業~



おわりに

- ▶ 地元では、米子市から近隣市である松江市、出雲市へと波及し、3号案件、4号案件を動かし始めています。高齢化の進展、中心市街地の活性化のための街中居住といった地方圏が抱える二つの問題に対して、これだけ明快な答が用意された事業はないのではないのでしょうか。
- ▶ 中心市街地を活性化していく上で取り組んだ不動産ファイナンス手法(不動産証券化)でしたが、この紹介した実例の中でお気付きいただきたいことがあります。それは、**リソースベース**に立った、しっかりとした**マーケティングの重要性**です。
- ▶ 不動産開発やその運用に携わる者は、不動産に関してその評価やファイナンスといった専門的知識を有するのは当然のことです。それと同時に、不動産の再生や活用については、一般に営まれている事業と同じように、地域活性化のための**ソーシャルマーケティング**、つまり「**経営資源となり得るものは何か?**」、事業性としての**エリアマーケティング**、すなわち「**需要を生む仕組みとは?**」といったマーケティングの視点からのカウンセリングやアドバイジングを実施できなければなりません。
- ▶ 需要調査を行うについても、仮説を設定し、実証により検証してマーケティング戦略の妥当性を評価すべきであり、それをもって事業を企画していくことが重要です。
- ▶ これら**経営視点で企画したり、開発したりする、それに適ったファイナンス手法を用いることが**、PREを活用したPPP等の推進を図る上で、実は最も重要なことなのではないのでしょうか。

ご清聴ありがとうございました。