

2007. 10. 31 土地月間記念講演

## 地方都市における不動産証券化の潮流とその可能性

野口秀行事務所  
代表 野口秀行  
hinoguc@pn6.speednet.ne.jp

### 1. 金融再編に揺れる地域金融

#### (1) 金融再編下の地域金融

大手銀行が、みずほ、三菱東京UFJ、住友三井、りそなどのグループに統合再編、その波は地方銀行にも及び始めている。

徹底した効率化と合理化が求められる銀行経営

#### ①最近の地域金融機関の再編・統合の例

2003	わかしお銀行が三井住友銀行に吸収合併 親和銀行と九州銀行が合併→ 親和銀行（九州親和ホールディングスの子会社） 北陸銀行と北海道銀行が統合→ ほくほくフィナンシャルグループ
2004	関西銀行と関西さわやか銀行が合併→ 関西アーバン銀行 広島総合銀行とせとうち銀行が合併→ もみじ銀行 西日本銀行と福岡シティ銀行が合併→ 西日本シティ銀行
2006	奈良銀行とりそな銀行が合併 関東つくば銀行、茨城銀行が合併予定→ ひたちの銀行（中止された） 紀陽銀行と和歌山銀行が合併→ 紀陽フィナンシャルグループ 山口銀行ともみじホールディングスが統合→ 山口フィナンシャルグループ
2007	山形しあわせ銀行と殖産銀行が合併→ きらやかホールディングス

#### ②公的資金注入を受けた地方銀行

問題を抱えた地方銀行を救済するために、公的資金が注入されてる。

北海道銀行、足利銀行、関東つくば銀行、東日本銀行、八千代銀行、千葉興業銀行、岐阜銀行、もみじ銀行、西日本シティ銀行、親和銀行、熊本ファミリー銀行、琉球銀行

## (2) 変化する地域金融 (地域資金の循環～資金の半分が域外流出～)

都道府県別金融機関の預貸率 (2004年3月末) (単位: 億円、%)

	預金残高	貸出金残高	預貸率		預金残高	貸出金残高	預貸率
北海道	309,610	13,455	434.4	滋賀	90,205	34,121	37.8
青森	67,071	33,560	50.0	京都	222,296	97,874	44.0
岩手	71,006	27,399	38.6	大阪	803,898	498,978	62.1
宮城	126,050	57,637	45.7	兵庫	402,292	159,005	39.5
秋田	67,465	24,018	41.5	奈良	105,351	31,592	30.0
山形	106,742	29,970	42.9	和歌山	83,739	23,868	28.5
福島	495,654	44,736	42.0	近畿	1,707,781	845,438	49.5
東北	495,654	216,320	43.6	鳥取	38,130	16,256	42.6
茨城	180,822	69,768	38.6	島根	45,464	16,497	36.3
栃木	128,687	51,391	39.9	岡山	137,315	51,657	37.6
群馬	138,215	56,307	40.7	広島	207,120	94,976	45.9
北関東	447,724	177,466	39.6	山口	96,360	32,831	34.1
埼玉	421,027	161,578	38.4	中国	524,389	212,217	40.5
千葉	347,858	135,368	38.9	徳島	66,084	22,895	34.6
東京	2,187,591	1,775,311	81.1	香川	87,993	30,094	34.2
神奈川	563,061	248,354	44.1	愛媛	102,982	47,037	45.7
1都3県	3,519,537	2,320,611	65.9	高知	51,961	20,863	40.2
新潟	157,509	60,567	38.5	四国	309,020	120,889	39.1
山梨	60,997	23,591	38.7	福岡	288,571	152,873	53.0
長野	160,213	61,163	38.2	佐賀	47,388	16,318	34.4
甲信越	378,719	145,323	38.4	長崎	76,726	34,269	44.7
富山	87,883	37,649	42.8	熊本	92,961	36,293	39.0
石川	86,136	38,674	44.9	大分	69,367	29,562	42.6
福井	65,568	25,520	38.9	宮崎	50,860	20,273	39.9
北陸	239,587	101,843	42.5	鹿児島	84,862	35,714	42.1
岐阜	161,269	65,276	40.5	沖縄	48,348	29,132	60.3
静岡	276,802	123,818	44.7	九州	759,083	354,434	46.7
愛知	595,001	245,455	41.3	全国	9,853,519	5,106,441	51.8
三重	129,317	42,906	33.2				
東海	1,162,317	477,455	42.4				

**(3) 整理統合により減少する金融機関****①金融機関の破綻件数**

1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年
30	44	14	56	0	1	0

**②95年以降10年間に経営破綻した地域金融機関数（合併による救済数は除く）**

第二地方銀行	11
信用金庫	25
信用組合	133

**③地域金融機関数・店舗数の減少状況**

	機関数			店舗数		
	95.3末	05.3末	増減	95.3末	05.3末	増減
地方銀行	64	64	0	8,039	7,549	▲ 490
第二地方銀行	65	48	▲ 17	4,777	3,322	▲ 1,455
信用金庫	421	298	▲ 123	8,523	7,878	▲ 645
信用組合	373	175	▲ 198	2,975	1,922	▲ 1,053

**(4) 地域金融機関の経営効率**

<2004年度の銀行のOHR（経費率）>

都市銀行		信託銀行		地方銀行		第2地方銀行	
三井住友	37.7	中央三井	33.6	横浜	39.1	熊本ファミリー	51.0
みずほCB	38.0	三菱	43.2	北陸	48.2	もみじ	52.4
UFJ	42.9			足利	48.5	東京スター	54.1
				千葉	50.7	京葉	55.5
				北海道	52.6	北洋	56.3
平均	45.4		43.1		60.5		63.1
りそな	46.2			但馬	78.1	仙台	77.2
(あおぞら)	47.3			みちのく	78.1	南日本	77.6
東京三菱	49.1	UFJ	47.1	富山	78.1	山形しあわせ	79.0
埼玉りそな	58.8	住友	49.9	東北	79.3	殖産	81.6
みずほ	59.1	みずほ	55.7	清水	80.6	奈良	84.7

\*業態別のOHR（経費率）は、都市銀行の45.4%に対し、地方銀行60.5%、第2地方銀行が63.1%となっている。100円の業務純益を上げるのに、都市銀行は50円で済むのに対して、地方銀行は63.4円、信用金庫は74.3円を必要としている。

**(5) 地域における資金循環****①岩手県内の地域金融機関の業態別預貸率と貸出シェア (単位: %)**

	預貸率			貸出シェア		
	1994. 3	1999. 3	2004. 3	1994. 3	1999. 3	2004. 3
地方銀行	52. 1	56. 9	51. 2	47. 6	47. 2	47. 0
第二地方銀行	61. 4	65. 8	60. 6	18. 4	18. 4	30. 6
信用金庫	60. 0	69. 1	59. 5	14. 5	15. 5	18. 1
信用組合	56. 7	53. 3	48. 5	1. 2	1. 1	14. 6
労働金庫	47. 3	60. 6	68. 1	2. 5	3. 3	0/6
農業協同組合	34. 4	38. 7	37. 3	12. 5	11. 4	11. 7

\*岩手県内の地域金融機関は、銀行では岩手銀行、東北銀行、北日本銀行の3行、信用金庫は盛岡信用金庫など7信用金庫、信用組合は岩手県医師信用組合など2信用組合などがあるが、全業態の県内預貸率は99年に若干の上昇こそ見られたが、2004年度末の預貸率は94年度末の水準に戻っている。すなわち県内で地域金融機関に集められた預貯金のうち県内で貸し出しに回っているのは約半分でしかないということ。

**(6) 金融再編下での地方都市におけるファイナンスの解決策**

～地方都市における都市開発事業の資金調達について～

地銀や第2地銀の再生は端緒についたばかりです。

これから本格的な業界再編が進められることとなります。

地方都市の再開発事業等に対する地域金融機関の融資の仕振りは、このような金融環境の変化に伴いいきおい慎重になってこざるを得なくなってきました。

そうすると、今後は単純な銀行借入のみに依存する資金調達手法からの脱却も視野に入れておく必要があります。

ここで誤解があってはならないのですが、あくまでも地方都市における都市開発事業の資金調達手段の中核は、地元金融機関からの借入であるということです。

調達金利も最も低いと見られます。

ただし、地方によっては、その地域金融機関の体力が著しく損耗し、長期にわたって投資回収しなければならない事業やベンチャー企業に対するリスクマネーの供給には二の足を踏まざるを得ない状況にある場合もあるということです。

その場合は、異なった資金調達のスキームを考えなければなりません。

その新たな資金調達スキームは、大きく分けて2つあります。

その一つは、不動産の流動化を中核とするものです。

いま一つは、コミュニティ金融と呼ばれるものです。

## 2. 解決策：地方都市における不動産証券化

### (1) 地方都市におよび始めた不動産証券化の波

大阪および福岡に、地域に特化したREIT会社（阪急グループによる阪急リート投資法人、福岡地所グループによる福岡リート投資法人）が相次いで設立され、地方都市における不動産の流動化に拍車がかかりつつある。

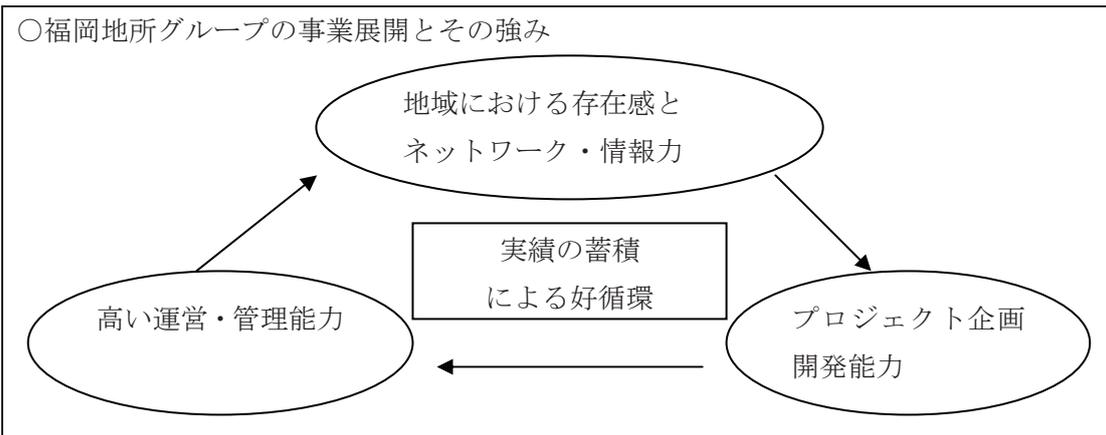
#### ①地域に根付いたディベロッパー ～福岡地所グループ～

##### 事例1：福岡REIT

福岡リート投資法人の設立母体となっているのが福岡地所グループ。

グループ企業19社の中核に福岡地所株式会社があり、不動産賃貸住宅資産総額は九州で業界1位の座を占めている。グループ内は、大きく5つの事業部門で構成されており、九州最大の総合ディベロッパーと言える。

(福岡地所グループの概要)	
■グループ会社数	19社
■中核会社	福岡地所株式会社
■所在	福岡市博多区住吉
■設立	昭和36年7月
■グループ総売上	700億円
■営業利益	88億円
■資産総額	2,500億円
■従業員数	2,200人



## ②福岡市の状況

まず、福岡地所グループが事業展開している福岡における開発状況を概観してみる。

以下は、日本評価システム株式会社によるレポート（2004年）からの引用だが、福岡の状況がよく分かると思われる。

### <不動産ファンドが狙う福岡>

2004年4月6日の日本経済新聞は、不動産ファンドの運用対象物件が、これまでの首都圏中心から大阪、広島、福岡などへ分散投資もかねて拡大していると報じている。国内勢、外資の不動産ファンドが地方中心都市の一等地に照準を合わせて取得している理由として、首都圏の投資物件が、市場の過熱感に対する先行き懸念と利回り低下により、投資魅力が低下してきたのに比べ、ここにきて地方の優良物件の高利回りや割安感が注目されてきた点があげられる。

特に福岡市の場合、すでに天神地区のオフィスビルのいくつかがJ-REITの組成物件になっているが、さらに不動産ファンドによる物件取得が進む勢いだ。この傾向は天神地区の九州における1極集中の高い潜在力が注目されている証と言える。東京は、ファンドバブルで仕入れ価格が高騰、現実のテナントの需給動向と乖離し、投資適格性に問題がでてきたが、福岡の場合、6~7%と比較的に高利回りであるなど全国的に注目を集めている。

平成16年度の公示価格で見ても県内の商業地の全体の下げ幅が拡大する中、福岡市の中心部、福岡市中央区天神一丁目と同地域の最高価格地点である商業施設「天神コア」は、前年比3.0%値上がりした。中央区天神では3月に岩田屋新館がオープンしたほか、九州新幹線の部分開業で南九州からの集客も見込め、さらに4月にはRKB跡地に大型商業施設が完成、来年2月には地下鉄3号線（天神南-西区・橋本間、12キロ）の開通を控えるなど、商業地としての潜在力向上が織り込まれて公示価格が上がったと言える。

こうした傾向は、周辺の大名、今泉地区に波及し、変動率ゼロの地点が現れている。近年、このエリアは、民家やビルの1階を利用したユニークな飲食店や衣料品店が並ぶ若者の人気スポットとなっており、東京資本の進出が盛んでテナントの空きが殆どないといわれている。

住宅地も都心天神に近いほど下げ止まりの傾向がでてきており、遠距離の郊外住宅地が依然として下げ止まらないのと対照的な動向を示している。

このような傾向を背景に今年3月、天神地区に近い中央区清川ならびに博多駅周辺の賃貸マンションを組み込んだ住居系マンション特化ファンドも誕生した。UFJつばさ証券と投資用マンション1棟売りの地元マンションデベロッパーディックスクロキは単身・ディンクス層をターゲットとした賃貸マンションを組成物件とする私募型の不動産投資ファンドを立ち上げた。資産規模30億円をノンリコースローン65%、エクイティ35%で調達、運用期間は3年となっている。UFJつばさ証券はストラクチャリング、SPCの資金調達を行い、ディックスクロキは、PMのフィーのほか1.3億円劣後出資することでエクイティ配当を受け取る。ディックスクロキはこれまで市内で賃貸マンションを開発し、外資系投資ファンドに売却してきた実績を持っている。

不動産流動化の動きも活発になっている。福岡銀行は、地銀初のノンリコースローン融資により、不動産流動化市場に本格参入。福銀事業金融部は「不動産流動化を通じて事業融資に取り組むことで収益機会の拡大や地域経済活性化につながる」と期待しており、その第一号とし地元大手デベロッパー福岡地所が福岡市博多区に建設中の事業規模約90億円、九州最大級のオフィスビルの流動化に取り組んだ。

「流動化の対象となるのは、十月末に完成予定の「呉服町ビジネスセンター」ビル。事業主体の福岡地所が住友信託銀行にビル不動産を信託し、所有権を移転。福岡地所は住友信託銀から受けた信託受益権を特定目的会社（SPC）に売却する。SPCはテナントからの賃料を福銀への融資返済や出資者（機関投資家など）への配当に充てる。福銀の融資は、企業を対象とした従来型の「コーポレート融資」と異なり、対象不動産の収益性を判断基準とした「プロジェクト融資」のノンリコースローン。このため、福岡地所など大手デベロッパーでなくても、不動産の収益性があると判断されれば融資を受けることが可能となる。」西日本新聞（2003.08.26）

さらに天神のNHK福岡放送会館跡地開発を進めてきた福岡新都心開発（福岡市）は、1月7日、岩田屋新館が入る再開発ビルを、新たにつくる特定目的会社（SPC）に約180億円で売却することを明らかにした。再開発の失敗例が多いなか同社は約6億円の開発利益と資本金の取り崩しで、出資企業に出資額以上の資金を返還可能となった。ビル売却は、不動産信託による「流動化」スキームを活用し、土地と建物の所有権を信託銀行に移転、その信託受益権を180億円でSPCが購入した。SPCへの出資は地元企業から募り、岩田屋からの家賃収入が借入金の返済や出資者への配当の原資となる。

福岡は、中国、韓国、台湾などアジアにも近く、天神地区は九州各地から若者を集客する娯楽とショッピングの注目のエリアとなっており、その潜在能力は九州で突出している。まさに1極集中、一人勝ちの様相を呈してきているが、地方の地価下落が深刻ななか名古屋などと並び特異な地価動向を見せている。首都圏に比べると利回りはまだ高い。しかし、同市においても賃貸用ワンルームマンションなど過剰供給気味で、限られたエリアが注目を集めているだけにすでにミニバブル化しているとの見方もあるが、いつまで不動産ファンドなどの物件取得が続くのかその行方が注目される。

### ③福岡REIT誕生のきっかけと事業成功の要因

福岡リート投資法人が生まれるにいたるには、その前段として福岡新都心再開発事業がある。その概要は以下の通りだが、この事業を展開していく中で「福岡方式」と呼ばれる地方都市ならではの開発方式が取られた。

#### ○福岡新都心開発事業

福岡市の中心部に位置する地元老舗百貨店・岩田屋の新館建設プロジェクトで、岩田屋の再建支援の意味合いと福岡市の中心地・天神の再開発による活性化を狙ったプロジェクト。事業会社はこの事業に取り組む為に設立した福岡新都心開発（株）が担当し、当社がNHKから用地を買収し再開発を行ったものす。

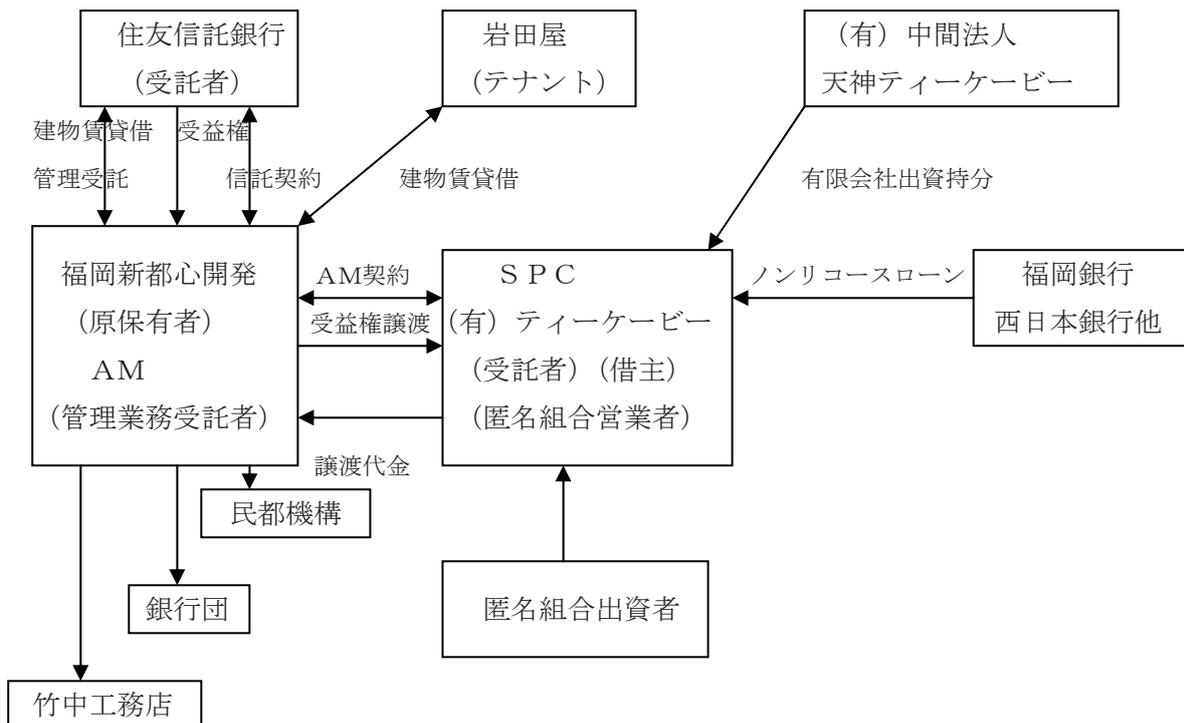
地元のオピニオン企業7社（福岡7社会：九州電力、福岡銀行、西部ガス、九電工、西日本銀行、福岡シティ銀行）に5社（当事者である岩田屋、地元企業のゼンリン、竹中工務店、みずほ銀行、福岡地所）を加えた12社による50億円の出資により発足し、福岡地所が40%、20億円の出資をしている。

事業全体の総投資額は168億円に上り、着工と同時に流動化プロジェクトをスタートさせ、竣工日にクロージングした開発型流動化案件。

<事業概要>

事業主体	福岡新都心開発（株）
所在地	福岡市中央区天神2丁目
敷地面積	3,638.21 m <sup>2</sup>
建物構造	鉄骨作 一部鉄筋コンクリート造 地上8階地下3階
延べ床面積	26,576.60 m <sup>2</sup>
着工	平成14年2月
竣工	平成16年6月
施工者	竹中工務店
総投資額	168億円

流動化スキーム



- ①福岡新都心開発がオリジネーターとして、163億円でS P Cに受益権譲渡
- ②S P Cは福岡銀行と西日本銀行他によるノンリコースローン141億円、匿名組合出資22億円を調達

④福岡REIT

前述した不動産流動化を使った福岡新都心開発の成功は「福岡方式」と呼ばれる開発手法を編み出し、この経験を活かし、さらに強固な開発支援体制を組むべく、地元経済界は平成16年6月に投資法人「福岡リート投資法人」(以下福岡リート)を設立している。福岡リートの平成18年11月末現在の取得契約物件は、14物件、資産規模は1,100億円となっている。

さらに、業容拡大を狙っており、中期目標として平成20年末の資産規模1,600億円を目指している。

<p>&lt;会社概要&gt;</p> <p>名称 : 福岡リート投資法人                  代表者 : 執行役員 茶木 正安                  住所 : 福岡市博多区住吉1丁目2番25号                  事務連絡先 : 株式会社福岡リアルティ 092-272-3900</p>			
<p>&lt;沿革&gt;</p> <p>平成16年6月30日                  設立企画人(株式会社福岡リアルティ)による投信法第69条第1項に基づく本投資法人の設立に係る届出</p> <p>平成16年7月2日                  投信法第166条に基づく本投資法人の設立の登記、本投資法人の成立</p> <p>平成16年7月15日                  投信法第188条に基づく本投資法人の登録の申請</p> <p>平成16年8月5日                  内閣総理大臣による投信法第187条に基づく本投資法人の登録の実施</p> <p>平成17年6月21日                  法人の登録の実施(登録番号 福岡財務支局長 第1号)                  東京証券取引所および福岡証券取引所                  不動産投資信託証券市場へ上場</p>			
<p>一般事務受託者 資産保管会社 三菱UFJ信託銀行株式会社</p> <p>名義書換事務受託者 住友信託銀行株式会社</p> <p>パイプライン・サポート会社 (ホ) 福岡地所株式会社 (ヘ) 九州電力株式会社</p>	<p>本投資法人 福岡リート投資法人 投資主総会</p> <p>役員会 執行役員: 茶木 正安 監督役員: 長野 庸士 監督役員: 久米 重治</p> <p>資産運用会社 株式会社福岡リアルティ</p>	<p>会計監査人 あらた監査法人</p> <p>引受人 日興シティグループ証券株式会社 三菱UFJ証券株式会社 大和証券エスエムピーシー株式会社 野村證券株式会社 前田証券株式会社 リーマン・ブラザーズ証券会社東京支店 ドイツ証券会社東京支店</p>	<p>(イ) 資産運用委託契約                  (ロ) 一般事務委託契約/資産保管業務委託契約                  (ハ) 一般事務業務委託契約                  (ニ) 新投資口引受契約                  (ホ) パイプライン・サポートに関する覚書                  (ヘ) 保有不動産資産の物件情報提供に関する覚書</p>

**事例2：株式会社玄海キャピタルマネジメント（地方に特化したプライベート・エクイティ・ファンド）**

リート事業が成立する為には、プライベート・エクイティ・ファンドの存在が不可欠になってくるが、2006年5月に福岡リート投資法人の資産運用会社福岡リアリティの前社長松尾氏が、不動産投資業務およびアドバイザリー業務を目的とする株式会社玄海キャピタルマネジメントを設立、7月に、福岡を中心に九州および全国の不動産および不動産関連事業に投資・出資をおこなうプライベート・エクイティ・ファンド「玄海キャピタルファンド1」を立ち上げている。

同社は、ファンド設立と同時に、福岡のデベロッパー**株式会社ディックスクロキ**との間で、ディックスクロキが九州全域で不動産ファンドの組成物件を供給する旨の協定を締結し、約200億の投資総額を目途に投資業務を開始してる。

九州で初めての不動産ファンドですが、安定賃貸不動産と開発プロジェクトのエクイティ出資や不動産担保付不良債権投資、さらにデベロッパーや仲介会社、ホテルマネジメント会社やPM会社など不動産関連事業への投資など柔軟な投資スタイルをもつのが当ファンドの特徴と言える。

また、同ファンドは採算性に乏しい物件を再生し、福岡リートに売却し、同社の資産運用をサポートする役割も担っている。

**{株式会社玄海キャピタルマネジメントの概要}**

商号	株式会社玄海キャピタルマネジメント
事業内容	九州を中心としたファンドマネジメント業務、不動産投資銀行業務
本社所在	福岡市博多区古門戸
資本金	30百万円
代表	松尾正俊（元株式会社福岡リアリティ代表取締役社長）


日本経済新聞 2007年1月24日

## デベロッパーにも投資 玄海キャピタルが不動産ファンド

「不動産投資会社の玄海キャピタルマネジメント（福岡市、松尾正俊社長）は四月末をメドに、資産規模四百億～五百億円の私募ファンドを組成する。不動産投資以外に、九州のデベロッパーを中心に四～五社、計約五十億円を投資する。都心部の地価高騰で不動産投資の妙味が薄れてきたため、不動産会社への投資で上場益を狙う。二月から国内金融機関や外資系の機関投資家を対象に募集を始める。支援するデベロッパーには玄海キャピタルから非常勤役員を派遣するほか、不動産証券化による資金調達も支援、ノウハウを活用して株式公開をサポートする。物件を共同で開発するパートナー企業を育てる狙いもある。玄海キャピタルは九州の商業ビルやオフィスビルを中心に投資をしてきた。都市中心部のマンションやビルへの投資が過熱しているため、企業への投資比率を高める。」

## 参考

## {株式会社ディックスクロキ概要}

設立	1991年(平成3年)3月
代表取締役	黒木 透
役	3億5,002万円
資本金	85名(2006年8月現在)
従業員数	○不動産の売買、賃貸及びその斡旋・仲介並びに所有、管理及び利用
事業内容	○土地の有効利用計画の調査・企画及び立案 ○建物の維持、管理及び修繕工事 ○不動産特定共同事業法に基づく業務

## &lt;株式会社ドーガン・アドバイザーズの概要&gt;

会社商号	株式会社ドーガン・アドバイザーズ (DOGAN Advisors, Inc)
設立日	平成16年8月5日
沿革	2004年8月(株)コア・コンピタンス九州 設立 2005年9月ファンド運営子会社(株)CCQプリンシパル・インベストメント設立 2006年10月(株)コア・コンピタンス九州を(株)ドーガンアドバイザーズに商号変更 (株)CCQプリンシパル九州・インベストメントを(株)ドーガン・インベストメントに変更
所在地	福岡市中央区大名2丁目4番22号 新日本ビル3F
資本金	2,500万円
株主	森 大介、宮石 啓司、林 龍平、皆川 和揚、(株)矢野経済研究所、(株)キーラック
代表取締役社長	森 大介

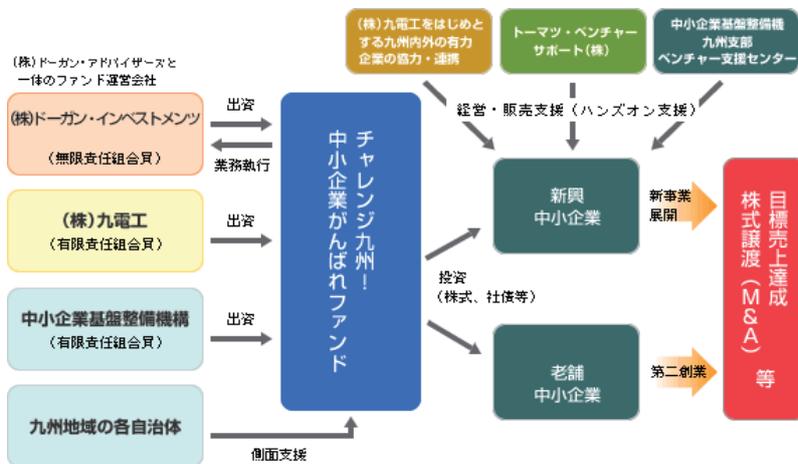
<株式会社ドーガン・インベストメンツ概要>

会社商号	株式会社ドーガン・インベストメンツ (DOGAN Investments, Inc.)
設立	平成 17 年 9 月 22 日 (12 月決算)
所在地	福岡市中央区大名 2 丁目 4 番 22 号 新日本ビル 3F
資本金	1,000 万円
株主	株式会社ドーガン・アドバイザーズ
代表取締役社長	森 大介

<ファンドの詳細>

ファンド名称	チャレンジ九州・中小企業ががんばれ投資事業有限責任組合 (略称：チャレンジ九州・中小企業ががんばれファンド)
ファンド設立形態	投資事業有限責任組合
ファンド総額	10 億円程度
無限責任組員	(株)ドーガン・インベストメンツ… (株)ドーガン・アドバイザーズが経営するファンド運営会社)
設立時期	2006 年 4 月
ファンド運用期間	7 年間 (設立～2013 年 3 月迄)：但し 2 年の延長可

<基本スキーム図>



さらに、同ファンドは、九州地区に拠点を持つ経営不振企業の再生支援業務、九州地区に拠点を持つ中小企業への M&A 斡旋、投資育成、成長支援業務、ファンドの組成及び運営業務を主要な業務とする株式会社ドーガン・アドバイザーズとも業務提携し、業容の拡大を図っている。

この株式会社ドーガン・アドバイザーズも、九州初の独立系ベンチャーキャピタル。

## ⑤ 東北地方における不動産収益ファンド

### 事例1：株式会社カナヤマコーポレーション

2005年10月に、福島県郡山市に本社を置くデベロッパーである株式会社カナヤマコーポレーションが、東北では初となる不動産特定共同事業法に基づく収益不動産ファンド「ゴールドマウンテントレイン」を立ち上げた。同社の金山社長は、不動産ファンド設立の趣旨と意気込みを以下のように述べている。

#### 東北に不動産収益ファンド

不動産特定共同事業法とは「契約に基づいて投資家が金銭を出資し業務を委託された専門家はその不動産事業から生じた収益を投資家に分配すること」で投資家保護を図る為、許可制度を設けている。同法の許可は国内でも、三井不動産、住友不動産、東急不動産、三菱地所など最大手の企業96社(平成174月現在)のみが取得している。地方の中小企業である当社が許可にこぎつけたのは5年がかりで資本の増強、株式の公開等を図り準備を進めて来たところの成果である。

これまでの不動産証券化は、東京などの大都市だけに恩恵を与えるものであって、いくら規制が緩和されたといっても地方が恩恵に預かることは無いに等しい状態であった。いま日本経済の救世主として不動産の証券化手法を用いたREITが急成長、急拡大をし注目されており、これからは地方の時代だと口々に言っているが、彼ら大企業や外資系企業のイメージしている地方とは、大阪、名古屋、福岡、次に札幌、最低でも仙台と考えており、福島県などは地方にも入っていない。いずれにしろ東京と地方の経済格差は大きい。

「時代は今、不動産の賃貸収入を最良好な投資の対象と認め、預貯金から収益不動産への投資にシフトして来ている」しかしながら、個人で不動産の取得をするには多額の資金を必要とし、目利きできないなどのリスクも伴う。それならばカナヤマコーポレーションが投資家の変わりに、不動産を選定、取得し、に運営をすれば、専門家としての経験をもとに数々のメリットを実現させ、その物件の価値を最大限に高めることができ、存在するリスクも最小限に留めることが出来る。カナヤマコーポレーションは、誰もが小口単位(一口5万円)でこの投資に参加出来るよう募集単位を最小限に設定し、投資家が自ら投資した物件と事業者であるカナヤマコーポレーションの顔をみながら投資できるような不動産証券化を実践したい。通常、今回の様な募集は主に機関投資家や金融機関などのプロ投資家に販売されるのが一般的であり、個人がその購入チャンスを得ることは稀である。カナヤマコーポレーションはあえて個人投資家をターゲットに小口化を図る。それは同社が個人投資家こそしっかりした保護政策のもと、同法によって安全を確保すべき対象者であると考えているからである。個人資産の優良な受け皿となるべく、不動産による資産運用の

ご提案を行っていくのが今後のカナヤマコーポレーションのビジョンである。

**{株式会社カナヤマコーポレーションの概要}**

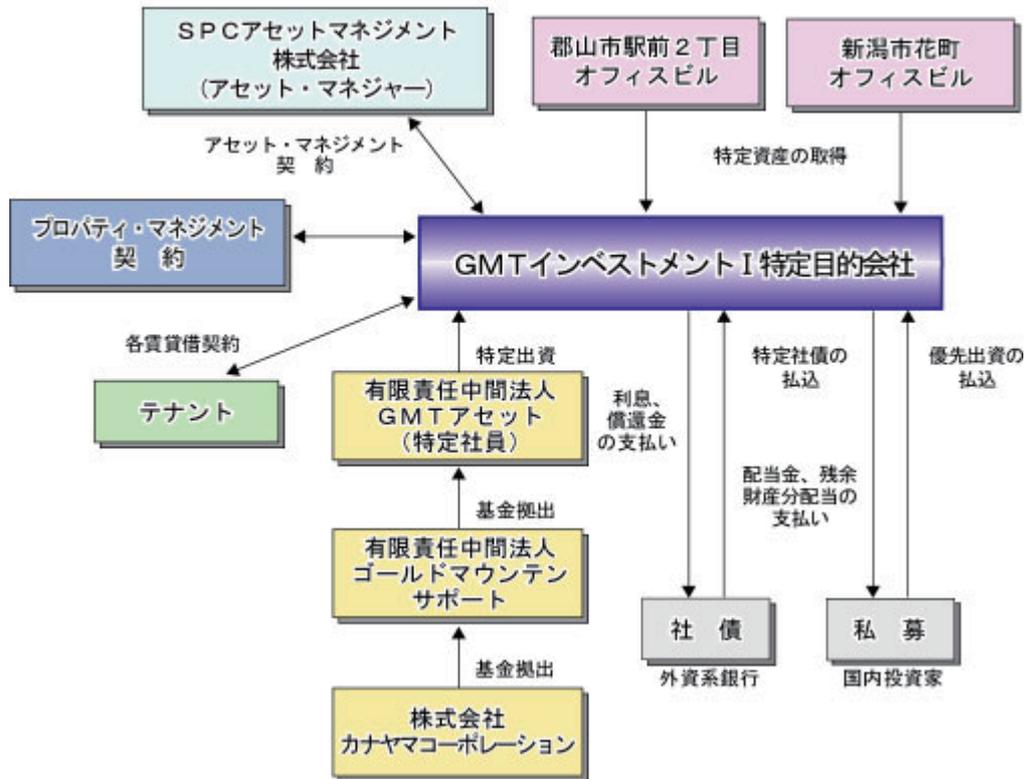
会社商号	株式会社カナヤマコーポレーション
設立日	平成4年1月
沿革	平成4年1月 有限会社カナヤマコーポレーション設立 資本金 300 万円 平成13年5月 株式会社カナヤマコーポレーションに組織変更 平成16年6月 グリーンシートにて株式公開 平成16年6月 資本金増額 資本金1億2千995万円 平成17年2月 不動産特定共同事業の許可申請 平成17年6月 不動産特定共同事業法認可取得 平成17年10月 『ゴールドマウンテントレイン2号』ファンド運用開始
所在地	平成18年2月 東京支店開設
資本金	福島県郡山市本町1丁目5番10号カナヤマ第1ビル 5階
経営陣	1億2千995万円 代表取締役社長 金山 弘 取締役 倉石 灯 (元米国三井不動産副社長) 取締役 菊地 春市朗 (元合同ファイナンス)

「ゴールドマウンテントレイン2号」の運用実績は以下の通り。

	H17.10~H18.9	備考
賃料収入等	21,857,567	カナヤマ第1ビル
維持管理費	16,138,883	カナヤマ第1ビル
受取配当金	5,718,684	GMT カナヤマ第1ビル匿名組合よりの利益
源泉所得税	1,143,736	上記匿名組合利益に係わる所得税
振込手数料	58,485	各組合員に対する振込手数料
営業者報酬	135,493	ケイトウの営業者報酬
当期利益	4,380,970	本匿名組合の当期利益
年換算利回り	8.76%	

同社では、「ゴールドマウンテントレイン2号」の成功を受けて、平成17年12月に、不動産ファンド(GMT インベストメントI)を組成してる。GMT インベストメントIの具体的な仕組みは、以下の通り。

【仕組みの概要】



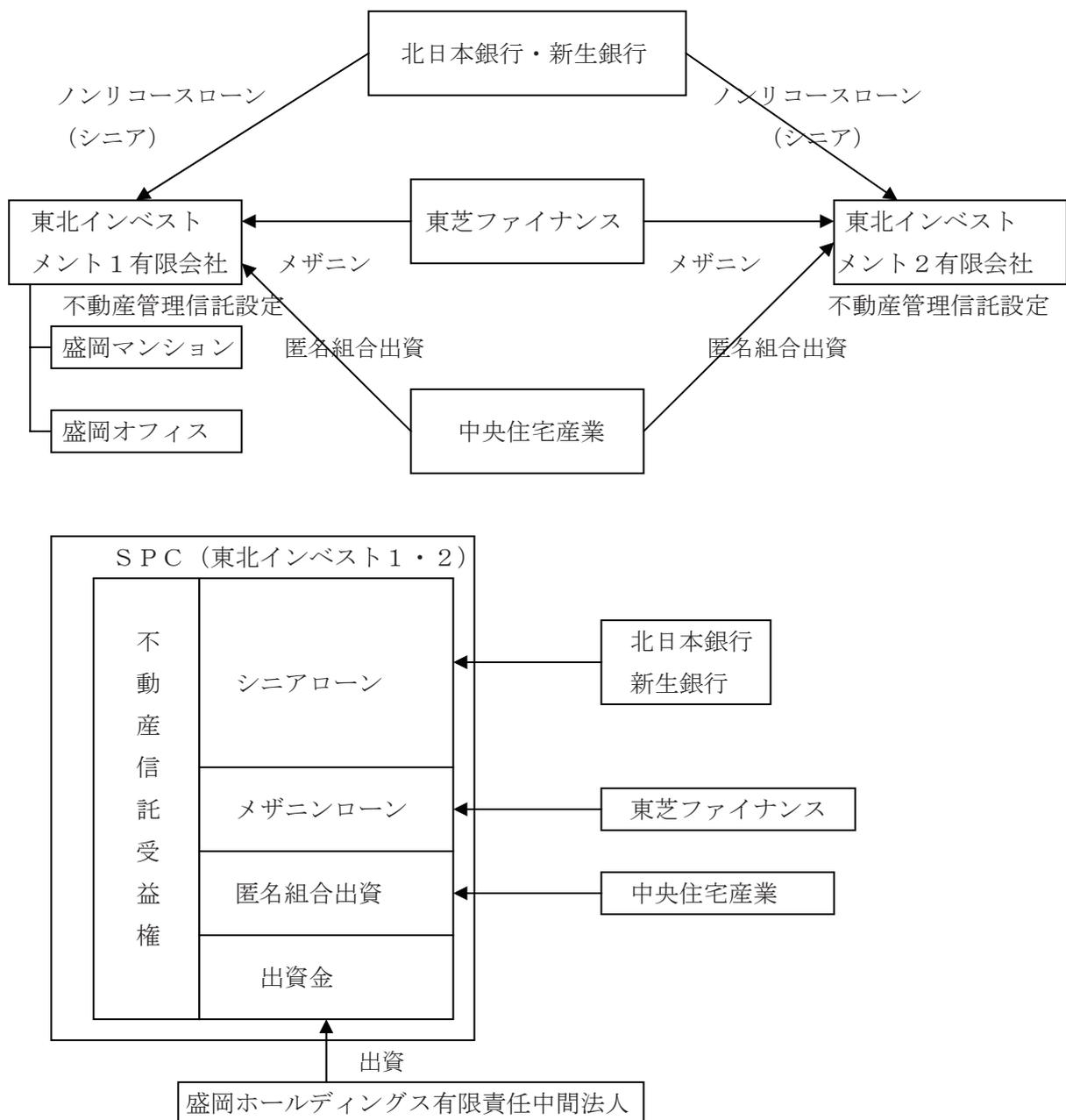
カナヤマコーポレーションが中間法人GMTアセットを設立、次に中間法人がTMK（GMTインベストメントI特定目的会社）を設立。GMTインベストメントI特定目的会社が次の2物件「郡山駅前2丁目オフィスビル地上10階地下1階」「新潟市花町オフィスビル地上9階」を取得。

資金調達は、GMTインベストメントI特定目的会社が特定社債15億円を発行し、外資系銀行が引き受け、その他7億円は優先出資を私募にて国内投資家から調達している。

**事例2：北日本銀行による不動産ノンリコースローン融資**

北日本銀行（本店所在：岩手県盛岡市）は、株式会社中央住宅産業が流動化する盛岡市内のオフィスビル1棟および賃貸用マンション1棟ならびに同社が仙台市内に新規に取得する大型立体駐車場1件を対象とする、総額11億円、期間3年のノンリコースローンを実行している。案件組成に当たっては、株式会社新生銀行と提携して協調融資を行うとともに、メザンローンとして東芝ファイナンス株式会社から調達している。東北地方では初の地域金融機関によるアレンジメントとして注目されています。

ストラクチャー図



## 参考事例

### 1. 証券化資金導入によるショッピングセンター開発

以下は、アメリカにおけるショッピングセンター建設の事業スキーム。ウォルマートがアンカーの役割を果たす典型的な郊外型ショッピングセンターの事例だが、この中に多くの参考になる要素がこめられている。

このアメリカにおけるショッピングセンター建設の事業スキームは、高松市丸亀町市街地再開発事業で新たな資金調達手法を検討する際に参考にしたもの。地権者は、地代を受け取るだけの存在から、プロジェクトに積極的に参画しリスクとリターンを分かち合う投資家になって行く面白いスキーム。

#### 事業スキームの解説

- ①事業資金は、出資（エクイティ）40%、借入金60%で構成されている
- ②出資部分については、投資主体Aと地権者が負担する。ここで地権者は、実物資産所有権の出資の見返りとして、事業主体のパートナーシップ持分による収益配分権を取得する。
- ③入金部分については、銀行シンジケート団によるプロジェクトファイナンスが実行される。
- ④投資主体Aは、投資主体Bと投資主体Cから構成されている。
- ⑤投資主体Bは、投資家団①（パートナーシップ）と事業者から構成される。ここで投資家団①は、本プロジェクトへ出資するために組成されたパートナーシップであり、プロジェクトの成否が投資家に直接結びついている。プロジェクトが稼動し収益が発生するまでは出資金に対する配当はない。
- ⑥投資主体Cは、投資家団②（非上場REIT）と事業者から構成される。ここで投資家団②は、REIT形式の不動産ファンドであり、既に全米各地で15のショッピングセンターへの投資を行っており、したがって、開発期間中も他の投資資産からの配当があり、当該プロジェクトの成否は直接投資家には反映されない。

#### この事業スキームのポイント

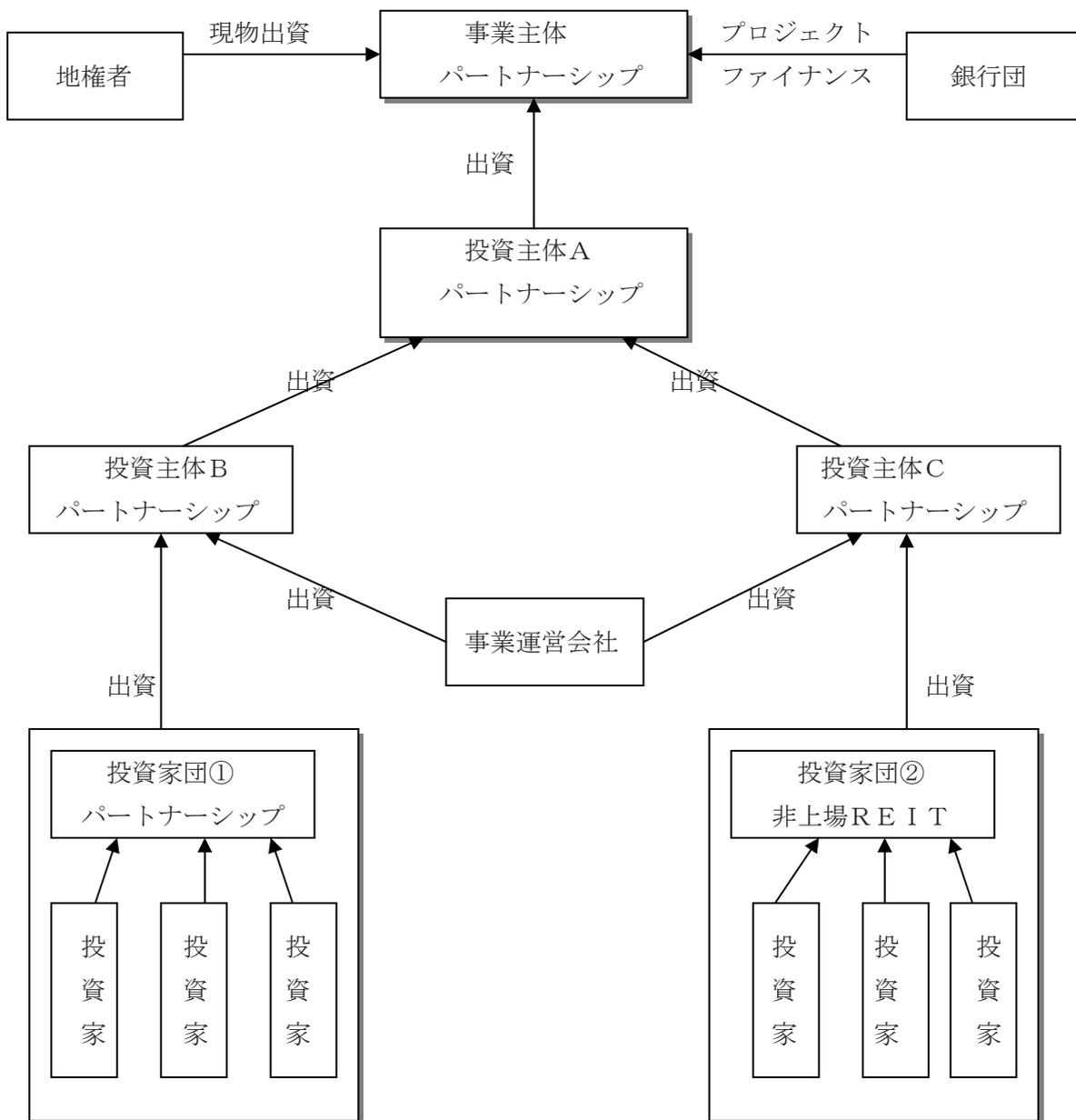
- ① 投資主体が何層にも重なり合って、その都度枝分かれして徹底したリスク分散が図られ、事業主体からは最終投資家の顔は一切見えないようになっている。
- ② 当該プロジェクトでは、地権者の実物資産所有権がパートナーシップ持分に係わる収益配分権に変換されており、地権者との合意形成手続きに要する時間が短縮されている。
- ③ 総事業費の60%をノンリコースローンによって調達することにより、エクイティ投資家のROEの向上が図られている。

証券化資金導入によるショッピングセンター開発

{事業概要}

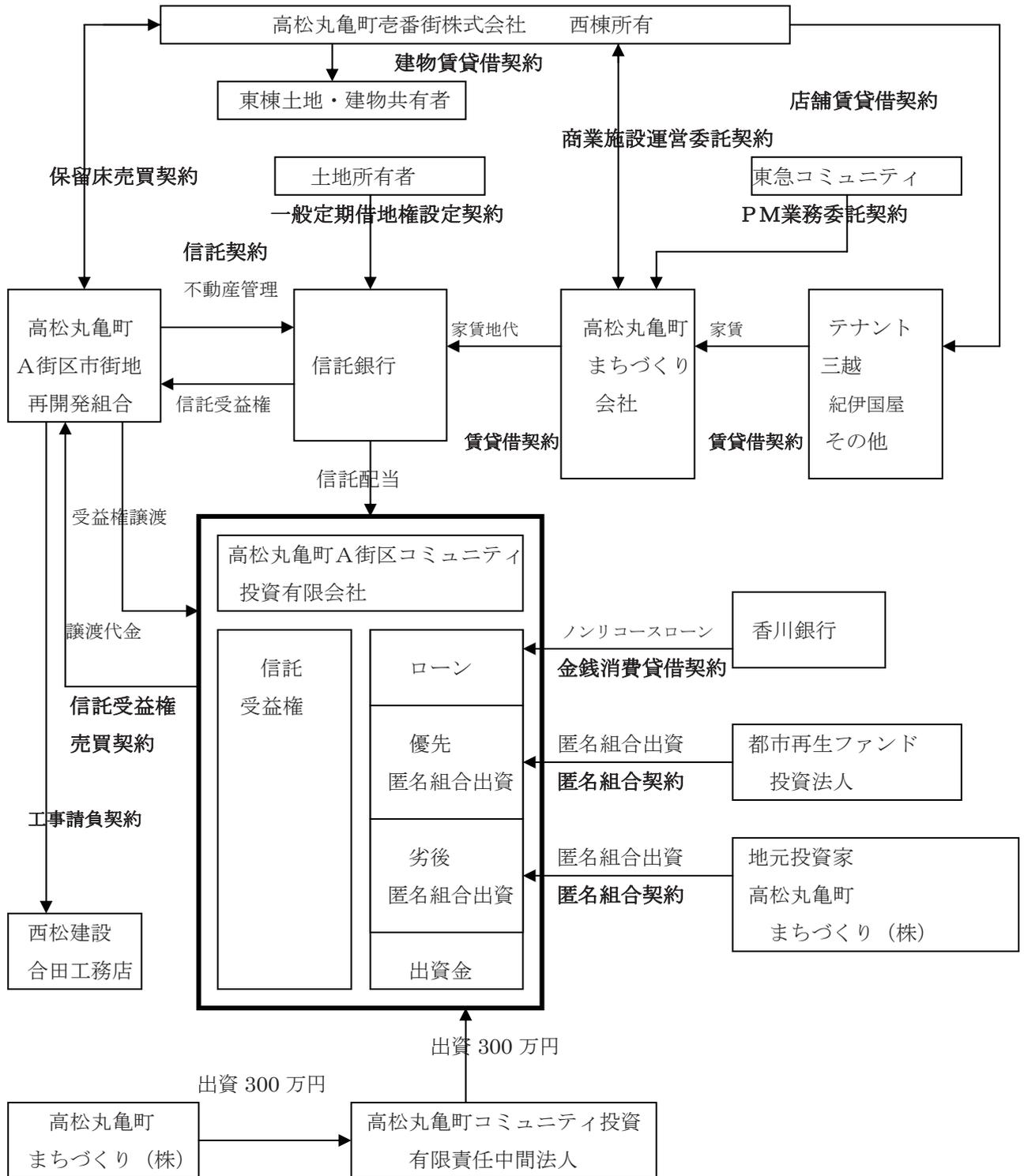
- ・ 所在地：NY州 Whiteplains
- ・ 敷地面積：12エーカー
- ・ 建物賃貸面積：828,037sqft
- ・ 総事業費：275百万ドル
- ・ 竣工時期：1994年

{事業ストラクチャー}



### 3. 高松市丸亀町市街地再開発事業における地域内資金循環の仕組み

#### ①高松丸亀町A街区不動産管理処分信託と証券化スキーム（契約関係およびお金の流れ）



## ②スキームのポイント

- ① 高松市丸亀町A街区市街地再開発組合は、保留床については高松丸亀町壱番街株式会社に譲渡、権利床については住友信託銀行を受託者とする**信託契約**を締結する。現物不動産を証券化することも検討したが、不動産特定事業法の適用を避けるために信託受益権の形をとらざるを得なかった。逆に信託することで、信託銀行（住友信託銀行）の信用力も当てにすることが出来た。
- ② 次に、ビークルとして資産流動化法に規定された特定目的会社（TMK）高松丸亀町A街区コミュニティ投資有限会社（以下高松丸亀町投資有限会社）を設立。高松丸亀町コミュニティ投資有限責任中間法人を設立して倒産隔離を図った。
- ③ 高松丸亀町投資有限会社は、高松市丸亀町A街区市街地再開発組合との間で**信託受益権売買契約**を締結し、信託受益を譲り受け。
- ④ 高松丸亀町投資有限会社は、有限会社ですから社債の発行は出来ない。したがって、信託受益権の取得資金として香川銀行からノンリコースローンを借入れるとともに民都機構の都市再生投資ファンド（優先出資）と高松丸亀町まちづくり株式会社・地元投資家（劣後出資）との間で匿名組合契約を結び、それぞれからの匿名組合出資で賄うことにした。
- ⑤ 高松丸亀町壱番街株式会社は高松丸亀町まちづくり株式会社との間で**商業施設運営委託契約**を締結するとともに高松丸亀町まちづくり株式会社をアセットマネージャーとして高松丸亀町投資有限会社との間で**アセットマネジメント契約**を締結し、対象不動産は一括して、高松丸亀町まちづくり株式会社が管理運営する形を取った。
- ⑥ 高松丸亀町まちづくり株式会社は、東急コミュニティとの間で**PM業務委託契約**を締結し、不動産のPMを委託。

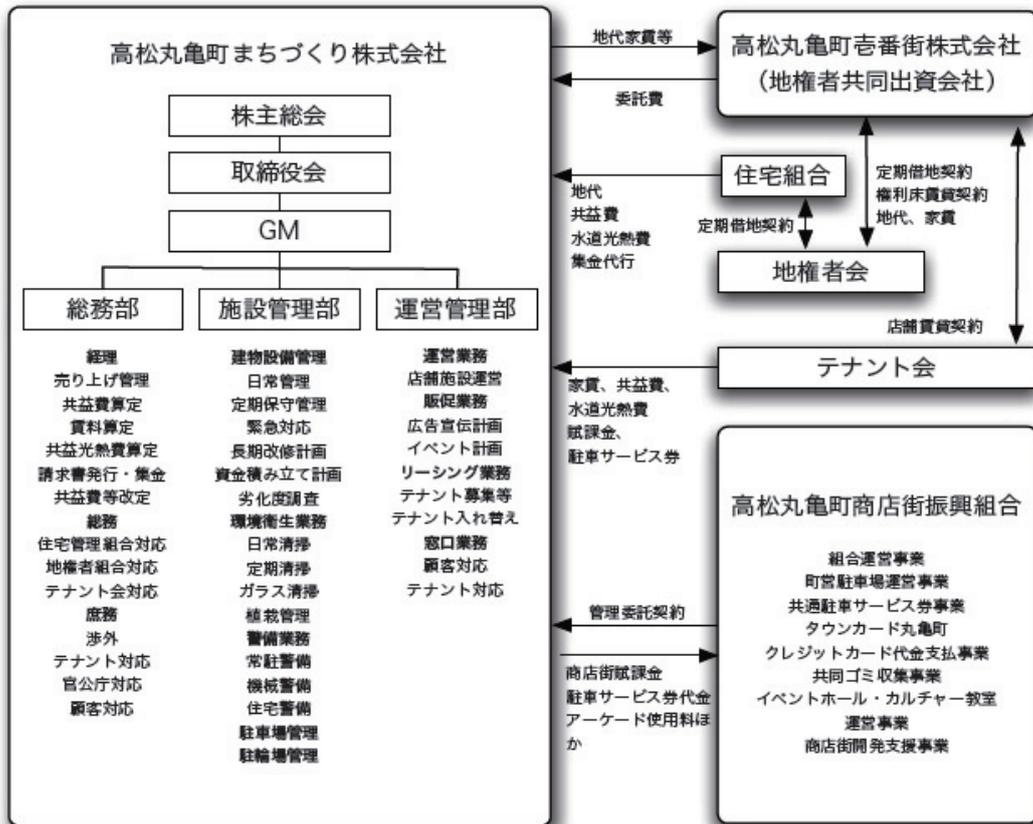
## ③高松市丸亀町再開発事業におけるタウンマネジメント

A街区では、出店する地権者が中心になって出資・設立した高松丸亀町壱番街株式会社が保留床を取得し、権利床と併せて一括運営を行う。取得した商業床の実際の運営は第三セクターの高松丸亀町まちづくり会社に委託する。高松丸亀町まちづくり会社は、商業施設運営のためのスタッフを雇い、運営・管理に当たるが、ここには、二つのまちづくり会社があるということに留意。

一つは、共同店舗を保有・運営する地権者法人（共同出資会社）、もう一つは、商業施設の運営に当たる第三セクターの会社。なぜ、別々の会社が必要になったかということだが、その理由は、経済産業省による近代化資金の無利子融資の対象者が、出店中小事業者であることが要件となっていることにある。国土交通省による市街地再開発の補助金を受ける地権者法人の構成をみると、出店中小事業者の割合が低く、先の近代化資金を受け入れる資格を有さないことになり、それぞれが補助金や近代化資金の受け入れ資格を有する会社とするためには2社が必要になったということ。

(i) タウンマネジメント体制の構築

A街区タウンマネジメント体制



A街区以外の再開発は、B～F街区については小規模連鎖型で建て替えを行うことにし、都市再生ファンド、街中居住ファンドおよび優良建築物等整備事業等を活用する方針。残るG街区は、A街区と同様のスキームで市街地再開発事業を行う計画となっている。

丸亀町商店街は、街区ごとの再開発を実施することにより、美しい町並みと快適な公共空間を形成し、そこに適切な利用（業種・業態やコミュニティ施設）を実現することで、最終的には470mにおよぶ商店街全体の再生を、5年を目処に図ることを目標にしている。その目標を達成するためには、しっかりとしたタウンマネジメントが必要になってくる。

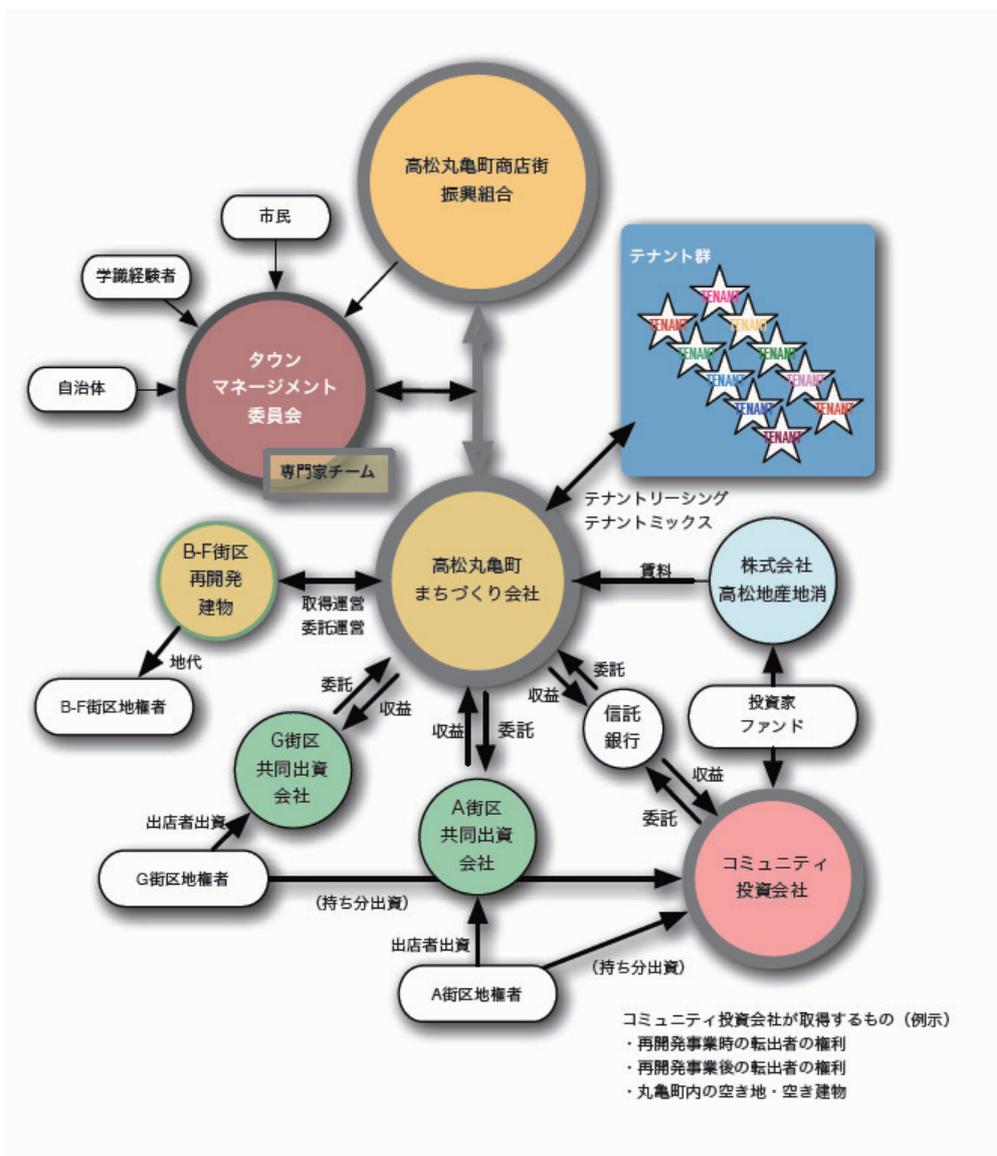
丸亀町商店街振興組合は、まずA街区の再開発を機にA街区におけるタウンマネジメントを構築し、他の街区の地権者等に対してA街区で設けたコミュニティ再投資会社を核に小規模連鎖型の開発を提案するとともにタウンマネジメントプログラムを提示することで商店街全体の再生を呼びかけている。以下に、タウンマネジメント体制およびタウンマネジメントプログラムの骨子について掲げておきましたので参考にされたい。

なお、都市計画、景観、ファイナンス、マーチャンダイジングなどの専門家により構成された「タウンマネジメント委員会」（委員長：小林重敬武蔵工大教授 事務局；まちづくりカ

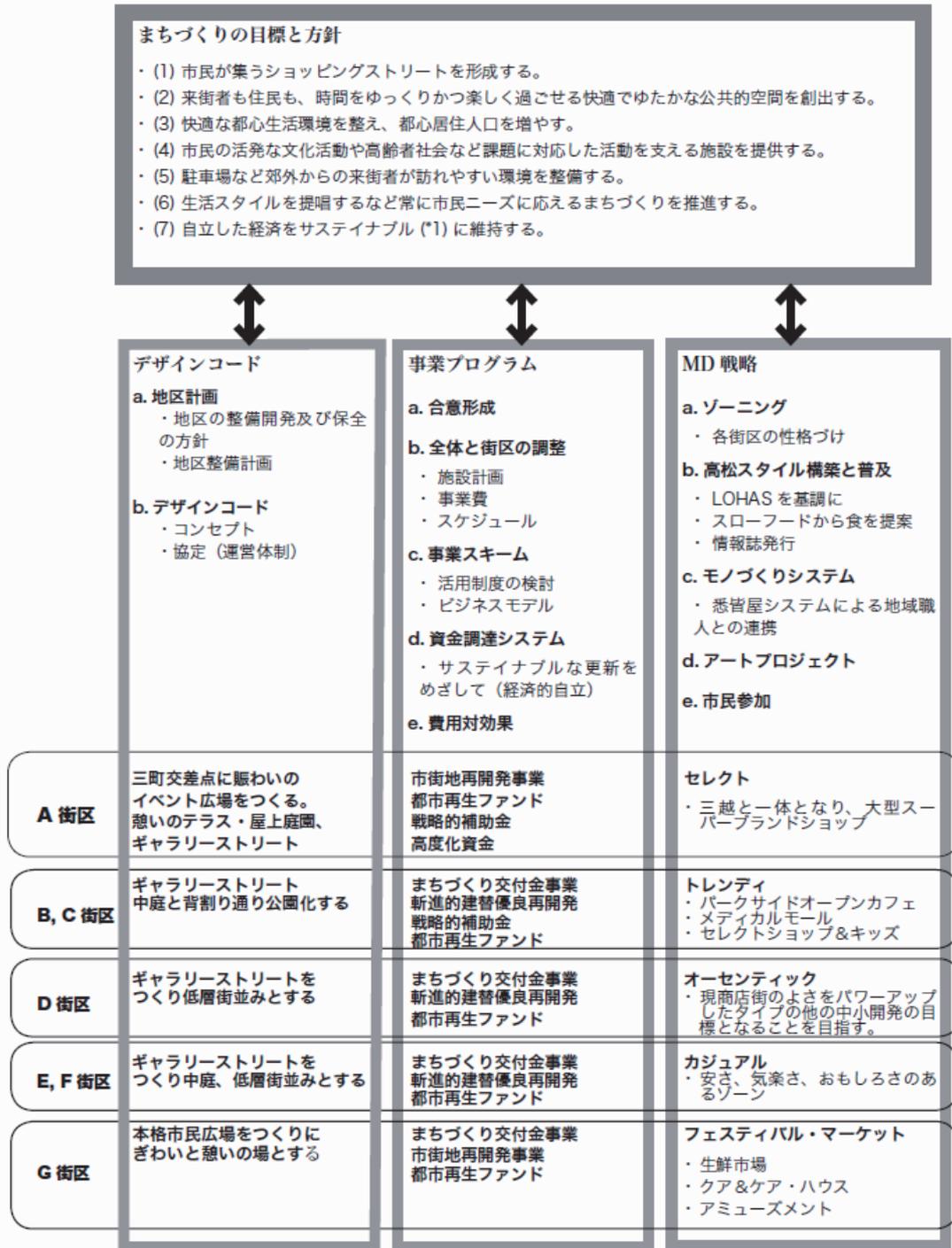
ンパニーシップネットワーク) を東京に設け、高松丸亀町タウンマネージメントのバックアップを図っている。

このタウンマネージメント体制が成立するための要件は、当該地区の他の街区の再開発事業において、収益価格と事業費のギャップを生じさせない事業スキームを構築することだと言える。従来の土地価格の形成とは切り離して考えることができるかどうかということだが、徐々にではあるが不動産を長期にわたって保有することはリスクを抱え込むことではないか、商業にとって不動産は保有することよりも利用するものでは、という考え方が根付き始めていることも事実。

### 高松丸亀町商店街タウンマネージメント体制



高松丸亀町商店街タウンマネージメントプログラム

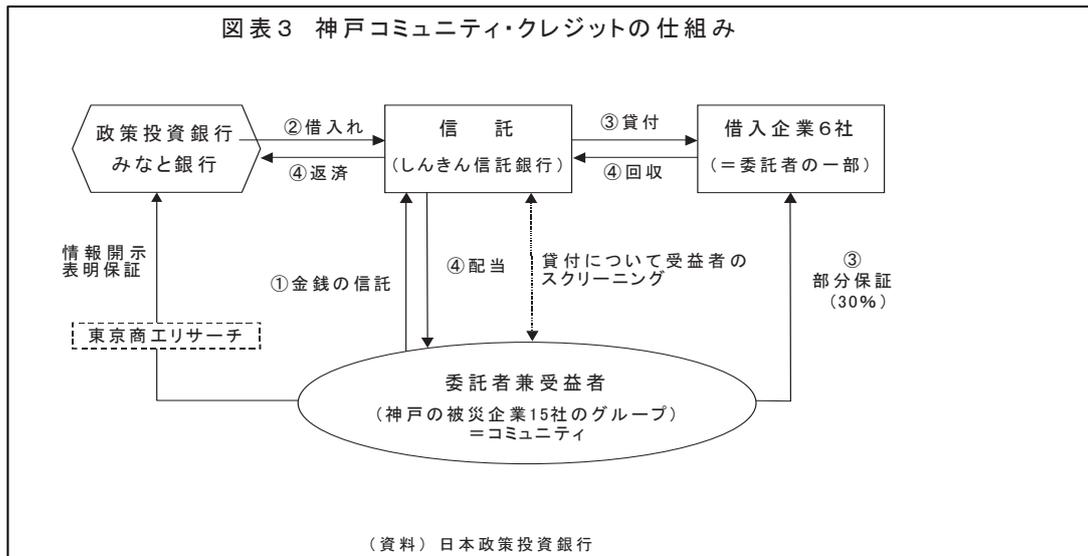


参考：わが国におけるコミュニティファイナンスの事例

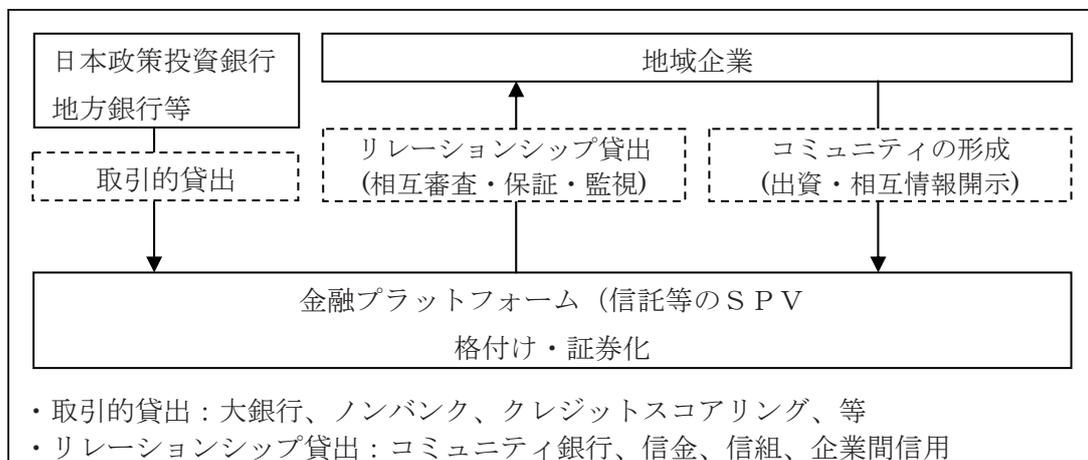
事例1：神戸コミュニティクレジット～

我が国にも、神戸におけるコミュニティクレジットを嚆矢として、各地でコミュニティファイナンスが芽吹きつつある。

まだ数は少ないが、その代表的な事例をみていくことにする。



- ① 15社は信託に5000万円の金銭信託を行う
- ② 銀行は信託銀行に対して、信託財産に責任財産を限定して5000万円の融資を実施する。銀行は信託受益権に質権を設定
- ③ 信託は1億円の資金を原資にコミュニティから選定された6社に対し同時に貸付を行う。その際、借入企業は15社のうちの複数の企業から3割程度の部分保証を受けることが条件となる
- ④ 6社から貸付を回収し、銀行への返済と残余財産の委託者への交付がなされた時点でコミュニティ・クレジットは終了する



事例2：アルプストラストファンド（ATF）の少数私募債による資金調達手法

長野県の中央アルプスと南アルプスに囲まれた信州・伊那谷の南部に位置する高森町（人口約1万3000人）は、町民参加条例を制定するなど、積極的な住民参加型のまちづくりを進めている町でも。この高森町で、地元商工会を中心に町民を対象とした少数私募債を発行することで調達した資金を金銭信託し、この信託財産を担保として地元金融機関が、地域の企業に対し無担保・無保証の融資を行うコミュニティファイナンスを実施している。

