

【 寄 稿 】

不動産証券の活性化とまちづくり事業展開に関する考察

Abstract: Social needs that advance the separation of the ownership and the use of premises are rising surely, and the securitization of real estate contributes to the activation of the urban renewal and the regional economy greatly. As for the redevelopment projects in Takamatsu City Marugame-cho, the flow of funds system by bonds offered through private placement in local functions works effectively. The real estate securitization in the local city can not only be pursued a profit alone but also contributes to the development of the local society. This paper proposes the condition ordering concerning a funding that centers on the real estate securitization in the city planning in local cities.

キーワード：不動産証券化、所有と利用の分離、私募債、地域内資金循環システム、地域社会の発展

政策研究大学院大学
教授 島田 明夫

はじめに

1. まちづくりのあり方

まちづくりは様々な意味を有しており、まちが抱えている課題に対して、ハード・ソフト両面から課題の解決を図ろうとするプロセスとして広く捉えることが必要である。そのためには、基盤整備や中心市街地の活性化に偏ることなく、近年進行が著しい少子高齢化に対応した高齢者の都心居住や子育て等への地域住民の参加や、地方公共団体のみならず、NPO 法人、地域の不動産業者の参画などの多様な取り組みが強化されつつある。

近年、まちづくりにおいては、都市の開発に加えて管理の必要性が求められるようになってきており、まちづくりを取り巻く状況の変化に対応して、まちづくりの課題も複雑化、多様化してきている。

特に地方都市の中心市街地の不動産所有者が土地等を売却することなしに再開発を行い、その費用を証券市場等で調達するためには、定期借家権や定期借地権を活用するとともに、その受益権を証券化することによって資金調達するといった新たなまちづくりの手法を導入することが求められてきている（政策研究大学院大学（以下「GRIPS」という。）2007①）。

2. まちづくりにおける不動産証券化の可能性

不動産の証券化は、健全・優良な不動産運営に対して、投資単位の小口化を通じて豊富な資金を呼び込み、市場

の活性化を促すと同時に、調達された豊富な資金を利用して既存物件のバリューアップや低未利用地の再開発など不動産の有効利用を図ることができ、我が国の都市再生や地域経済の活性化に大きく寄与している。

この中でも、日本の上場不動産投資信託（以下「J-REIT」という。）¹ は、証券取引所に上場され、投資家の購入や売却が容易な不動産の証券化の象徴的存在として、2001年の制度発足以来、順調に銘柄数、市場規模を拡大し、取得・運営する不動産の数も着実に増加してきた。

しかしながら、サブプライムローン問題の発生を契機とする世界的な金融市場の混乱に伴う円高、国際的な株安、各種経済指標の悪化など社会経済情勢の急激な変化を受けて、J-REIT 市場は下落基調に転じており、不動産業に対する金融機関の融資・審査の厳格化とともに、J-REIT による物件取得数は急減するなど調整局面に入っている。

このように、現在、世界的な金融市況等の悪化を受け、ファイナンスの不安から不動産市場は低迷しているが、これは不動産証券化に伴うリスク情報の非対称性に問題があったのであって、証券化自体に欠陥があるわけではない。むしろ、このような状況であるからこそ、健全・優良な不動産を運営する証券化の果たすべき役割は今後一層大きくなるものと考えられる（GRIPS 2009①）。

¹ J-REIT は、投資信託及び投資法人に関する法律に基づいて組成される上場不動産投資信託であり、その形態としては、投資信託 と投資法人の 2 つがある。

3. 研究の目的等

本研究は、このような観点から、まず地方都市を中心とする商店街等の地元住民が主体となるまちづくりへの取り組みとそのための資金調達等について、実態を踏まえて分析し(第1章)、地方の自治体や中小不動産業者へのアンケート調査結果を踏まえてまちづくりにおける不動産証券化活用の実態を明らかにした上で(第2章)、高松市丸亀町再開発事業のケース・スタディに即してまちづくりにおける資金調達と不動産証券化の可能性に関する考察を加えて(第3章)、地方都市のまちづくりにおける不動産証券化を中心とする円滑な資金調達に関する条件整備などの提言を行う(第4章)ものである。

第1章 地方都市におけるまちづくりの実態

1-1 まちづくりのマネージメント

1-1-1 市民によるまちづくり

地方都市におけるまちづくりの基本は、コミュニティを基礎単位として、そのネットワーク化された状態にも配慮した維持、運営、発展であり、そこで繰り広げられる活動の総体が、地元商店街等を中心とする市民による、自律的・継続的なまちづくりとしての市民まちづくりである。

そうした市民まちづくりのカギを握るのが、まちづくり協議会である。逆にいえば、まちづくり協議会は自らのまちの自律圏としての活動にこそ、その存在意義をもたねばならず、市民まちづくりに果たす責務は非常に大きい。

1-1-2 行政・専門家・市民のまちづくりネットワーク

そのためには、市民まちづくりを促進するための基本条件を早急に整備する必要があるが、まちづくりの主体である住民を中核にした地域ネットワークをつくる市民が、自律的にまちづくり活動にかかわることができることが第1の基本である。例えばまちづくり基本条例といった条件整備をすることにより、市民まちづくりやまちづくり協議会など市民主体のまちづくりを地方自治を支える重要なシステムとして認知・確認する必要がある。

行政と地域住民のつながり、それらの上に立つて様々な調整や通訳をする専門家などからなるまちづくりネットワークが重要である。結局は、人と人とのネットワークがすべてであり、まちづくり協議会

がとりあえずその中核となるものである(GRIPS 2008)。

1-2 まちづくりの担い手

1-2-1 まちづくりの担い手実態調査

GRIPSでは、2006年度において、国民、専門家、公共団体へのアンケートにより現在のまちづくりに関連する事項への意向を把握し、これを踏まえて調査検討を行った(GRIPS 2007②)²。その結果、以下に述べるまちづくりへのニーズをはじめ、三者の間で見解の相違する事項が明らかになったところであり、これらの点をふまえたまちづくりの推進が求められるところである。

まちづくりの担い手の活動に関して、「国民」に対しては参加してみたい分野を、「公共団体」に対しては実際に活動していると思う分野をアンケート調査してみた。

これによると、「国民」は防犯や高齢者・子育て支援などの「生活支援」の分野での参加意欲がもっとも強く、ポイント数の比率で27%程度を占めており、公共団体においても25%と比較的高かった。

しかしながら、「地域活性化・起業創出」、「地域資源保全・活用」は公共団体で28~29%を占めているのに対し、「国民」の参加希望は20%程度に止まっている。

また、「まちづくり提案」については「公共団体」が8%程度しか積極的に活動していないと思っているのに対し「国民」の参加意欲はほぼ20%に上っている。

これらの状況を勘案すると、都市計画制度の改正によって都市計画の提案制度が導入されたことともあわせて考えると、住民のまちづくり提案を積極的に取り入れるような仕組みづくりが求められるとともに、生活支援の分野での更なる取り組みが必要であると考えられる(表1-2-1、図1-2-1)。

表 1-2-1 項目別得票数及び換算ポイント

問3	【得票数】						
	1位	2位	3位	合計	(%)	点数	(%)
地域活性化	225	212	234	671	20.5%	1,333	20.4%
地域資源保全	208	243	214	665	20.3%	1,324	20.2%
住環境保全	91	171	159	421	12.9%	774	11.8%
生活支援	383	214	210	807	24.7%	1,787	27.3%
まちづくり提案	177	250	270	697	21.3%	1,301	19.9%
その他	7	1	4	12	0.4%	27	0.4%
総計	1,091	1,091	1,091	3,273	100.0%	6,546	100.0%

² 国民は男女500名ずつ合計約1000名に対しインターネットアンケートを実施。専門家は100名に対してメールでアンケートを送信し、21名から回答を得た。公共団体は都道府県、政令指定都市、中核市の計93団体に対しアンケートを郵送し、88団体から回答を得た。

図 1-2-1 担い手が積極的に活動している分野
(公共団体)

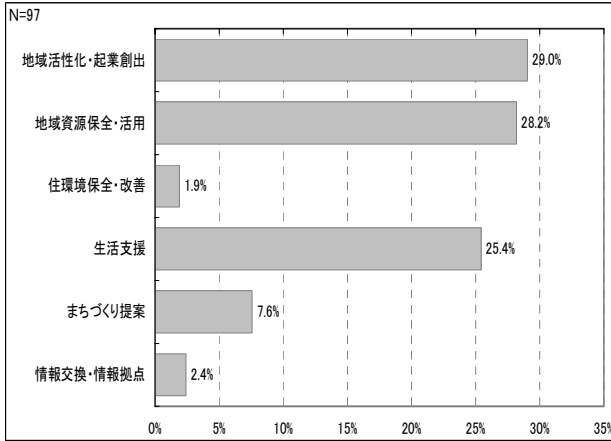


図 1-2-2 まちづくり活動を中心で担っている主体
(全体)

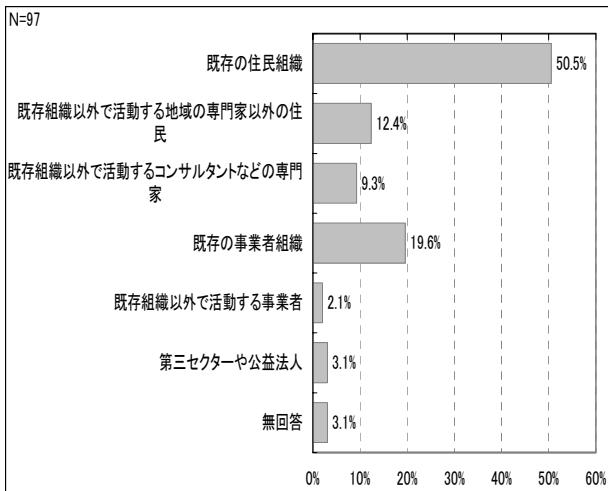
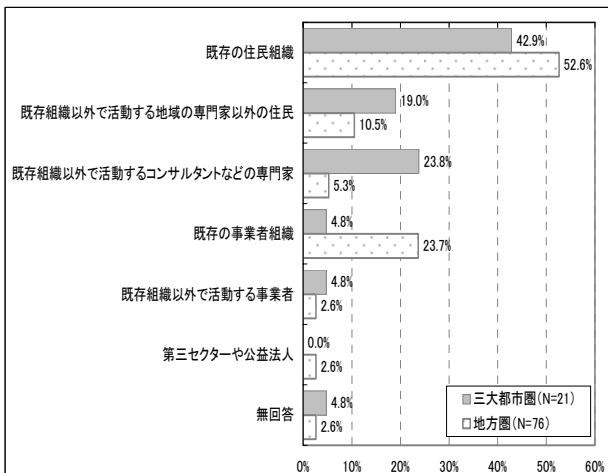


図 1-2-3 まちづくり活動を中心で担っている主体
(地域別)



さらに、まちづくり活動を中心で担っている主体について「公共団体」に認識をアンケート調査した。これによると「既存の住民組織」が圧倒的に多く、50.5%と過半数を超える結果となった。また、「既存の事業者組織」が約2割でこれに続いており、既存組織以外の者が中心とする認識はほとんど見られなかった(図1-2-2)。

1-2-2 三大都市圏と地方圏の違い

しかしながら、地域別の比較では「三大都市圏」では「既存組織以外の住民」や「既存組織以外の専門家」の割合が比較的高くなっており、「地方圏」においては「既存の事業者」の割合が23.7%と比較的高くなっている(図1-2-3)。

このように、「既存の住民組織」が第1位であるという点は同一であるが、これに次ぐものについては、地域別で異なった回答が見られた(GRIPS 2007②)。

1-3 まちづくりのための資金・基金

1-3-1 地区整備への総合的な補助・融資

住民主体によるまちづくりの推進支援は、結局はその経済的支援の仕組みを用意できるかどうか依存する。特に組織活動経費や地区整備予算など、行政が関与すべきポイントはそこにある。まちづくりのいくつもの場面で経済的支援が必要であるが、最も重要かつ重大な局面は、地区整備や地区開発の予算や補助の仕組みである。

地区における市民まちづくりへの取り組みの果実を保証する経済的支援は、都市全体均一の整備水準などにとらわれることなく、地区の実情に応じた整備方針のチェックのみで行うことになる。要するに、個々の事業ではなく、地区整備に総合的に活用できる予算や補助の仕組みが住民主体のまちづくりを具体化する手段であるといえる。

1-3-2 まちづくりへの民間投資

現在、地方都市においては、中心市街地の土地の高度利用が進まない中で新市街地の外延部への拡大が生じているが、今後の少子高齢化社会に的確に対応し、社会資本ストックの有効活用を進める観点からも、都市構造のコンパクトシティへの転換が求められている。

公共的な地区開発整備への事業投資は、一般に行政により税金でまかなわれる。まちづくりが平均的、一律的であればあるほど、行政の公平原則から公共投資

は容易である。しかし、地区住民の主体的まちづくりは、もちろんその多様性個性性にこそ特質があり、意味がある。先駆的な取り組みほどそうなる。従って、特徴あるまちづくりになればなるほど、行政資金導入投資は困難になる。まちづくりにおける民間投資の必要性はそこにある。

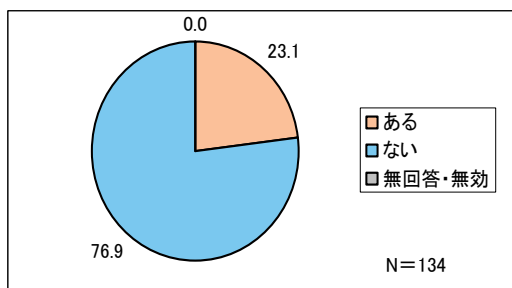
しかしながら、いわゆるバブル経済の崩壊とそれに続くサブプライムローンの破綻による金融危機を背景として、地方都市中心部の地価はほぼ一貫して下落傾向にあり、このような厳しい不動産市況の中で地方銀行が開発資金の融資により慎重になるなど、不動産を担保とする従来型の開発融資は限界に近づいてきている（GRIPS 2009①）。

1-3-3 不動産証券化によるまちづくり資金調達の可能性

一方、証券市場における代表的な不動産証券化商品であるJ-REITについても、リーマンショックの直撃を受けて大きく値崩れをしているところであり、短期間での市況回復は望めない。しかしながら、今後の地方都市における中心市街地活性化をはじめとするまちづくりの資金調達手段としては、地価の変動を顕在化させない形での不動産の所有と利用の分離を行い、地域におけるコンパクトな証券化を通じて商業施設等の整備の資金を調達するスキームを考えることは、今後のまちづくりを進める上で非常に重要なことであると思われる。

不動産の所有と利用の分離とは、土地・建物等の所有者から、その実質的な所有権の帰属を所有者に留保しつつ、利用権のみを他の利用能力の高い者へ移転することをいう。これは、不動産の有効利用を促進するためのものであり、具体的には、借地・借家契約、信託契約等を活用することになる。利用権は債権であるため、共同化、集約化等が容易であり、中心市街地の商店街区域のような所有権が細分化した地域の土地利用の共同化を図る上でも有効である。

図 2-1-1 まちづくりに関する活動実績の有無
(単数回答)



不動産の有効利用を促進するため、借地借家法の改正により、1990年に定期借地制度、2004年に定期借家制度が創設され、平成2004年には信託業法、平成2006年には信託法がそれぞれ改正されて、さらに2007年には借地借家法が再改正され事業用借地権の設定期間が10年以上50年未満になるなど、不動産の所有と利用の分離を促進するための法制度をはじめとする環境の整備が進んできている。

第2章 地方都市における不動産証券化活用の実態

2-1 中小不動産業者・地方公共団体の証券化への取り組み

2-1-1 地方における中小不動産業者の取り組み

地方都市のまちづくりにおいては地域の特性を踏まえて適切な公民連携を図っていくことが求められている。その民間主体として、地域の中小不動産業者が重要な役割を果たすことが期待されている。そのためには、不動産に関する知識だけでなく、まちづくりのための制度や金融に関する幅広い知識と実務能力が求められているといえる。特に、まちづくり事業の推進のためには、円滑な資金調達が重要であり、その手法の1つとして不動産証券化によって地域から資金を吸収することが有効であると考えられる。

このような観点から、GRIPSでは2008年度において、中小不動産業者を対象に、まちづくり事業における不動産証券化に関する実績・計画・意識・課題等についてアンケート調査を行った。調査結果の概要は以下のとおりである（GRIPS 2009②）。

① まちづくりに関する活動実績と資金調達

まちづくりに関する活動実績は「ない」という回答が103件（76.9%）で、「ある」の31件（23.1%）を大きく上回る（図2-1-1）。

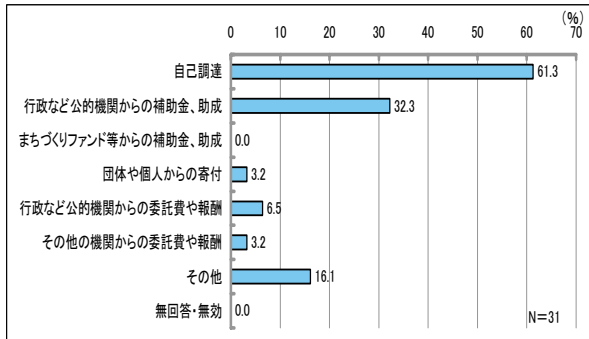
同じく、まちづくりに関する活動実績があるという31件について、資金の調達方法をみると、「自己調達」が19件（61.3%）と圧倒的に多い。

また、「行政など公的機関からの補助金、助成」は10

	回答数	回答率 (%)
ある	31	23.1
ない	103	76.9
無回答・無効	0	0.0
合計	134	100.0

件（32.3%）とある程度あるが、「まちづくりファンド等からの補助金、助成」「団体は個人からの寄付」「行政など公的機関からの委託費や報酬」

図 2-1-2 資金調達の方法 (複数回答)



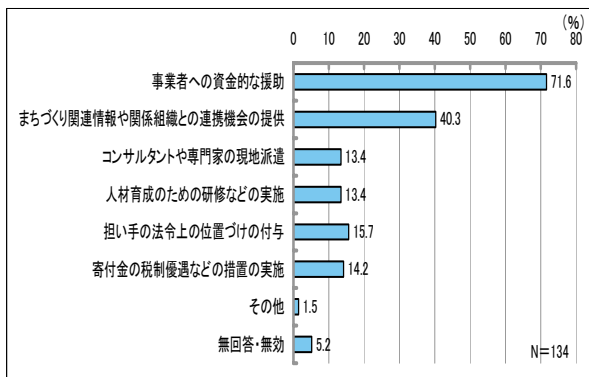
(N=31)		
	回答数	回答率 (%)
自己調達	19	61.3
行政など公的機関からの補助金、助成	10	32.3
まちづくりファンド等からの補助金、助成	0	0.0
団体や個人からの寄付	1	3.2
行政など公的機関からの委託費や報酬	2	6.5
その他の機関からの委託費や報酬	1	3.2
その他	5	16.1
無回答・無効	0	0.0

「その他の機関からの委託費や報酬」の回答は少ない(図 2-1-2)。

② 国や地方公共団体への期待

まちづくり活動を行う上で国や地方公共団体への期待は、「資金的な援助」が 96 件 (71.6%) と圧倒的に多く、「まちづくり関連情報や関係組織との連携機会の提供」が 54 件 (40.3%) と続く。これは、まちづくり活動を活発化する仕組みとして、資金的な援助、連携機会の提供が有効と考えている地方公共団体の意向と傾向が一致している (図 2-1-3)。

図 2-1-3 まちづくり活動を行う上で国や地方公共団体への期待 (複数回答、2 つまで)



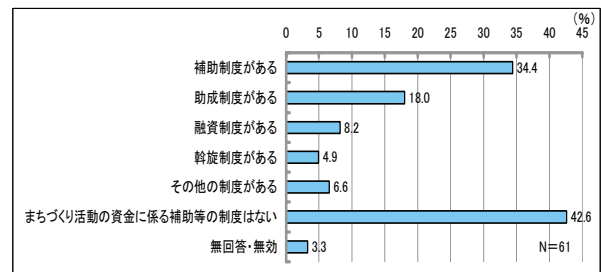
(N=134)		
	回答数	回答率 (%)
事業者への資金的な援助	96	71.6
まちづくり関連情報や関係組織との連携機会の提供	54	40.3
コンサルタントや専門家の現地派遣	18	13.4
人材育成のための研修などの実施	18	13.4
担い手の法令上の位置づけの付与	21	15.7
寄付金の税制優遇などの措置の実施	19	14.2
その他	2	1.5
無回答・無効	7	5.2

2-1-2 地方公共団体における取り組み

GRIPS では同様に 2008 年度において、地方公共団体を対象に、まちづくり及び事業における不動産証券化に関する実績・計画・意識・課題等についてアンケート調査を行った。調査結果の概要は以下のとおりである (GRIPS 2009①)。

① 不動産事業者等のまちづくり活動の活発化に向けて「まちづくり活動の資金に係る補助等の制度はない」が 26 件 (42.6%) と半数近くになる。用意されている制度としては、「補助制度」が 21 件 (34.4%) と最も多く、「助成制度」が 11 件 (18.0%) と続く (図 2-1-4)。

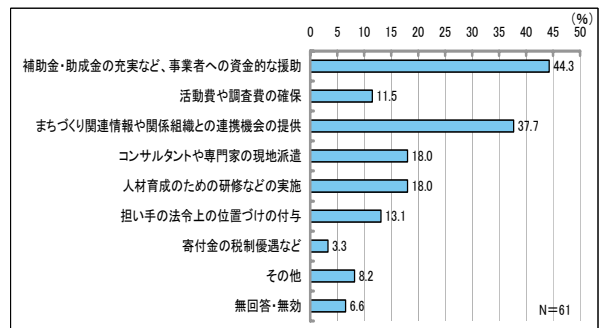
図 2-1-4 まちづくり活動の資金に係る補助等の制度の有無 (複数回答)



(N=61)		
	回答数	回答率 (%)
補助制度がある	21	34.4
助成制度がある	11	18.0
融資制度がある	5	8.2
斡旋制度がある	3	4.9
その他の制度がある	4	6.6
まちづくり活動の資金に係る補助等の制度はない	26	42.6
無回答・無効	2	3.3

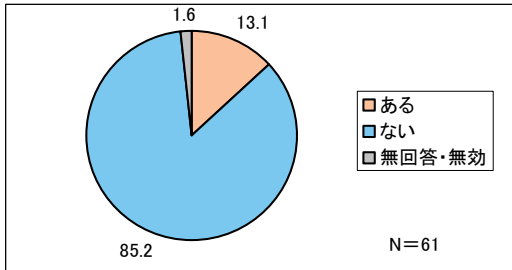
一方、不動産事業者等のまちづくり活動を活発化する仕組みとしては、「資金的な援助」が 27 件 (44.3%) と最も多く、「連携機会の提供」が 23 件 (37.7%) と続いている (図 2-1-5)。

図 2-1-5 不動産事業者等のまちづくり活動を活発化する仕組み (複数回答、2 つまで)



(N=61)		
	回答数	回答率 (%)
補助金・助成金の充実など、事業者への資金的な援助	27	44.3
活動費や調査費の確保	7	11.5
まちづくり関連情報や関係組織との連携機会の提供	23	37.7
コンサルタントや専門家の現地派遣	11	18.0
人材育成のための研修などの実施	11	18.0
担い手の法令上の位置づけの付与	8	13.1
寄付金の税制優遇など	2	3.3
その他	5	8.2
無回答・無効	4	6.6

図 2-1-6 不動産証券化事業の実績や計画の有無



② 不動産証券化事業の実績

不動産証券化事業の実績は「ない」が52件(85.2%)と、「ある」の8件(13.1%)を大きく上回る(図2-1-6)。

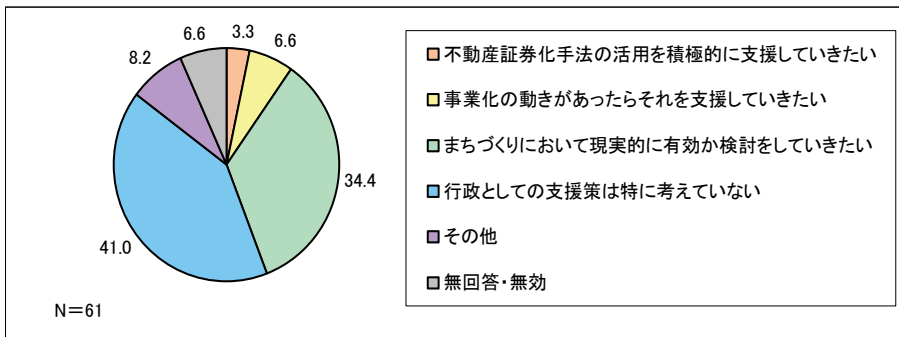
③ 不動産証券化手法の活用

不動産証券化手法の活用を促進していきたいかという問いに関しては、25件(41.0%)が「行政としての支援策は特に考えていない」、21件(34.4%)が「まちづくりにおいて現実的に有効か検討をしていきたい」という回答で、「不動産証券化手法の活用を積極的に支援していきたい」2件(3.3%)、「事業化の動きがあったらそれを支援していきたい」4件(6.6%)を大きく上回り、不動産証券化手法活用の支援には消極的な姿勢が明らかである(図2-1-7)。

④ 不動産証券化手法に対する不安と課題

不動産証券化手法活用支援への不安としては、「経験がなく、制度も詳しく知らない」が37件(60.7%)と突出して多く、次いで「行政がどのように係われればいいのか

図 2-1-7 不動産証券化手法の活用促進(単数回答)



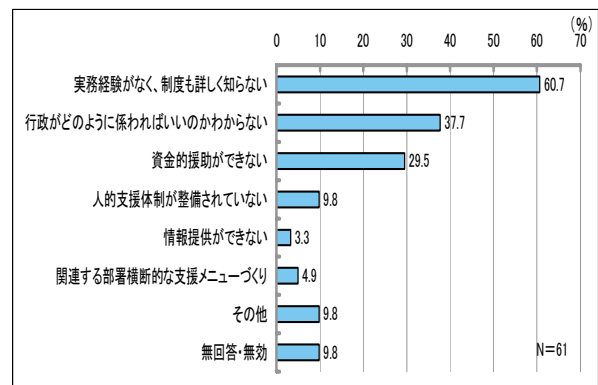
	回答数	回答率 (%)
不動産証券化手法の活用を積極的に支援していきたい	2	3.3
事業化の動きがあったらそれを支援していきたい	4	6.6
まちづくりにおいて現実的に有効か検討をしていきたい	21	34.4
行政としての支援策は特に考えていない	25	41.0
その他	5	8.2
無回答・無効	4	6.6
合計	61	100.0

わからない」23件(37.7%)、「資金的援助ができない」18件(29.5%)と続く。不動産証券化手法への不案内が大きな不安材料となっており、また、財政的支援

が有効だとは思いつつ、自治体の財政状況からそれも難しいという状況がみえる(図2-1-8)。

図 2-1-8 不動産証券化手法活用支援への不安

(複数回答、2つまで)



	回答数	回答率 (%)
実務経験がなく、制度も詳しく知らない	37	60.7
行政がどのように係われればいいのかわからない	23	37.7
資金的援助ができない	18	29.5
人的支援体制が整備されていない	6	9.8
情報提供ができない	2	3.3
関連する部署横断的な支援メニューづくり	3	4.9
その他	6	9.8
無回答・無効	6	9.8

2-2 高松市丸亀町における取り組み事例

2-2-1 高松市丸亀町商店街A街区

高松市丸亀町商店街A街区の再開発においては、まちづくり会社が不動産証券化を活用して商業等複合施設を整備し、一元的にマネジメントを行っている。

1) 不動産所有者等及び出店予定テナントが出資して設立した高松丸亀町老番街株式会社、一団の土地の全ての不動産所有者等と共に合同運用型の定期借地契約を締結した。この定期借地契約は、期間 60 年、権利金・保証金なし、劣後配当方式（総賃貸料収入から負債返済及び諸経費を差し引いた残額に連動して地代総額を決定して、当初の評価額割合で各不動産所有者等に配分するもの）である。このよう形で所有と利用を分離し、不動産利用権の集約化・一元化を実現した。

2) 従前建物の評価額相当を事業後の床に替える権利変換を行う全員合意型の第一種市街地再開発事業を実施した。市街地再開発事業補助金の交付を受けて、定期借地の上に商業・住居等の複合施設を整備し、住居は定期借地権つき分譲マンションとして売却した。

3) 不動産所有者等の権利床は共有とし、高松丸亀町老番街(株)に賃貸している。

4) 市街地再開発組合は転退出者分の保留床を取得した。信託銀行に信託して、信託受益権を取得、これを SPC に譲渡した。SPC は代金を都市再生ファンドに出資し、地方銀行のノンリコースローンで調達した。信託銀行は信託財産（商業床）の運営をアセット・マネージメント会社及びプロパティ・マネージメント会社に委託している。

5) 高松丸亀町老番街(株)は、国の補助金、高度化融資等を活用して、その他の商業床、駐車場、駐輪場を再開発組合から買い取り、第三セクターの高松丸亀町まちづくり(株)に運営委託している。同社は専門的な人材を雇い、一括して運営管理を行っている。隣接する三越百貨店と連携してブランドショップ等を誘致(テナント・マネージメントを実施)した。また、ドーム広場でイベント等を開催している。

6) 以上の事業については、都市計画、建築、法律、金融、再開発等の専門家から構成されるタウン・マネージメント委員会の助言、指導を得て専門的知識を活用して実施している。

2-2-2 高松市丸亀町商店街B, C街区

高松市丸亀町商店街B, C街区の再開発においては、まちづくり会社が定期借地契約で空き店舗等の不動産利用権を集約化している。

1) まちづくり会社が、商店街の不動産所有者等と個々に定期借地契約を締結し、土地・建物の利用権を取得した。

2) まちづくり会社は、複数の隣接した一定規模の土地の利用権を取得した後に店舗の改修・建て替え・整備を行う小規模連鎖型開発のために設立された。施設を整備する資金については、国、香川県・高松市による補助金や融資、(財)民間都市開発推進機構の不動産証券化による出資等を活用した。

3) まちづくり会社は、専門的な人材を雇い、取得・整備した店舗を一括して運営管理（テナント・リーシング、テナント・マネージメント）している。

4) 高松丸亀町商店街振興組合及びまちづくり会社で、街並みイメージの統一のためにデザインコードを策定するとともに、地区計画による壁面位置・高さ制限などを設定した。

5) 以上の事業については、都市計画、建築、法律、金融、再開発等の専門家から構成されるタウン・マネージメント委員会の助言、指導を得て、専門的知識を活用して実施している（中心市街地再生研究会 2008）。

第3章 まちづくりにおける資金調達と不動産証券化活用可能性

3-1 不動産の証券化の意義

3-1-1 不動産の所有と利用の分離

定期借地権、信託等による不動産の所有と利用の分離が普及するにつれて、不動産証券化の活用が進んでいる。

所有権から分離された利用権は流動化が容易であるため、特別目的法人（以下「SPC」という。）に帰属させて、収益還元方式で資産価値を評価した上で、その利用から生まれるキャッシュフローをベースとした債権化・小口化・証券化をすることが可能となる。一方、SPC が不動産（又は不動産信託受益権）を所有し、資産運用するときは、SPC の倒産隔離性を保つため、土地・建物の利活用（アセット・マネージメント、プロパティ・マネージメント）は外部委託されることが求められるため、不動産の所有と利用が分離されることとなる。

平成 12 年の資産流動化法等の改正以降、不動産証券化が本格化した。こうした、不動産証券化と所有と利用の分離は、企業の資産圧縮と資金調達への活用のため、

オフィスビル、工場、倉庫、大型店舗、ホテル等で広く普及した（国土交通省 2001）。

3-1-2 不動産証券化の効果

不動産証券化の効果は多岐にわたるが、主なものは以下のとおりである。

① 新たな資金調達手段

不動産の証券化の場合には、従来型の間接金融と異なり、不動産の評価額を担保とするのではなく、不動産から直接生み出される収益フローに基づいて資金調達が行われる。その代表的なものが、非遡及型融資（以下「ノンリコースローン」という。）³であり、従来の資金調達手段以外に、新たな資金調達手段の選択肢が広がってきている。

② 不動産の流動性の向上

一般的に、不動産は投資金額が大きいために流動性が低い。流動性が低いということは、多くの不動産を保有する企業にとって、不動産の売却・処分等の困難性がつきまとうということの意味する。しかし、不動産を証券化することにより投資単位の小口化が可能となり、投資家がロットの小さい不動産へ投資しやすい環境となり、不動産の流動性が向上する。

③ オフバランス効果

不動産を証券化すると、原資産の保有者は、その不動産に影響を残しつつも、不動産を貸借対照表から切り離す（以下「オフバランス」という。）ことが可能となる。同時に、証券化によって得られた資金を他の事業に再投資したり、有利子負債の削減を行ったり、財務体質の改善も図られる。

④ 不動産の有するリスクの軽減

不動産の所有者は、価格変動のリスク等不動産固有の様々なリスクを負っている。しかしながら、証券化された不動産については、不動産の所有と利用の分離が行われ、各種リスクの軽減が図られる。また、不動産の運営・管理等には専門業者（アセットマネージャーやプロパティマネージャー）に外部委託されることとなるため、運営・管理のリスクも軽減される（野口 2007）。

³ ノンリコースローンとは、返済の原資（元手）とする財産（責任財産）の範囲に限定を加えた貸付方法である。

3-2 まちづくりにおける資金調達の実態

3-2-1 中心商店街区域の空洞化とその発生要因

近年における中心商店街の空洞化の問題は、個々の商店主が各々不動産を所有し、自ら商業等を経営することから生じている。このため、不動産の所有と利用が分離されて、一元的なテナント・マネージメントが行われる大型ショッピングセンターなどと比べ、商店街の魅力が低下しており、それによって来客の減少で空き店舗が発生すると新規テナントの出店が直ちに行われず、来客・売り上げの減少が更なる空き店舗を生むという悪循環を引き起こしてしまう。

3-2-2 中心商店街区域の再生の兆し

一方、中心商店街区域においても、2-2 で記述した高松市丸亀町のように、まちづくり会社や地方百貨店が定期借地制度等を活用して不動産の所有と利用を分離し、所有者、借地人、借家人等から空き店舗等の利用権を集めテナント・マネージメントを行い、さらに不動産流動化の仕組みで地域から資金を調達して、商業施設の整備等を行っている事例が生じている。

3-2-3 地方都市再生における地域金融機関の役割

地方都市再生事業に対する地域金融機関の融資は、不動産価格の下落等金融環境の悪化に伴い慎重になってきているが、今後は単純な間接金融による銀行借入のみに依存する資金調達手法から脱却し、直接金融による資金調達は視野に入れておく必要がある。

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り、調達金利も最も低いと見られるが、昨今のように地価が下落する局面においては、担保不動産の評価額も下落することを意味するため、地域金融機関には、不動産の収益性に着目したノンリコースローンによる資金調達手段に習熟することが求められるつつある。（中心商店街再生研究会 2008）

3-3 高松市丸亀町再開発におけるケース・スタディ

コミュニティ再投資型再開発研究会（2008）による高松市丸亀町再開発におけるケース・スタディの概要を以下のとおり紹介する。

3-3-1 高松丸亀町商店街振興組合

高松市丸亀町商店街の課題は、次の二つに集約された。

1) 魅力的な都市空間を創り出し、業種の偏りを正していくこと。そのために、商店街全体をひとつのショッピ

ングセンターと見立て、全体のレイアウト等を考えること。

2) 地価の高値安定によってもたらされる商店街の土地利用の不合理性を解決するため、土地の所有と利用の分離を図っていくこと。

3-3-2 まちづくりの方針

① 事業スキームの組み立て

活用する制度は大きく分けて次の二つである。

- 1) 都市再開発法に基づく市街地再開発事業
- 2) 中小小売商業振興法に基づく街づくり会社制度

② 3つの原則

真に商店街自身の事業とし、なおかつ合理的な運営をするために、次の三つの原則を守ることが重要と考えられた。

1) できあがった施設と商店街が総合的にマネジメントできるようにする。再開発ビルとともに、商店街全体のマネジメントを可能にする体制と財政基盤を確立する。

2) 事業の安定性を高め、業種の多様化を進めるために、家賃を適切にコントロールし、理想的なテナントミックスを実現する。

3) 商店街・地権者が主体的に事業を行うことによって、商店街の合意形成の難しさを克服し、合理的な事業スキームを組み立てる。

③ 市街地再開発事業

市街地再開発事業の基本的な仕組みは等価交換であるが、この仕組みでは、高地価の場合には床価格は高くなる。価格を抑えるために容積率を高くすると、利用や処分が困難な過剰床をかかえるリスクが高まる。

④ 定期借地権方式の活用

普通借地方式では、借地権の設定にあたって権利金が発生し、借地権価格は通常地価の7割に及ぶので、定期借地権制度を活用することとし、地代が自由に設定できるようにした。

⑤ タウン・マネージメント・プログラム

コミュニティ投資会社のスキームは、まちづくり債として地元丸亀町振興組合員を中心に集め、劣後匿名組合出資とする。地元投資家によるファンドを募集する私募債⁴による事業資金の調達も進めていくことができ、サステナブルな再開発の循環システムとなった。

⑥ 高松丸亀町まちづくり株式会社

第三セクターであるまちづくり会社が、壱番街と振興組合がこれまで行ってきた部分をまとめて、全体のマネージメントを行う。その費用は家賃と共益費から生み出される。

⑦ 関係主体の役割

壱番街(株)はA街区再開発ビルの所有者(定期借地権契約主体)であり、まちづくり会社はA街区再開発ビルの運営・管理を行う第3セクター会社である。振興組合はエリア全体に関わる事業を担い、まちづくり会社は組合の開発・運営事業部としての役割を担う。再開発ビルの運営等については、振興組合法の制約によって株式会社が必要となり、別途まちづくり会社を設立した。

3-3-3 高松丸亀町再開発の今後の取り組み

① 小規模連鎖型再開発事業方式

A街区は市街地再開発法に基づく法定再開発として実施したが、これは地権者全員の同意が必要であるため、全員の同意を得るのに5年間という長期を要した。これを踏まえて、B、C街区の整備については早期実施ができる方法として小規模連鎖型再開発事業(共同建替方式)で平成19年度からスタートした。事業主体はまちづくり会社とし、事業資金は、民都機構の資金と経済産業省の戦略補助金等を活用している。

② B・C街区の取り組みの方向性

中心市街地再生事業を波及的に展開し、新陳代謝を維持・継続する手法を実施している。伝統的なコミュニティが維持されている地方都市では、地権者を含め、地域に投資したいと考えている人を見出すことはさほど困難ではなく、その投資がリターンを生めば、資金が地域で循環するようになり、再開発事業後の維持・改善や、

⁴ 私募債は、証券会社を通じて広く一般に募集される公募債(不特定多数の投資家を対象)とは異なり少数の特定先が直接引受する社債のことをいう。私募債は有価証券であり、銀行借入による資金調達(間接金融)とは異なり、資本市場からの直接調達(直接金融)の一形態と位置づけられる。

別ブロックへの事業の拡大などが地域の資金で行うことができるようになる。そこで、コミュニティ再投資会社を設立して、不動産の所有と利用の分離を図り、先行する開発から得られた利益や地域投資家の投資資金を循環させ、サステナブルな開発が可能となるシステムを構築する。これまで外部に投資されていた地域の資金がコミュニティ内に環流する構造を作る。

3-3-4 取り組みのスキーム

再投資を含む以下の課題に総合的に取り組む。

1) 施設及びエリア全体の高い品質が維持されるよう、権利関係に関わらず床全体の総合マネジメントが可能になるよう、所有と利用を分離する。そのため、地権者が中心となって設立したA街区まちづくり会社が施設全体を一括してマネジメントする。

2) そこであげた利益がコミュニティに再投資される循環をつくり、自律的に賑わいと豊かな公共空間が維持されていく開発システムを構築する。そのため、コミュニティ再投資会社を設立する。そして権利者及び地元の投資家、市民などが参加しやすい証券化・小口化などで資金調達をおこないつつ、転出者の土地・建物や保留床を取得していく。

3) 再開発後、地権者が事業主体としての立場を維持していく。そのため、地権者はまちづくり会社の株主等に

なり、従前建物補償費を権利床の形で事業に還元させる。また、地代は借入金に対して劣後とし、まちづくり会社の業績に応じて変動する土地信託の配当に近似した契約とする。

4) 市場ニーズを超えた過剰床としないため、特に土地に関するコストを出来る限り抑制する。そのため、土地の権利者自らが事業主体となり地価を顕在化させないスキームを組む。すなわちまちづくり会社が全保留床を獲得し一括管理を行う。まちづくり会社は、定期借地権制度を活用して土地所有者から借地し、地権者に地代を支払う。

5) 地権者のかなりはすでに不動産業化しているため、権利床を得るのではなく、資産を投資しリターンを得るという地権者の立場に立った発想でスキームを組み立てる(図 3-3-1)。

3-3-5 ケース・スタディ

① 投資額及び経営収支：提案スキームによるケース・スタディ

本提案スキームを、この計画に当てはめ、ケース・スタディを行う。まず、ケース・スタディにあたって、その初期条件となる事業費と事業収支を設定する。対象地区は既に再開発組合の設立認可を受けており、事業計画等で諸経費の額が設定されている。

図 3-3-1 コミュニティ再投資型再開発のスキーム

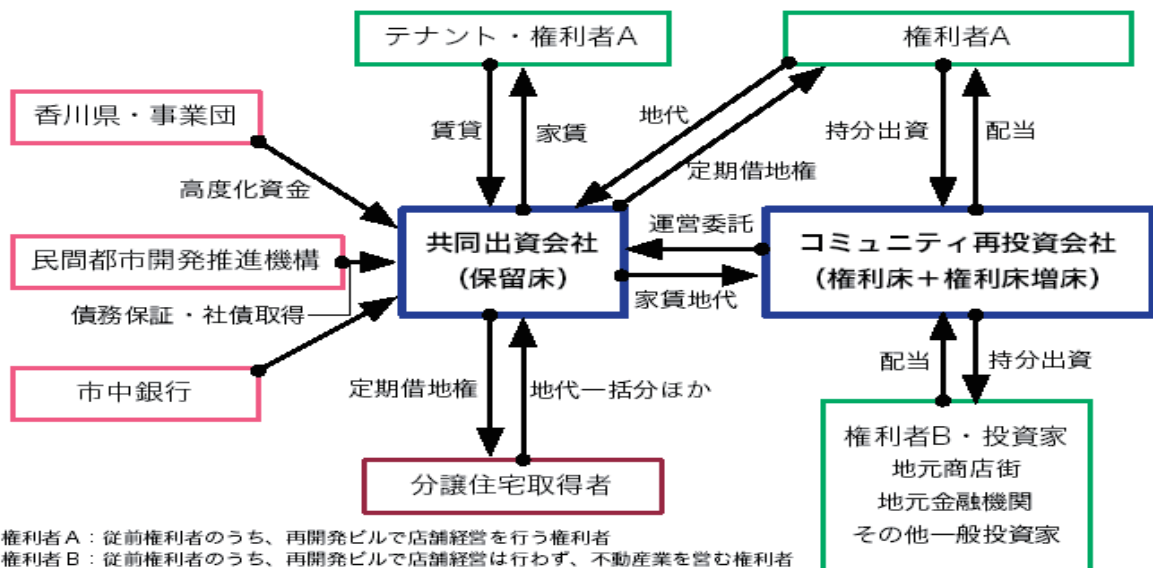


表3-3-1 再開発事業収支

収入		支出	
市街地再開発事業等補助	2,756,664	施設建築物工事費	2,936,645
参加組合員負担金	991,844	土地整備費	146,396
保留床処分金	1,901,363	補償費等	1,350,012
まちづくり会社	1,394,827	調査設計計画費	647,817
地権者増床	506,536	事務費・予備費	400,000
		借入金利息	169,000
合計（駐車場を除く）	5,649,871	合計（駐車場を除く）	5,649,871
駐車場補助金	283,704	駐車場整備費	546,000
保留床処分金	262,296		
隔地駐車場(まちづくり会社)	262,296		
合計（駐車場を含む）	546,000	合計（駐車場を含む）	546,000
総計	6,195,871		6,195,871

② 事業収支

本対象地区は、駐車場設置の義務を負っており、それに伴い、隔地駐車場を設置することとなっており、再開発としての事業収支は表3-3-1の通りとなる。

A 街区共同出資会社の主な収入は家賃であり、支出は運営経費、税金経費、元利金返済、地代・家賃である。家賃収入は売上に対して歩合制であり、商業施設全体の売上は概ね35～45億円前後という数値を採用した。

家賃収入は、売上に対して約6～8%程度であり、家賃に共益費、販促費等をプラスしたものが会社の収入である。概ね売上を40億円と想定した結果、会社の収入が約5億円となった。これに対して、経費は運営経費が約1.5億円、借入金の返済が約0.7億円、残りは配当としての地権者に対する地代・家賃の支払い約2.4億円である。

A 街区では、定期借地方式で地価が顕在化しないので、約120万円/坪・ネットと安い保留床をつくりだしている。原則型とすると保留床価格は約180万円となる。そのため、借入金が少なく、安定的に事業を組むことができ、その分地代・家賃の支払いを多くすることができる。権利者が所有している土地と建物の転出分又は将来発生する売却分をコミュニティ投資会社が取得をしていくことが経営上可能かどうかシミュレーションを行った。

3-3-6 シミュレーション結果

① 地域内における資金循環システムの構築

この再開発事業の投資利回りは8%程度と試算され、地域の投資家からみると極めて有利な投資先であると考えられる。さらに当該地域の人々は、地域やコミュニティの情報に精通している人々でもあるため、ある程度のリスク負担をする覚悟もあり、ここで得られたキャッシ

ュフローが次の投資へ回されることが期待される。

また、コミュニティ再投資会社は、地代家賃の利回りを安定的に設定できることから、転出者の土地建物を取得することで、今後再開発が計画されている街区の円滑な執行を支援することが可能となる。

② 試算結果

投資額は、A 街区で約7億円程度とする。また、取得資産からは、地代家賃が8.2%入るものと想定した。

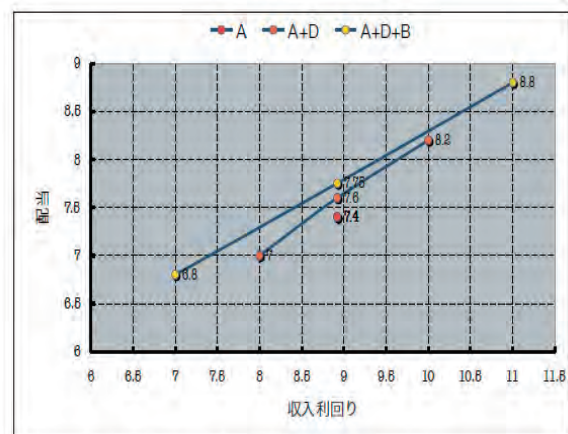
試算の結果、2億円を市中銀行から調達した場合、社債の配当は、7.4%が可能となった。

これは、高松のキャブレート⁵である6.5%（財団法人日本不動産研究所）を超えており、地元関係者の投資意欲を十分に満足する値である。

次に、準備組合の設立されているD街区の市街地再開発事業が実施されたと想定し、そこで約6億円の投資を行い（市中銀行から1億円）、さらにA街区に隣接しているB街区で市街地再開発事業が実施されたと想定して、そこで約5億円の投資を行う（市中銀行から1億円）と仮定して、シミュレーションを行った。シミュレーションは、投資額に対して、

- 1) 借入金額、2) 取得床価格からの利回り、3) 社債の配当利回り
- を変数としていくつかのケースについて行った（図3-3-2）。

図3-3-2 収入利回りと再投資会社の社債配当



⁵ キャブレートは収益還元率のことである。収益資産の資産価値を導き出すために使う期待利回り率を意味するものである。

その結果、投資会社の経営基盤を安定的に保つためには、借入金は概ね30～40%内に納めること、D、B街区の投資利回りが10%程度下がっても社債の配当は変わらず、D、B街区の投資利回りが同じかあるいは上がれば社債の利回りもあがることになる。ただし、以上は当初の地価を基準とした利回りであり、事業が順調に推移すれば地価も上昇し、利回りは下がることになるため、結果的にはキャップレート近辺に落ち着くと想定される。これは、資産価値の上昇であり、コミュニティ内の投資家である丸亀町商店街の地主・不動産業者にとってはまさに適切な資産価値の形成にほかならない。

グリーンシート制度⁶等あるいはSPCを利用した不動産証券化等を地元証券会社と連携をとって行っていくことによってコミュニティベースによる地域経済の活性化が可能となる。

③ 売上予測と事業概要

開発を展開していった場合の売り上げは表3-3-2のように想定される。丸亀町商店街全体の売り上げは平成11年で約230億円、平成14年には約180億円まで減少しているが、最盛期には270億円の売り上げがあった。この間に中心市街地は約500億円の減少があり、郊外型SCが立地している郊外部では約300億円増加している。この状況でA～G街区すべてを再開発すると合計約20,000㎡増床することになるが、その売り上げはハフモデル⁷で推計すると290億円となる。

表 3-3-2 丸亀町商店街の売上予測区

既存売場面積 (㎡)	増床売場面積 (㎡)	計画床面積 (㎡)	H11年度売上 (千円)	売上予測 (千円)				
				増減率	既存部分	増床部分	合計	坪効率
A	B	C=A+B	a	b	c=a × (100%+b)	d=B × (ハフ坪効率)	D=c+d	E=D ÷ (C/3.3)
17,863	20,000	37,863	23,100,436	0.23%	23,154,472	5,880,753	29,035,224	2,531

丸亀町A街区



第4章 地方都市のまちづくりにおける円滑な資金調達に関する条件整備

4-1 地方都市における不動産証券化活用の可能性

3-3 で紹介したコミュニティ再投資型再開発研究会(2008)による高松市丸亀町再開発におけるケース・スタディの概要から、地方都市における不動産証券化の課題とそれを踏まえた方策は、以下のように考えられる。

4-1-1 地方都市における不動産証券化の課題

大都市圏では、不動産の証券化が盛んに行われているが、これまで地方都市で必ずしも不動産の証券化があまり行われてこなかった理由は、大きく分けて3つある。

(1) 不動産の規模が小さいこと

大都市圏の不動産と比較すると、地方都市では敷地面積が狭く建物の規模も小さいため、1件あたりの不動産価格が低額となる。一方、不動産の証券化を行うためには特有の組成費用が必要となり、この費用は不動産価格の大小にかかわらず一定額となる。このため、不動産価格が低額の場合には、組成費用が不動産価格に対して大きな割合を占めるために配当利回りの低下を招くという結果となり、不動産の証券化の動機を減退させる大きな要因となっている。

丸亀町B街区



⁶ グリーンシートは、非上場企業の株式等を売買できるように日本証券業協会が1997年7月から行っている制度である。
⁷ ハフモデルは、主として小売店舗の立地計画について、事前に集客力、売上高の予測を行うためのモデル式である。

(2) 各種プレイヤーの経験不足

不動産の証券化を行うためには、不動産の証券化をアレンジする者(アレンジャー)、不動産の運営・管理を行う者(アセットマネージャー、プロパティマネージャー)、各種専門家(不動産業者、弁護士、税理士、不動産鑑定士、一級建築士等)、投資家(銀行、機関投資家、一般投資家等)など多くのプレイヤーが必要となる。しかながら、地方で不動産の証券化を行おうとした場合、これらの主なプレイヤーは大都市圏に依存せざるを得ない場合が多く、このような状況では、大都市圏のプレイヤーを益するための証券化になってしまうおそれが高い。

今後は、地方の不動産の証券化を支える専門家として、地方のプレイヤーがいかに多く経験を積んでいくかが課題となる。それには、地元不動産業者が不動産証券化の知識と経験を蓄積するなど、各プレイヤーが大都市圏の経験者の力を借りながら、検討と実務経験を積み重ねることが必要になる。

(3) 地方金融機関の能力不足

不動産の証券化を行うには、ノンリコースローン等不動産の収益性に立脚した非適及型の融資形態が必要となる。地方の小規模不動産に対する融資に関しては、地方の金融機関による融資が必要不可欠である。しかしながら、地方銀行の中には既に対応している銀行もあるが、全般的にはノンリコースローンの融資体制が整っている地方銀行が少ないのが現状であり、地方銀行に対しては、その地域の実情に合致した不動産評価力や融資条件設定力などのノウハウを身につけ、早急な能力向上を進めることが期待される(日本不動産研究所 2008)。

4-1-2 地元主導型による不動産証券化の方策

上記の3つの課題をクリアし、地方都市で不動産の証券化を行う場合には、地元で投資家を募り地元のプレイヤーによって不動産の証券化を行う必要がある。地元主導型で不動産証券化を行うメリットは次の3つである。

(1) 地元への利益還元

不動産が生み出す利益は生活や産業の基盤として地元へ還元されるべきものであるが、地元の金融機関による融資と地元の投資家からの出資を募ることで大都市圏への資金・利益の流出を防ぎ、地元へ還元される不動産証券化が可能となる。

(2) 目に見える不動産への投資

大都市圏の不動産と異なり、地元の不動産であれば投

資する者にとってもその価値を直接把握でき、身近な不動産として安心と愛着を持つことができる。また、不動産証券化を行うためには、上述したように様々なプレイヤーが必要となるが、地元の地方銀行、商店街、不動産業者をはじめとする人々が携わることで一層の信頼感・連帯感が生まれるものと思われる。

(3) 地方特有の不動産証券化

地方で不動産証券化に取り組む場合、収益性のみを重視するのではなく、地元の実態や特性を取り入れて地元の活力を高める証券化を行うことにも意義があると思われる。

3-3 で見たように、高松市においては、コミュニティ再投資会社を丸亀町に密着した不動産プライベートファンドとして設立し、私募債による証券化等により、地元の多くの投資資金を呼び込むこととしている。このように、地方特有の文化や風土に根ざした不動産の証券化は地元主導でしか成し得ないことであり、単に利益だけを追求するのではなく、地域社会の発展にも寄与することができる(渡邊 2005)。

4-2 今後の資金調達条件整備

地方の不動産が大都市圏主導型の証券化の波に呑み込まれないようにするためには、4-1-2 の3つの課題を早期に克服することが必要である。

4-2-1 不動産証券化による地域からの資金調達

地方都市において、3つの課題を早期に克服するためには、地元商店街等を出資者とする地元主導のまちづくり会社等を設立して取り組むことが有効である。

まちづくり会社が定期借地権によって空き店舗等の不動産利用権を集約化した土地の上に商業等複合施設を整備するため、不動産証券化によって小口化して、直接地域の関係者等から資金を調達する方策を検討することが重要である。

(1) 不動産証券化によって、建物の収益性に基づき小口で地域から直接資金を調達

小規模不動産所有者等による間接金融型のファイナンスの限界を超えて、商業等複合施設を整備するため、定期借地権を活用して不動産の所有と利用の分離を図り、その上で不動産の収益性の評価に基づく不動産の証券化等によって地域の資金を調達する。

(2) 地域内資金循環の促進

建物からの収益を地域内の出資者へ還元し、さらなる施設整備等の投資に回す。これによって地域内の資金循環を起すことで、地域関係者の出資のインセンティブを高めることが可能になる。特に、土地所有者等から建物の建設資金を匿名組合出資等で調達することにより、土地所有者等が建物の利益も享受できるようにして、不動産利用権を提供するインセンティブを高める。

(3) 中心商店街区域の商業施設等に適した不動産証券化スキーム

例えば、以下の三つのスキームを用いて、小規模で機動的な資金調達を行う。

- 1) プライベート・エクイティ・ファンドからの匿名組合出資による小規模連鎖型施設整備
- 2) 信託受益権方式による小規模連鎖型の施設整備
- 3) 現物譲渡方式のSPCによる一定規模以上の施設整備

4-2-2 私募債・社債の検討

地元で直接的に市場から資金を調達できる仕組みとして私募債や社債の活用も考えられる。平成元年頃からの商法改正以後、企業の資金調達に機動性が発揮されるようになり、私募債などの発行が容易になってきた。

さらに平成18年に会社法が制定され、直接金融の道が大きく広がってきている。社債は、長期・固定での資金調達ができるため、今後、地方都市においても利用が拡大することが予想される。

しかしながら、私募債や社債の受託・引き受けは投資家の判断を受けるため、発行可能な会社等はそれにえられる地元の信用力の高いまちづくり会社等に限定される。このことは私募債を発行できるまちづくり会社等は会社の信用力をアピールできるメリットが生じるともいえる(GRIPS 2009①)。

おわりに

地方都市においては、長引く不況の中で、再開発後も商業者として再開発ビルで店舗経営を行っていくことに懸念を示す向きが増加する傾向にある。そうした中で、商業者のうちで再開発を契機に権利変換により取得する床をテナントに賃貸する不動産賃貸業へと業態変更に踏み切る地権者が次第に増える傾向にある。したがって、不動産の所有と利用の分離を進めるニーズは確実に高まりつつあると考えられる。

地方で不動産の証券化に取り組む場合、収益性のみを重視するのではなく、地元の実態や特性を取り入れて地元の活力を高める証券化を行うことにも意義があると思われる。高松市丸亀町の再開発事業は、現在の不況の最中でも地元における資金循環システムが有効に機能して順調に事業が進められている。

地方都市における不動産証券化は、単に利益だけを追求するのではなく、地域社会の発展にも寄与することができる。このような不動産の所有と利用の分離によるまちづくりの資金調達・資金循環のシステムは、必ずしも再開発だけではなく、例えば農地法の規制緩和に対応して、現代版頼母子講としての私募債による地元資金の循環システムの構築などの形で、地域農業の再生・高度化にも十分に応用できるものであるとも考えられる。今後はこのような新規分野への不動産証券化の活用方策についても研究を進めることが必要であると考えられる。

引用・参考文献リスト

- ・GRIPS (2007①)「多様な担い手の参画による地域特性を活かしたまちづくり推進のための方策の調査検討報告書」
- ・GRIPS (2007②)「まちづくりに関するアンケート調査結果」
- ・GRIPS (2008)「多様な担い手の連携によるまちづくりのガイドラインに関する調査検討報告書」
- ・GRIPS (2009①)「まちづくりの実態を踏まえた不動産証券化と多様な事業展開のための中小不動産事業者育成に関する調査検討報告書」
- ・GRIPS (2009②)「中小不動産業者の不動産証券化への取組み状況等に係るアンケート調査結果」
- ・経済産業省中心商店街再生研究会 (2008)「地方都市における不動産証券化の可能性」
- ・コミュニティ再投資型再開発研究会 (2008)「コミュニティの再投資による持続的な再開発システムの構築」
- ・(財) 広域関東圏産業活性化センター (2005)「地方都市における不動産流動化の導入による中心市街地活性化策の検討に関する報告書」
- ・(財) 日本不動産研究所 (2008)「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
- ・高松丸亀町商店街振興組合及びまちづくりカンパニー・シーブネットワーク作成資料
- ・中心商店街再生研究会 (2008)「不動産の所有と利用の分離とまちづくり会社の活動による中心商店街区域の再生について」中間とりまとめ

- ・渡邊泰輔 (2005) 「不動産の証券化～地元の資金で地元の不動産を証券化するには～」
ながさき経済 2005・12
- ・野口秀行 (2007) 「地方都市における不動産証券化の潮流とその可能性」土地月間記念講演