

季刊  
**不動産研究**®

**特集**

**地方創生に資する不動産証券化と  
ファンディング**

**地方創生と不動産流動化・証券化**

—地域に眠る不動産を「稼げる不動産」、「地域価値を高める不動産」へ—

内閣府 地方創生推進事務局 参事官 松家 新治

**不動産特定共同事業法の改正の概要**

—不動産特定共同事業とクラウドファンディングを活用した地方創生の推進—

国土交通省 土地・建設産業局 不動産市場整備課

**地方創生に資する不動産事業ファンディング**

—先進事例の概要と考察—

株式会社青山財産ネットワークス 不動産事業本部 アドバンテージ・AM企画事業部 部長	東川 亨
株式会社青山財産ネットワークス 経営管理本部 法務部 副部長	中内 啓貴
アルファコート株式会社 専務取締役	樋口 千恵
フィンテック グローバル株式会社 投資銀行事業部	宮田 康博
一般財団法人日本不動産研究所 研究部 次長 兼 特定調査室 室長	佐野 洋輔

## 地方創生に資する不動産事業ファンディング — 先進事例の概要と考察 —

東川 亨    中内 啓貴    樋口 千恵    宮田 康博    佐野 洋輔



### 【ひがしかわとおる】

1989年立命館大学法学部卒業。宅地建物取引士・不動産証券化協会認定マスター。ゼネコンで不動産小口化、不動産ファンド2社で不動産証券化に携わり、20年以上不動産投資運用業務に従事。物件の仕入れから投資運用商品の組成・運用、売却まで数多く経験。不動産特定共同事業・不動産証券化事業の専門家。



### 【なかうちひろたか】

2004年中央大学法学部法律学科卒業。不動産証券化協会認定マスター。不動産ファンド等のファンド運営会社及び現職にて、不動産証券化、太陽光発電プロジェクトファイナンス、オペレーティングリース等の案件に携わり、ストラクチャードファイナンス手法を使用した案件に従事。



### 【ひぐちちえ】

アルファコート株式会社専務取締役。東京理科大学建築学科卒業後、ディベロッパー、まちづくりコンサルタント会社を経て2004年よりアルファコート株式会社取締役、2017年より現職。一級建築士、宅地建物取引士、再開発プランナー、不動産コンサルティングマスター。



### 【みやたやすひろ】

大学卒業後、事業会社の財務、内部監査業務等に従事。その後、監査法人系コンサルティングファームにて成長戦略などの案件を手掛ける。2015年4月フィンテックグローバル株式会社入社。事業統括部、経理部を経て、2016年10月より投資銀行事業部にて不動産証券化のアレンジメント業務に従事。



### 【さのようすけ】

慶應義塾大学商学部卒業。地域金融機関を経て、一般財団法人日本不動産研究所入所。不動産鑑定評価をはじめ、都市再開発事業や不動産証券化事業等に関する各種コンサルティング業務に従事。耐震・環境不動産形成事業に関する業務を担当。不動産鑑定士、再開発プランナー。

### 《論文要旨》

地方都市では、まちなかの低未利用不動産の再生等による中心市街地の活性化、空き店舗・古民家等を利活用した地域ビジネス創出、地域資源を活かした観光振興や増加する高齢者等に対する医療・介護・健康分野における取り組みなど、地域の不動産ストックを有効活用した地方創生の取り組みが進められている。本稿では地方創生に資する不動産事業ファンディングの先進事例の概要と課題等を実際にアレンジメントされた民間事業者の方に紹介していただいたうえで、「地方創生に資する不動産流動化・証券化事例集」の概要やその進展の背景などを解説する。

【キーワード】 地方創生、ファンディング、不動産証券化、不動産再生・開発、官民連携

## 1. はじめに

人口急減・超高齢化という我が国が直面する大きな課題に対し、東京一極集中を是正し、地方の人口減少に歯止めをかけ、地方にひとを呼び込み、そのひとがしごとをつくり、さらにひとをよびこむという好循環を確立すること。そのことを政府が一体となって取り組み、かつ各地域がそれぞれの特徴を活かして自律的で持続的な社会を創生することを目指す「地方創生」という言葉が報道されてから6年が経過する。それにさきだち、国土交通省は平成19年度頃より、「地方における不動産証券化市場活性化事業」といった地方における不動産証券化手法のノウハウ蓄積と人材育成を図り、地方における不動産証券化の裾野の拡大を推進し、地域の活性化を図る各種施策事業を継続して実施している。当研究所も当該一連の事業に関わらせていただいております、私自身も平成19年度当該事業に一担当者として参加させていただいた。その当時と比べると、後述するように地方都市での不動産証券化・流動化事例が多数見られるようになり、地方における不動産事業ファンディングである不動産証券化事業を取り巻く状況は大きく変わったと実感する。

本稿では、まず、実際に地方都市において不動産証券化等のファンディングによって不動産再生・開発事業を実施した事例について、株式会社青山財産ネットワークス 東川亨様・中内啓貴様、アルファコート株式会社 樋口千恵様、フィンテック グローバル株式会社 宮田康博様からご紹介いただく。各事例はどれも非常に先進的で、地域の特性を活かしたユニークな取り組みとして、今後、地方創生に貢献する事業を検討する地元事業者や地域金融機関の参考になるものとする。

その次に、平成30年3月に内閣府地方創生推進事務局と国土交通省が連携してとりまとめ、公表した「地方創生に資する不動産流動化・証券化事例集」に掲載されている各事例の事業概要や事業効果等をご紹介します。 ([http://www.kantei.go.jp/jp/singi/tiiki/seisaku\\_package/jirei\\_gaiyou.html](http://www.kantei.go.jp/jp/singi/tiiki/seisaku_package/jirei_gaiyou.html))

(佐野 洋輔)

### 3. 地方都市更新のための不動産開発におけるファンディングの課題 —北海道内の事例から—

アルファコート株式会社 樋口 千恵

#### 3.1 はじめに

北海道の地方都市の中心市街地問題解決のための不動産開発において保留床処分としての不動産証券化は、地方都市不動産流動化の低さから短期運用後に出口を求められるスキームで成就が難しい。事例をもとに、地方都市において開発プレイヤーからファンディングスキームに求めるもの、スキームから求められるものの差異を整理し解決の糸口を探りたい。

#### 3.2 地方都市の中心市街地更新の課題

平成30年3月に公表された「日本の地域別将来推計人口」では、北海道内の市町村の75%が30年後に人口が4割以上減少する予測となっている。多くの市町村で昭和60年代までJR駅を中心に中心市街地が形成されていたが、特に北海道において顕著であるモータライゼーションの発展と、ロードサイド型商業施設の台頭により中心市街地は衰退し、廃業や郊外移転のために空き地や空き店舗となった商業施設等の跡による環境の悪化が多く見られる。

人口増の局面では市街地拡大のまちづくりが推進されてきたが、人口減少を迎える時代になり、このような空き店舗を更新してコンパクトなまちづくりを推進することが求められている。

しかし、大型店舗跡などの開発には累積した負債処理や補償、解体費用など膨大なコストがかかることに加え、特に地方都市においては建築資材の調達コストの高さなども起因し、「開発原価」と完成した建物の賃料や分譲価格といった出口の「収益性」が逆ざやになってしまう傾向がある。このため、開発においては再開発事業や暮らし・にぎわい再生事業などの補助メニューの活用は推進を実現するために必要な要素であり、中心市街地の再生のためのメニューは充実しているといえる。一方、完成した建物の保有スキームにおいては様々な課題があるので、弊社の事例や道内の事例をもとに検証してみたい。

### 3.3 再開発後の出口戦略

再開発後の床の出口としては、①現物として不動産等々の事業会社へ売却、②証券化スキームとして、長期運用を前提としたリート等又は短期運用を前提とした私募ファンド等がある。②の両者を比較すると、短期的な運用スキームの場合は次の出口戦略を求められ、地方都市の不動産の流動性の低さゆえにシナリオを描きにくいことが多く見受けられる。長期保有を前提とするリートであれば地方都市の案件であってもリース契約次第で可能性があるが、私募ファンドにおいては困難というのが実務を担っていて感じるところである。

北海道内にて証券化スキームとなる規模の不動産が流通している事例は札幌（商圏213万人）・旭川（同43万人）・函館（同45万人）、程度の規模エリアの中心部に限られる。しかし、コンパクトなまちづくりへ向けた中心市街地の再生が求められるのはそのような商圏の郊外の地域中心核やさらに小さな商圏の中心核となる市町村である。

### 3.4 リートを出口とした事例

コンパクトシティ実現へむけて空洞化した駅前を官民連携の法定再開発事業によって整備し、開発後の出口をリートとした事例（弊社事例）2例を紹介する。

#### (1) 篠路駅西口第2地区第一種市街地再開発事業

札幌市内北部約10キロに位置し住宅地が形成されている篠路地区において、JR駅前でありながら未利用地や老朽化した低層建築物（農業倉庫等）が建ち並ぶ駅前を法定再開発により居住系を中心に高度利用し、駅前広場や駅前通りを一体的に整備することで新たな駅の顔づくりをした事例である。従後の用途は分譲マンション1棟（43戸）、店舗付きの借上市営住宅2棟（1棟あたり72戸）の3棟から構成されている。

弊社は、特定事業参加者として分譲マンションを除くすべての従後の土地建物を取得し、そのうち1棟をリートへ売却した。保留床売却先の確保が困難であった事業が、リートを出口とするシナリオを描くことで推進した事例である。

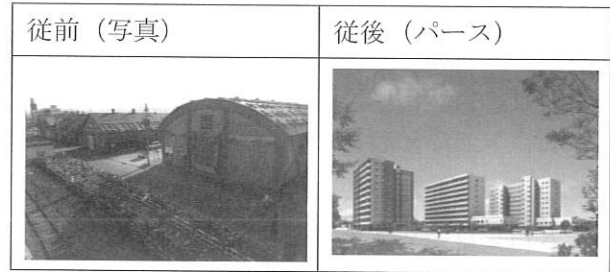


図3-1 現地状況

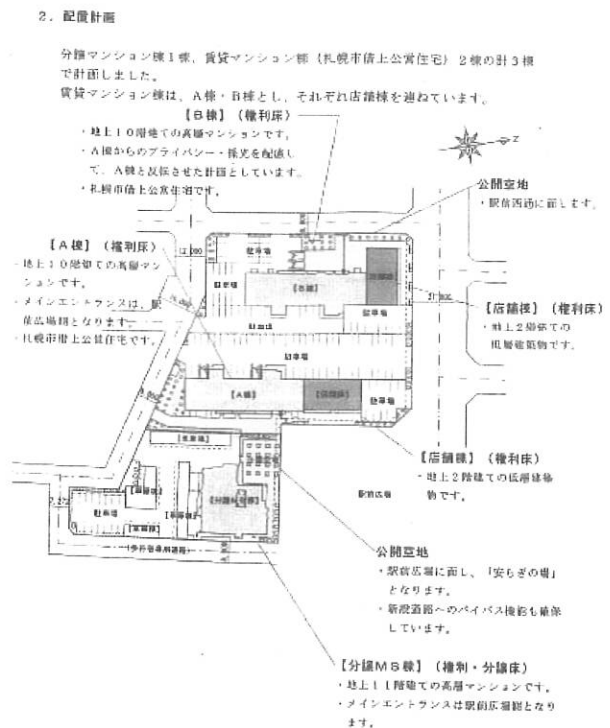


図3-2 配置図

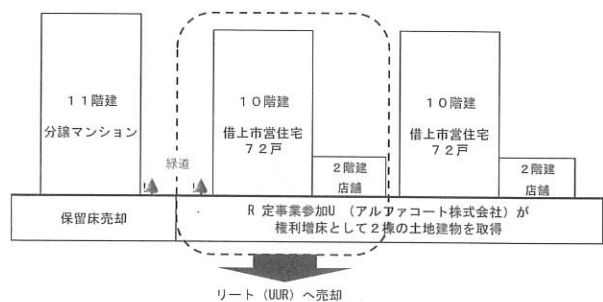


図3-3 保留床処分スキーム

(2) 恵庭駅西口地区第一種市街地再開発事業

札幌と千歳の中間に位置する恵庭市（人口約7万人）は、自然環境に恵まれ住宅地整備や教育機関誘致、工業団地整備など都市基盤整備を進めてきたことから北海道の市町村の中では比較的安定的に人口を維持している市である。

まちづくりの方向性を成長拡大型からコンパクトへと転換する恵庭市では、駅西口地区を区画整理事業と第一種市街地再開発事業の一体施行により、低未利用な宅地が散在する旧市街地の高度利用の促進および駅前の顔づくり、そして道路や駅前広場整備の面的整備を目指して事業着手した。

第一種再開発事業において整備する建築物の用途は、公益施設として保育園、自転車置き場、および駅まちプラザ、民間施設として有料老人ホーム、医療モール、および商業テナントから構成されている。市は区分所有者として公益施設部分の床を取得し、残りの保留床をリートへ売却することにより事業が成立した。

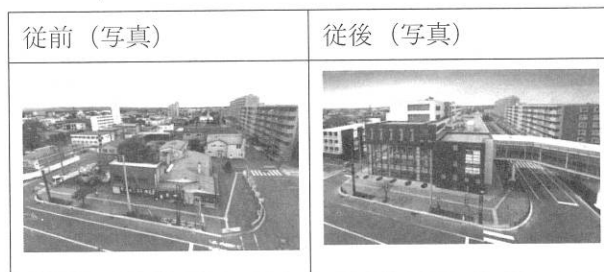


図3-4 現地写真

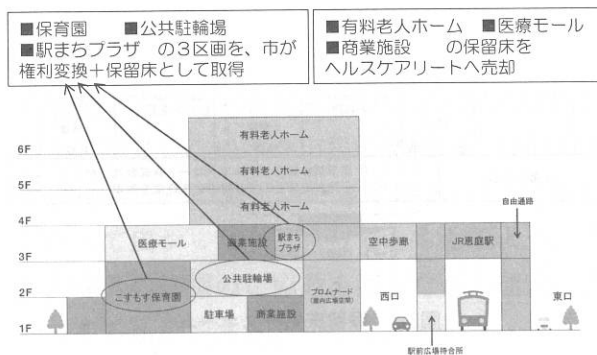


図3-5 保留床譲渡先

3.5 街なか居住再生ファンド活用事例

全国市街地再開発協会を窓口とする街なか居住再生ファンドは、主に衰退した地方都市の中心市街地等において行う民間の多様な住宅等の整備事業をファンドからの出資を通して支援することで「街なか居住」の推進を図り、居住・公共・公益・利便・サービス等のバランスのとれた市街地の再生・活性化に資するものとして全国地方都市にて運用されている。

街なか居住再生ファンドによる出資は初動期の立ち上がりの支援であり、5～7年以内に出口を迎えるシナリオを描くことが求められている。

北海道内において平成27年度までにに出資された事例のうち6PJについて一覧に整理したとおり、札幌圏においては出口を迎えることができていますが、その他の地方都市では現時点でまだ出口シナリオが描けていない。組成当初の出口シナリオは、デッドをフルアモチにより元本償還することで数年後に利回りを上げ、リファイナンスや売却にて出口を迎えることを基本としている。これは、利回りが改善すれば出口戦略が描けるという想定のもとであるが、不動産流動性の低い都市構造の街においては利回りが改善しても実現しにくいと言える。

表3-1

	地域	事業種類	開始	出口シナリオ	現況
①	岩見沢	暮らし・にぎわい再生事業	H19年	売却	運用中
②	小樽	法定再開発	H20年	売却	売却済
③	稚内	法定再開発	H21年	売却	運用中 (TKへスキーム変更)
④	札幌	民間	H21年	売却	売却済
⑤	札幌	民間	H27年	売却	売却済
⑥	札幌	民間	H27年	売却	運用中

3.6 PRE活用官民連携事業事例

冒頭の人口減少に関連し、コンパクトなまちを形成することとともに求められるのが公共施設のマネジメントである。

公共施設の維持管理における庁内の役割は縦割

りであり、用途や時間帯による公共施設相互の連携が生まれにくい側面がある。また、民間による官民連携施設として一体開発することは、市町村の負担減、計画的な長期修繕、官民用途の複合による賑わいの創出など、さまざまな利点が挙げられる。

さらに、地方都市において不動産証券化を進めるにあたり、PFIやPPP事業はハード・ソフト両面に民間活力を導入するという利点だけでなく、証券化を組み合わせることにより投資家資金を活用して公的資金の負担を押さえるという利点もあり、有意義な取り組みと考えられる。公的遊休地を弊社の資金調達により整備し、官民施設整備事業として運営している事例を次に紹介する。

### 3.7 緑と語らいの広場整備事業

将来都市像としてコンパクトな生活都市を基本理念とする恵庭市は、公共施設マネジメントの観点からもJR駅周辺における公共機能の集約と民間施設誘致による賑わいの創出が必要と考えており、駅前地区にある遊休市有地を民間に貸し付け、民間事業者が自らの資金調達によって、市の求める性能を満たした公共機能およびその公共機能との親和性の高い民間機能を整備する事業を計画した。弊社はプロポーザルにより選定され、事業主体として施設の整備・運用を行っている。

公的遊休地の活用、民間による資金調達の活性化、官民複合施設をソフト・ハード共に一体化することによる公共施設の効率化や市民活動の推進に寄与することができるなど、官民共に多くのメ

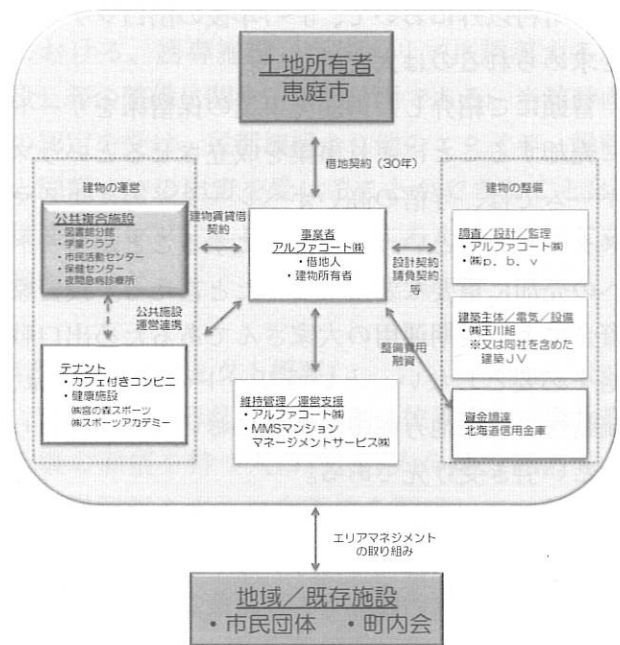


図3-7 事業フレーム



図3-8 外観パース

リットを享受できる要素があり、今後より多くの地方公共団体での展開を期待したい。

### 3.8 地方都市の証券化の課題と期待

#### (1) 困難な出口戦略

地方都市においては不動産証券化のプレイヤーが少ないとの指摘もあるが、街なか居住再生ファンドを活用した組成事例などを通じて地元のプレイヤーは実務体験の機会を得ることができ、そのような意味でも街なか居住再生ファンドの存在は大変有意義なものと実感している。

一方、北海道内の都市のうち、証券化スキームが成立する規模の不動産に流動性が見られるのは前述のとおり札幌・旭川圏・函館圏などの商圏30万人超の限られたエリアである。そのような規模

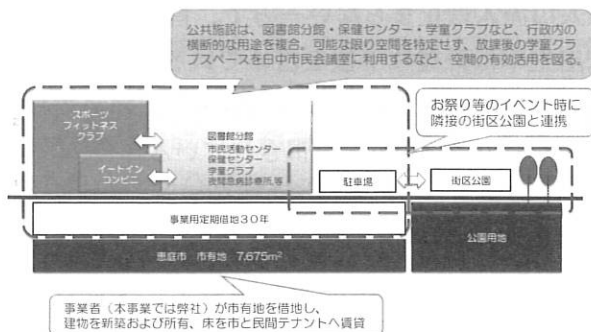


図3-6 用途構成

の市町村以外において、5～7年後の出口シナリオを求められるのは大変厳しい。

冒頭にご紹介した再開発事業の保留床をリートに売却することにより事業を成立させるというスキームでは、与信の高いオペレーター等によるマスターリースという立て付けにすることがリートへの売却に重要な要素となったと言える。投資家資金による長期運用の大家さんであるため出口戦略を必要としない、というリートのスタンスは、流動性の低い地方都市や地域においては大変ありがたい引き受け先である。

## (2) エクイティのスキーム

中心市街地活性化に寄与する不動産開発においては、資金調達の側面でも地産地消を目指したいと考えるプレイヤーは多い。

証券化スキームにおいて、デッドは地域の金融機関の取り組み姿勢次第であるが、エクイティ抛出手については3つのプロフィールに類型化される。

- ① 一般投資家
- ② 事業関係者（アセットの運営者、新築工事施工者、及びまちづくり会社など）
- ③ まちづくりに共感する地域の富裕層

北海道内の街なか居住再生ファンドの活用事例を見ると、流動性の低い地域での事例においては、②の事業関係者が多く見られる。一方、札幌市内などの流動性の高い地域においては、①が多く見られる。

地域の中で汎用性を持って運用するには③が望ましく、道内事例においても地元証券会社を私募の取扱者として地域の投資家の資金を市民ファンド経由にてTK出資している事例がある。地元の投資マネーを地域で活用する大変良い事例であるが、プレイヤーの少なさからスキームとしての広がりを見ることができていないことは残念である。再開発事業等で地域の方と接すると、地域内への投資意欲を持った富裕層に出会うことが多いため、ローコストかつ投資家にとって簡単な手続きでエクイティに組み込めるような仕組みを作ることができれば広がる可能性があると感じる。

## (3) 地方特化型リートへの期待

平成26年のヘルスケアリートの創設により、地方都市のヘルスケアアセットの開発資金調達が円滑になり、不動産開発が活性化した。開発された有料老人ホームやサービス付き高齢者向け住宅などは将来ヘルスケアリートを出口とするシナリオを描くことにより、個人投資家や事業会社だけでなく私募ファンドが第一次取得者となるケースが多く見られ、高齢化社会によるニーズも加わって開発は加速した。

地方都市での不動産開発の課題は「開発後の建物の引受先」であり、リートが求める「優良なマスターリース」となるアセットを組み立てることによって、出口戦略を求めないリートが長期的な大家さんとなるシナリオが描ける。ヘルスケアリートの創設により開発が加速したのと同様に、地方都市において複合多機能型のアセットや小規模アセットをバルクにて引き受けが可能な地方特化リートが創設されれば、出口が見えることでまちづくりに寄与する不動産開発が活性化する可能性があり、地方プレイヤーとしてはその出現に期待したいところである。