

地方都市のストック更新による中心市街地再生方策に関する研究



佐々木 正
調査第三部
主任研究員

研究の背景と目的

本研究は、狭小宅地や居住者の高齢化等によって土地活用や建て替えがままならない地方都市中心市街地のストック更新について、事業推進の1つのアイデアとして不動産証券化手法を活用することに着目したものである。

近年の我が国の都市をめぐる状況は、成熟社会における持続的な発展に視点をおいた“都市型社会”へと移行しつつあるなか、都市発展期において都市基盤整備が満足にされないまま形成されてきた建築物等の既存ストックが徐々に更新時期を迎えつつある。

このような既存ストックが、相続や老朽化等により建て替ろうとすると、その適切な誘導が次の時代の良質なストック形成へ向けての重要な原動力となる¹⁾。

その際、不動産証券化手法に着目した理由は、都市の新陳代謝とも言えるこうした更新エネルギーを、土地や建物の資産価値を高める意欲や将来価値に対する資金調達によって引き出し、民間主体による社会資本ストックの形成につながるような事業スキームが可能であるならば、ストック

更新の推進手段の1つに成り得るのではないかと考えた。

そこで、本研究は不動産証券化手法の活用可能性についてJICEの自主研究として独自に行ったものである。なお、本研究は平成14年度より2ヶ年に渡って実施したもので(図-1参照)、今回はその概要を紹介する。

中心市街地の問題と不動産証券化

まず、地方都市中心市街地におけるストック更新上の問題点と、不動産証券化に着目した期待を整理する。

1 問題意識～中心市街地居住者の不安解消が必要

地方都市では中心市街地の衰退問題が叫ばれて久しく、中心市街地活性化法をはじめ、各省庁においてハード・ソフト両面にわたって様々な施策がある。しかしながら、必ずしも円滑に進展しているとは言い難い状況となっているのは、底辺にある土地や建物に手を着けることがままならない問題が横たわっているからではなからうか。

例えば、狭小敷地ゆえに単独での建て替えが困難であったり、震災に遭わなかったため昔ながらの町割りが残っている、借地権等の権利関係が複雑になっている、長年住み親しんだ家や土地を手放し難い高齢者心理など…。

さらに特筆して指摘したいのは資金的問題である。建て替えやリフォーム等を行おうにも、我が国の金融機関の慣行では担保主義や連帯保証人主義であるため、高齢化した居住者や商店主では自らの資金調達は困難であるし、また返済の見込みなどの不安もある。

中心市街地に生活の根を下ろしている人々にとっては、土地や建物は人生設計そのものであるもので、これからの生活見通しや事業リスク等の不安を解消しない限り、行政等がどのような計画を立てても、自分の土地や建物に触れるようなものに対しては慎重に構えざるを得ないというのが本音ではなからうか。

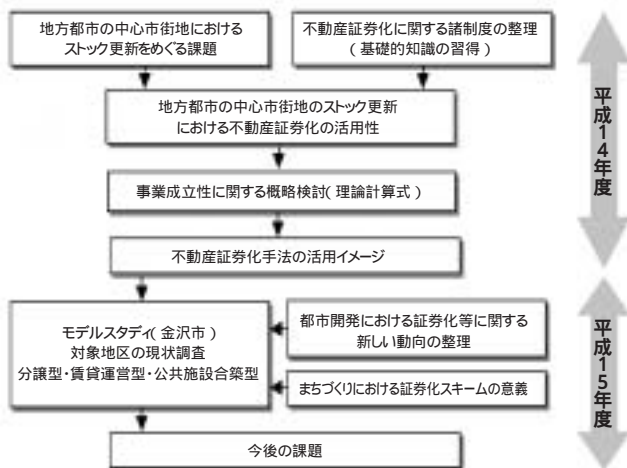


図-1 自主研究の調査フロー

2 不動産証券化への期待

そこで着目したのが不動産証券化手法である。

不動産証券化手法は、大都市部において、不良資産化した土地の活用、あるいは自社ビル等の保有不動産を企業会計からオフバランスするため等に活用されてきたが、近年は国の都市再生の動きもあって、大規模都市開発プロジェクトにおける資金調達手段としても活用されている。

地方都市では、問題意識として述べたように、大都市部とは異なる次元の土地活用問題を抱えているが、資金調達やリスク分散等の意味では不動産証券化は注目に値するのではないかと考えた。つまり、次のようなことである。

- ・狭小で老朽化した住宅や商店等を除去し、利用価値の限定された複数の狭小な土地を、一体のまとまった形状にして利用価値を高める。
- ・そこに新たな共同建物を建設する際に、土地等の資産を投資の受け皿となる主体（特定目的会社等）に移し、その主体が不動産から生じるキャッシュフローや資産価値を背景に有価証券を発行し、資金調達を行う。
- ・資金調達においては、従来型事業では個人の信用力や担保能力が問われるが、不動産証券化手法では不動産の利用価値が生み出すキャッシュフローが評価される。
- ・また、不動産証券化手法では土地を有価証券という形に置き換えることにより、金融市場（投資家等）から直接資金調達を行う「直接金融」を可能とするとともに、ノンリコース・ファイナンス等により居住者や商店主の事業リスクを拡散させる効果がある。

不動産証券化の概要

不動産証券化について簡単に補足説明する。

1 不動産証券化とは

不動産証券化とは、集団投資スキームを活用した不動産

投資、すなわち、不動産の生み出すキャッシュフローを複数の投資家に分配する手だての総称である²⁾。

最大の特色は、資産保有者（オリジネーター）が土地や建物等の資産を一旦、ピークル（SPV = Special Purpose Vehicle）と呼ばれる投資の受け皿となる主体に移して、その資産の利用価値や不動産収益を背景に資金調達し、運用を図り、利益分配するものである。（図 - 2 参照）

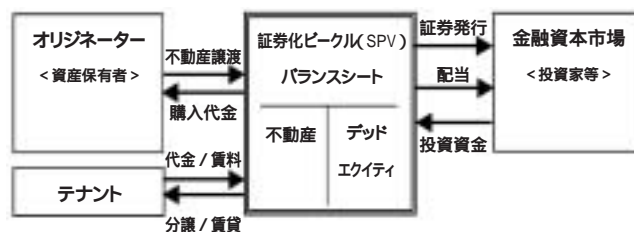


図 - 2 不動産証券化の基本形

資産流動化法に基づく特定目的会社、投資信託・投資法人法に基づく投資法人、商法上の匿名組合による不動産特定事業、信託契約に基づく信託受益権を活用した方法も広義の意味で不動産証券化と言える。

一方、狭義の不動産証券化とは、不動産の原保有者が資産保有のみを目的として設立された法人：特別目的会社（SPC = Special Purpose Company）に対して保有資産を譲渡し、特別目的会社がそこから生じるキャッシュフローや資産価値を背景に証券取引法上の有価証券を発行することにより資金調達し、運用を図り、利益を分配することである。資産流動化法による資産対応証券がその典型例である。

なお、資産流動化法に基づき設立された法人を特に「特定目的会社」と呼び、一般にいうSPCと区別するためにTMK（= Tokutei Mokuteki Kaisha）と略す。

不動産証券化手法は、大きく「資産流動型」「資産運用型」「不動産特定共同事業型」に類型化でき、それぞれに相応しい証券化ピークルの形態がある。（表 - 1 参照）

表 - 1 不動産証券化の種類

類型	SPVの形態	根拠法	投資商品
資産流動化型	特定目的会社TMK 特定目的信託SPT	資産流動化法	証券取引法上の有価証券
	株式会社 有限会社	商法 有限会社法	
資産運用型	投資法人 投資信託J-REIT	投資信託・投資 法人法	
不動産特定共同事業型	匿名組合 任意組合	不動産特定共同 事業法	非有価証券

2 不動産証券化のメリット

不動産証券化によって次のようなメリットがある。

個人や信用力の弱い企業でも、優良な土地や計画に基づく資産価値や収益性に対して、幅広い投資家から資金調達ができる。

土地資産という流動性の低いものを一旦金銭に置き換えて組み替えができ、かつ流通性が確保できる。

投資単位が小額化でき、かつ証券発行体からの情報開示や専門家による運営管理によって信頼性が向上するとともに、投資家は配当を受け取るだけで、不動産所有から生じる煩雑さから解放される。

土地所有者は不動産事業にかかるリスクを他者（投資家等）に移転できる。一方、投資家はリスクに対し投資額の範囲でのみの限定責任でよい。（間接有限責任）

様々な専門集団が関わることで、開発事業に経験がない土地所有者でも専門的なノウハウの活用や応分の開発利益を享受できる。

金沢市におけるモデルスタディ

本研究では、金沢市中心市街地の一角を対象地区にして、実際の土地現況や地価、近傍の不動産市況等の数値データをインプットして、建て替えプロジェクトの事業性を検討した。

金沢市は人口約44万人（平成15年）。中心市街地は400年もの間、戦禍や大きな災害に遭うこともなく、城

下町特有のまちの骨格を残している。そのため、旧来からの道路構造、狭小な敷地、老朽した家屋等が集中する地区も見られ、その改善が市の課題の一つとなっている。

1 対象地区（金沢市武蔵町）の概要

対象地区は金沢市武蔵町である。

金沢駅東口及び香林坊から約1kmの距離にあり、それぞれから延びる幹線道路が交差する武蔵が辻交差点の一角に位置する。

金沢市による都心居住モデル地区に指定されており、住民のまちづくり研究会等の動きがある。地区人口は約740人。平成5年から15年にかけて人口が約10%減少している。居住者の高齢化率が27.6%と金沢市平均17.6%を大きく上回っている。

建物棟数の8割が住宅で、そのうちの7割が築22年以上の木造である。地区内道路延長の74%が幅員4m未満で、接道不良宅地や老朽家屋がところどころに見られ、空き地が駐車場となっているのを見かける。

なお、当地をモデルスタディの対象地区とすることについては、金沢市の厚意によるものであり、実際に当地において不動産証券化事業は行われておらず、また、当地におけるまちづくりの動きと本研究とは一切無関係である。



図 - 3 金沢市武蔵町の位置

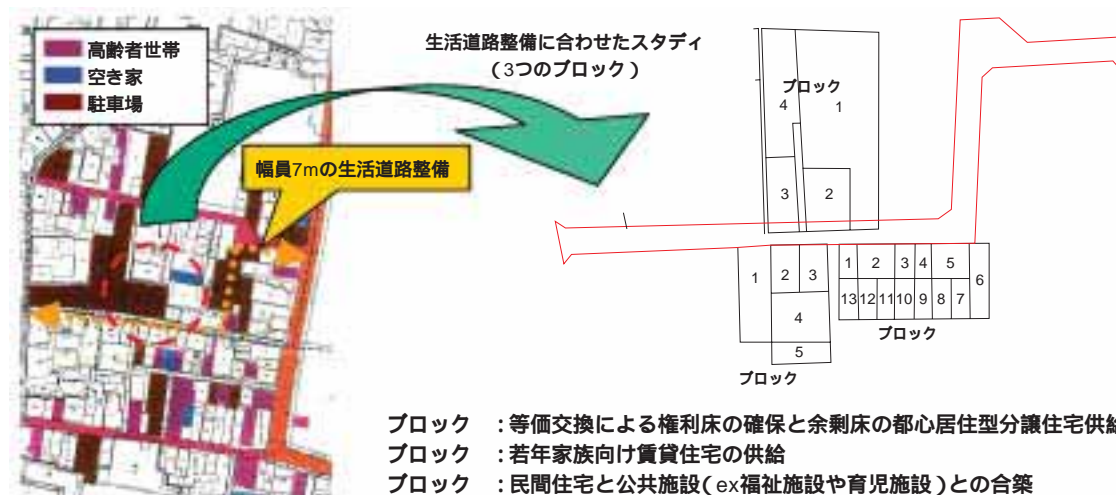


図 - 4 不動産証券化の基本形

2 モデルプロジェクト

武蔵町では地区を東西にかぎ型に貫く幅員7mの生活道路整備が計画されている。そこで本研究では、この生活道路整備と連動した建て替えモデルプロジェクトを想定した。

モデルプロジェクトの位置は、武蔵町のなかから3つのブロックを選び出し、それぞれに建て替えのテーマを設定した。(図 - 4参照)



図 - 5 事業スキーム

の発行、特定目的借入れ等により調達する。また、公的融資や補助金等の認定申請を行い、工事進展にあわせ融資や補助金を受領する。

共同建物の完成後、土地譲渡者へは従前資産価値と等価の床を配分するとともに、余剰床の処分金や施設の管理運営をもって資金返済・配当を行なう。

公益施設等の整備と一体となって進める場合、地方公共団体は、公共用地の取得や公益施設建設に見合う整備費のうち、一部を出資もしくは債券購入として資金の投入を行うことができる。

これは、当初段階では収益を生む稼働不動産を有していないため、不動産物件の新規開発、いわゆる「開発型証券化」である。

3 事業スキーム

具体的なスキームは次のとおりである。(図 - 5参照)

資産保有のみを目的とした特定目的会社 (TMK) を資本金10万円で設立する。

TMKはプロジェクトのマネジメント業務を、資金調達力やマネジメント能力を有する会社 (exデベロッパー) 等へ業務委託する。

業務受託会社等は、資金調達計画及び工事発注関連業務のアレンジメント業務を地権者の権利代表として行う。

事業計画の合意ができた敷地について基本協定を定め、地権者が事後の等価交換による取得を前提に資産を一旦、TMKへ譲渡する。(信託も想定可)

TMKは事業に必要な資金を、特定社債や優先出資証券

また、上記の想定は、厳密に言えば、資産流動化法に定めるしくみに、租税特別措置法で定める交換もしくは買い替えの特例制度を組み合わせ、等価交換方式による権利交換を行うものと想定している。

行った各ブロックの土地評価、建物計画、事業計画及び試算結果をまとめる。

5 考察

モデルプロジェクトの試算結果より、次のような考察が言える。

・市場経済性から見て、事業性は高いと言える。

4 事業計画、試算結果等

表 - 2 に武蔵町周辺の実際の数値データを用いて計算を

表 - 2 事業計画、試算結果等

	ブロックⅠ：等価交換・分譲住宅型	ブロックⅡ：賃貸住宅運営型	ブロックⅢ：公益施設含み型
テーマ	・共同建物を建設し、従前権利者が等価交換。 ・糸製床を都心居住型住宅として分譲。	・若年世帯の定住等、都心居住推進として優良な賃貸住宅の供給を想定。	・地域コミュニティの核となる公益施設を含めた複合住宅等の整備を想定。
区画	・4区画 合計19124㎡	・13区画 合計9354㎡	・5区画 合計8435㎡
土地評価	【一体化前】2億7178万円 ・現在の相続路線価＝105～125千円/㎡より 設定路線価＝131.3～156.3千円/㎡(→相続路線価×0.8と想定) ・区画ごとに間口・奥行・整形等を評価し設定単価を算出。設定単価×土地面積より区画ごとの土地評価額を算出。 ・各区画の土地評価額の合計が各ブロックの従前の土地評価額となる。	【一体化前】1億4383万円	【一体化前】1億1807万円
	【一体化後】3億0370万円 (167.6千円/㎡) ※道路用地を除き敷地面積＝1811.9㎡	【一体化後】1億8480万円 (197.6千円/㎡)	【一体化後】1億5100万円 (179.6千円/㎡)
建物計画	・地上6階建て 延床面積5330.6㎡ ・住宅4512.0㎡、商店249.7㎡、共用189.9㎡、駐車場32台 ・従前資産と等価交換(補助金を除く)	・地上6階建て 延床面積2657.1㎡ ・賃貸有効面積2279㎡(1戸あたり95㎡として35戸)、共用348.1㎡、駐車場17台 ・月家賃1800円/㎡、共益費7千円、駐車場8千円、敷金3月、空室率10%	・地上6階建て 延床面積2485㎡ ・住宅1794.1㎡、公益施設474.1㎡、共用217.4㎡、駐車場32台 ・建物完成後、公益施設に必要な床面積を取得することを前提に市が特定目的会社への出資もしくは債権購入等を想定。
試算結果	<ul style="list-style-type: none"> ・土地評価額167.6千円/㎡と専用床処分価格298.7千円/㎡(補助金がない場合は312千円/㎡)とを比較して 等価交換比率＝0.54～0.56 ・仮に200㎡の土地所有者は10㎡～112㎡の区分所有権の専用住宅と交換できる。 ・将来入居希望者が債権購入によって事業参加する場合には、100㎡の専用住宅は理論的に約3000万円で購入できる。 ・出資額から見る事業成り立ちは、 出資金＋販売経費＋配当＋営業利益 < 販売価格 出資金＝96.7千円/㎡、販売経費＝売り上げの5%、配当4%、営業利益8%を代入 販売価格＝381.1千円/㎡ ・全京市内近郊地区のマンション販売価格の平均は約389千円/㎡。 	<ul style="list-style-type: none"> ・事業成り立ちは、 年間総収入－経常支出(修繕積立・保険・公積金等) > 初期投資配当＋剰余金割合 利回り＝(年間総収入－経常支出) / (総投資額－敷金出資金等－補助金) ・補助金 ありの場合～なしの場合 利回り＝8.3%～7.4% 土地を含む投資産利回り＝8.0%～5.8% ・仮に60㎡の土地所有者は、ブロックⅠに住み替えようとする、等価交換比率により37㎡しか割り当てられない。 ・そこで、家賃収入で自己利用分の建設費用を賄おうとすると、試算の結果、建物の床面積を賃貸6自己4とすればよく、91㎡を13名の従前利用者が自己利用が可能。 ・仮に60㎡の土地所有者は、従前持分の比率により61㎡が割り当てられる。 	<ul style="list-style-type: none"> ・土地評価額167.6千円/㎡と専用床処分価格263.9千円/㎡とを比較して 等価交換比率＝0.63 ・市は、474.1㎡の公益施設の床を1億3460万円で購入できる。

- ・従来型の資産を担保とした間接金融方式では、このような事業の進め方は困難であると思われる。資産を一旦権利者から分離し、その事業計画の信頼性に対して資金を供給できる仕組みが必要である。
- ・資金供給の安定性を裏付ける公的な支援制度や低利融資等は有効である。特定目的会社等が行う事業でも、従来と同様に支援制度が活用できることが必要である。
- ・分譲型は、余剰床処分が明確であれば、その処分を以って証券化は終了するため、実現性は高いと思われる。
- ・賃貸運営型の場合、貸事務所や貸店舗等の住宅家賃と比較して高家賃の用途であれば投資利回りとしても期待できるが、地方都市中心市街地において賃貸住宅のみの運営については、総資産利回りこそ6%前後となっているものの、リスク面では長期的に保有し運営されることから不確実性が高い。

今後の課題と提言

ストック更新において、不動産証券化手法を通じて開発を行う際の課題と提言を整理する。

中立的なマネジメント・アレンジメント機関の必要性

不動産証券化は、事業計画の取りまとめや資金調達、資産処分や管理等、多方面の専門的知識や実績等の経験を必要とするため、都市開発に素人である個人の土地所有者側に立って総合的なマネジメントやアレンジメントができる中立的な第三者専門機関が重要になる。例えば、平成17年7月に発足した（独）都市再生機構のような組織にそのような役割を期待したい。

事業に対する信頼性や確実性の担保

開発型証券化において民間市場からの資金調達を円滑に行うためには、事業としての信頼性や確実性がきわめて大きな要素となる。信用補完制度等の様々なバックアップが必要である。例えば、

- ・譲渡される土地等財産の確実な保全及び隔離性の確保
- ・投資サイドにとっての投資案件に対する信頼性の確保

- ・建設事業としての確実な履行性の確保 等
公的機関によるバックアップ

公的ファンドの創設や債券保証制度の活用等による公的な支援が望まれる。従来の補助制度の拡充という支援ではなく、民間が主体的に事業を行うに際して、法的な裏付けや資金調達を円滑に行えるための仕組みを整備することが公的機関の役割であると考えられる。

さいごに

本研究は、不動産証券化手法を投資家の視点からでなく、土地・建物等を次世代へ良質なストックとして形成せしめるための官民連携手法として着目している。

投資の魅力等では、地方都市の案件は大都市のそれには敵わない。地方都市においては、むしろ不動産証券化はまちづくりとの融合という視点が必要であると考えられる。つまり、証券化スキームのなかに地元の金融機関、地元の建設会社、地元の不動産管理会社等が入ることによって、民間主体のまちづくりのアイデアや地域産業の手による地方都市再生の実施、企業のノウハウ等を通じた地域貢献と考える。自分達のまちの再生について、従来型の公共事業や補助金等ばかりに頼らずに、自分達の努力でも解決を模索し、また、このような地域コミュニティを舞台にした民間活動を公共が積極的に支援する。こうした民間主体の新しい地方都市再生の提案の試みとご理解していただきたい。

参考文献

本稿の作成にあたり引用した文献は次のとおりである。

- 1) 平成15年12月、「国際化、情報化、高齢化、人口減少等21世紀の新しい潮流に対応した都市再生のあり方はいかにあるべきか」、社会資本整備審議会答申、pp1～pp8
- 2) 内藤伸浩、「不動産証券化の動向と都市開発」、(社)日本宅地開発協会「宅地とまちづくり」No186 2001年3月号、pp34～pp35
- また、本研究にあたり、次の文献等を参考とした。
- 3) 佐藤一雄、2002年1月、「不動産証券化の実践」、ダイヤモンド社
- 4) (社)不動産証券化協会 http://www.ares.or.jp/index_flg.html