

街なか居住再生ファンド事業の制度と活用事例

公益社団法人全国市街地再開発協会
プロジェクト業務部部长 長田 訓明

再開発協会の街なか居住再生ファンド事業は、不動産証券化の手法で行なわれる住宅等の整備事業に出資により支援するものです。賃貸住宅や分譲住宅、近年ではサービス付き高齢者賃貸住宅のような高齢者居住施設などを中心に、地方都市中心市街地に居住施設、居住関連施設を整備する事業に国庫補助金で設けられた街なか居住再生ファンドが出資するものです。

1. 不動産証券化の仕組み

(1) 証券化の仕組み

不動産証券化はいわゆる証券化の中の不動産を対象資産としたものであり、株式と社債発行による不動産資産の有価証券化です。そして、不動産証券化は、土地・不動産による事業を行なう者＝オリジネーターから見ると、対象不動産を株式と社債に変換すること、現物不動産と異なり分割可

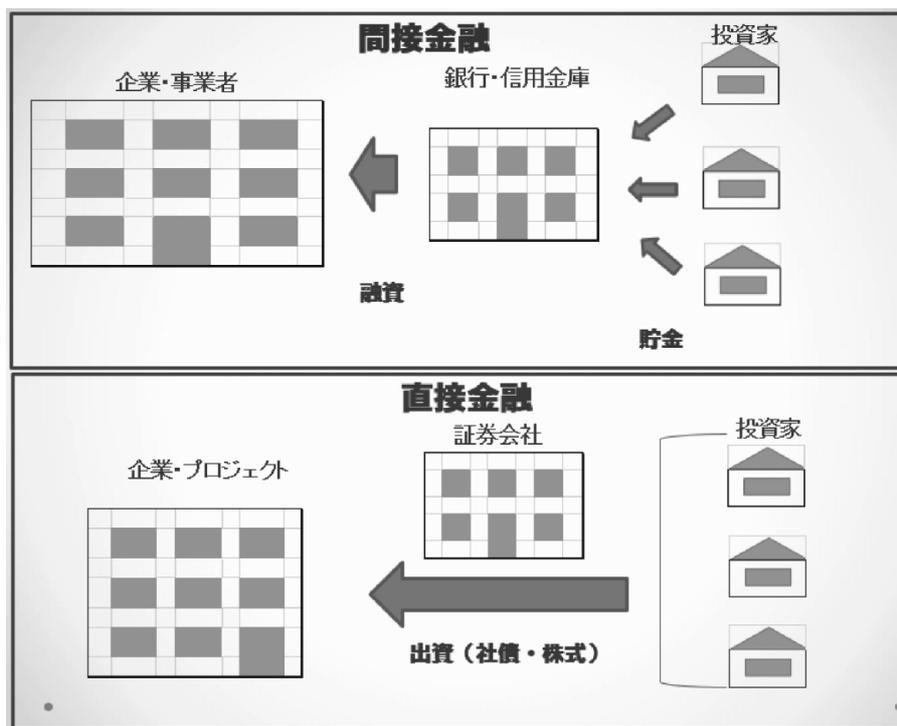
能で売却が容易なものに加工して売却し、資金を回収することです。さらに、転売も簡単となることで買い手にとっても購入＝運用がし易く、社会的に見れば転々売買流



△長田部長

通する資産への変換、いわゆる資産の流動化となります。そして、金融機能と見れば株式、社債を発行による資金調達証券化です。

これまでの日本における事業資金の調達は、銀行、信用金庫などの金融機関からの会社による借入金を中心でした。銀行や信用金庫は地域から預



△ 間接金融と直接金融

金を集めて地域の企業の行なう事業に貸し出す、金融論の中では間接金融と言いますが、個人から集めた預金などの資金を金融機関が自己の責任で貸している。この場合、金融機関が預金者と企業の間に入ってリスクを変換する金融仲介が行なわれる、つまり預金者にとっては、銀行そのものが潰れない限りは約束どおりお金は返してもらえし、約束どおりの利息がつきます。個人の資金提供者は個々の事業のリスクを直接負担しないという点で、間接金融という言い方をします。直接金融はこれに対して、株式や社債という形で投資家が直接に出資先の会社や事業のリスクをとる。証券会社が仲立ちをしますが基本的にはリスクを引き受けていません。これが直接金融です。また、社債と株式には差があり、株式の場合は事業そのもののリスクをとるような部分がありますし、社債に関しては長期のお金を貸すことのできるリスクが中心で、会社が潰れば株式に準じて毀損はするもののその場合も社債のほうが優先的に弁済されるという形で貸し倒れリスクは限定されます。いずれにしろ、投資家が直接対象事業のリスクをとるのが直接金融です。

このような金融システムそのものを銀行借入中心から株式や社債発行中心に切りかえていくというのが広義の証券化、間接金融から直接金融への資金の流れのシフトです。これは日本の場合、1,500兆円という個人金融資産のほとんどが銀行預金や郵便貯金という形の間接金融でファイナンスされてきたが、これからは株式や社債のウエートを高めていくべきじゃないかという議論が間接金融から直接金融への流れとして、行革のひとつの課題として追求されてきました。¹

(2) 不動産証券化

狭義の証券化は、上述の金融システムの証券化に対して、特定の資産、対象となる資産について特別目的会社（SPC）を通じて株式や社債といった有価証券に変換して売却することです。しかし、不動産そのものを売却するのではなくて、不

動産は設立した特別目的会社に所有され、株式や社債といった転々売買される有価証券の発行という形で変換して売却されます。また、売却した資産に関しては必ずしも完全に手を離れるわけではなく、不動産管理業務等で関わり続け、また、新たな収益機会を得ることが一般的です。

資産を保有して運用する事業から、資産自体はその保有リスクとともに特別目定会社に移し、管理受託や手数料の事業に転換することが事業者にとっては一つの証券化の目的となります。

また、開発型の証券化では、単独で事業を開始できない事業者が共同して開発事業を行うこととなります。

いずれにしろ、この特別目的会社を通じた証券化というのは不動産開発・運用事業からくるリスクと収益の大半が投資家に分配される。そして、有価証券として譲渡された投資家からすれば株主として、対象資産の管理・運用を特別目的会社＝ペーパーカンパニーを通じてそれぞれの委託先に委託している委託事業となります。そして、リスクとその見返りとしての収益は大半が投資家に帰属することで投資家の事業となり、特定目的会社の段階で法人税としての所得税が課税されず、いわゆる二重課税を免がれる仕組みが必要になります。

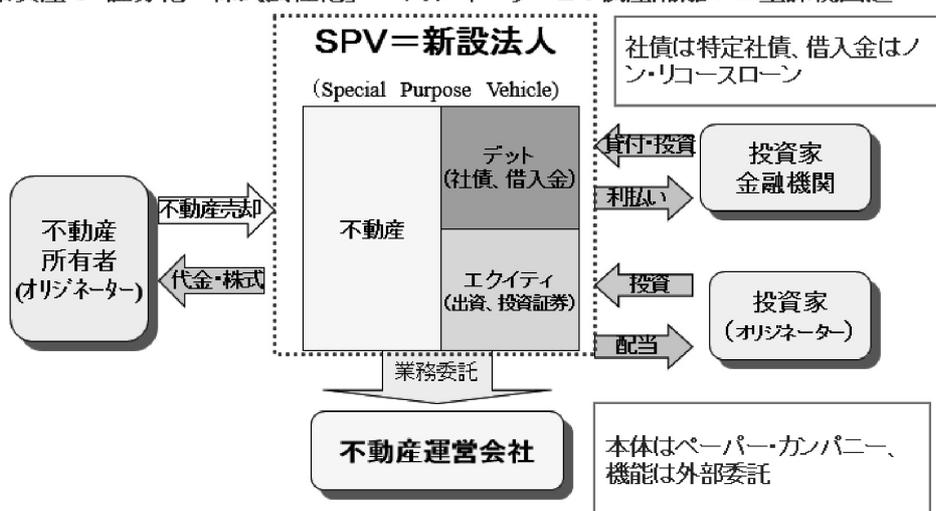
証券化が機能する前提として、このリスクと利益の移転と特別目的会社の透明性の確保が必要であり、そのためには倒産隔離と真正譲渡が必要です。事業の目的を定款で限定して、定款が変更できない仕組みをつくるということ。事業完了の具体的な計画を持つということ。管理業務、経理業務といった会社の運営は、専門性を有して、信用力のある外部に委託すること。それから、事業の対象となる特定資産は適正な価格で譲り受けるなど、所有を確実にすること。個々の内容は、実は普通の会社でも必要ですが、いわゆる不動産の証券化というようなきには、それについてより厳密性が求められます。

同時に、実際に単独の事業を継続して行なうに

¹ 間接金融では、銀行部門のリスクが集中することから間接金融中心のわが国経済は1990年のバブル崩壊によりいくつかの銀行の経営破たん和不良債権問題が生じて銀行システムが長期の機能不全となって景気後退の長期化、失われた10年を招来したと考えられた。直接金融の拡大により銀行システムへの依存度を下げ、また、不良債権処理も進むことで金融システムの安定化と健全性維持に貢献することが期待された。さらに、不動産業界からは新たな資金調達手法として期待された。

※出資を受ける事業主体は対象不動産の保有に特化した企業＝SPV

対象資産の「証券化＝株式会社化」 オリジネーターとの倒産隔離＋二重課税回避



△ 不動産証券化の基本的な仕組み (スキーム)

は、一般の会社では社内組織が事業の収益性、安定性を確保する必要がある。専門家による会社設立、それから対象資産の譲渡、事業計画や契約書の書類のために専門家の委託費、事業を管理するための委託費などが発生します。

2. 街なか居住再生ファンドの仕組みと活用事例

(1) 対象となる法人＝特別目的会社の形態

再開発協会の行なう街なかファンドの事業の制度と活用事例については「街なか居住再生ファンドの手引き」(再開発協会ホームページからダウンロード可能、以下「手引き」)に記載されています。

街なか居住再生ファンドの対象地域は、中心市街地活性化に関する法律に基づく国の認定を受けた基本計画の区域内です。そして、中活地区の基本計画の区域内の物件、居住施設、居住関連施設というのに出資します。また、一定の要件を満たすニュータウン、景観区域及び都市再生特別措置法の立地適正化計画に定められた居住誘導区域等の既成市街地など、居住再生の施策対象となっている既成市街地で居住誘導区域等として何らかの地方公共団体の独自助成が条件になります。

対象事業は、住宅等の整備事業として、対象となる事業の床面積の2分の1以上が住宅であること。これは再開発事業であれば再開発事業の中で2分の1以上住宅があることで、出資対象の部分、

例えば業務施設や商業施設のところをファンドの出資対象のSPCにしたいというときには、全体に2分の1の住宅があれば出資対象部分に住宅がなくても結構です。また、居住関連施設、街なか居住の再生に資する活動拠点として、コミュニティー施設(児童施設、介護施設)、商業施設、あるいは医療施設なども対象にしています。

また、出資する法人の形態として3つのタイプがあり、1つが特定目的会社＝TMKであり、資産流動化法という法律に基づいて、この会社が設立され、実施される不動産の証券化に出資するものです。2番目が、合同会社に対し、匿名組合出資の形で出資するもので合同会社＋匿名組合出資として「GK-TK」と略されます。一般の組合出資では、出資事業は、出資組合員の共同事業ですが、匿名組合出資は、資金提供だけを目的とする事業参加として共同事業者にならないという仕組みです。3番目の専ら株式会社は、一般の株式会社について、種類株式、普通株、優先株の仕組みを使って対象不動産を取得・運用することだけを目的とした株式会社の事業とする場合に優先株の取得として出資の対象となります。

出資事例15件のうち、形態としては資産流動化法に基づく特定目的会社が6件、合同会社(有限会社・株式会社)と匿名組合出資によるものが5件、株式会社の中で事業目的を特定しているものが、4件となっています。施設の内容としては、最近増えているのが高齢者賃貸住宅です。出資額

は、15件で47億円を街なかファンドが出資し、それに対して事業者側の出資も含めて全体の出資額は88億円、融資94億円、合計230億円の調達ができ形になっています。

(2) 特定目的会社（TMK）の活用事例とその仕組み

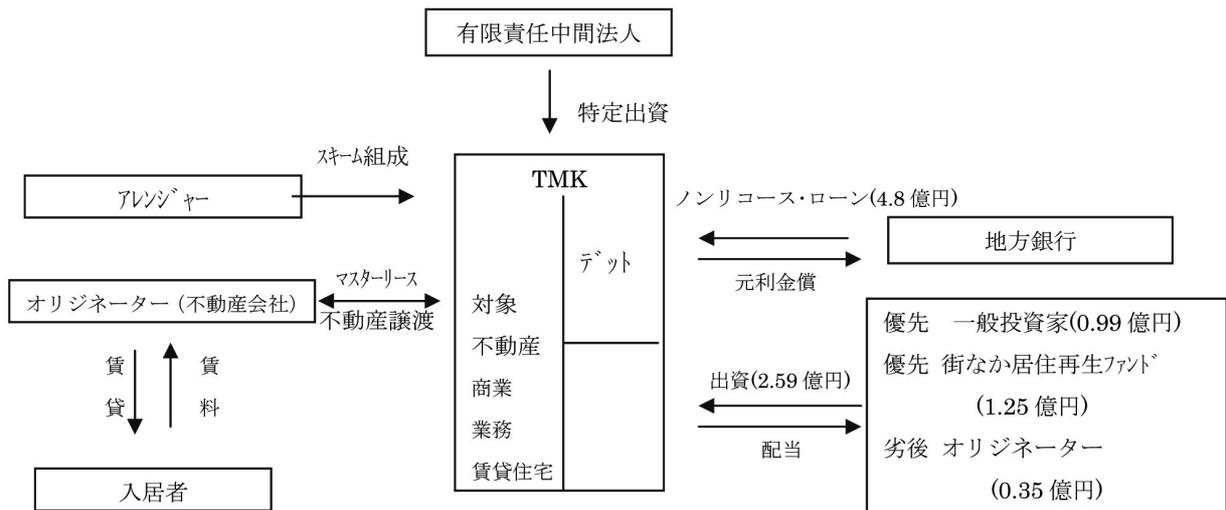
アーバンタワーファンド第一号特定目的会社（図及び手引き13ページ参照）は、長野県長野市の善光寺の門前地区の再開発事業の商業・業務施設と近隣の賃貸住宅を取得・運用する事業会社です。資産流動化法の定める資産流動化計画に基づいて設立された特定目的会社（TMK）の実施する事業に出資した事例です。対象不動産は、再開発事業の保留床のうち中・低層の業務施設商業施設部分と近隣の賃貸住宅を取得・運用するものです。再開発事業保留床のうち、分譲マンション部分はこの証券化事業のオリジネーターであり再開発事業の地権者でもある地元大手不動産会社が分譲しています。他方、三階以下の業務施設と商業施設の保留床について、賃貸住宅とともに特定目的会社が取得し、業務施設の一部をオリジネーターが残る業務施設、1階店舗部分を医療施設と善光寺門前の飲食、物販店舗が入居しています。

保留床の買い手の見つけにくい再開発低層階

について、立地を活かしたテナントを誘致し、また、近隣アパートを対象資産に加えて証券化に必要な事業規模と収益性の確保を実現しています。また、事業者と街なか居住ファンドの優先出資により一般投資家の公募も可能となり、さらには、地元銀行によるノンリコースローンと特定社債の引き受けも実現して、地元不動産会社による新しい資金調達手法となっています。

図の上部、有限責任中間法人²がTMK（特定目的会社）の矢印がこの特定出資を行なっています。これは、この事業を始めるにあたり、事業者、オリジネーターがこの一般社団法人を設立し、この一般社団法人が特定目的会社を設立するための出資が特定出資です。資産流動化法に基づく証券化事業では、この特定出資による特定目的会社の設立登記と並行して財務局に対し、事業の目的や内容を定めた資産流動化計画を届け出る必要があります。

この特定出資は実は30万円といった規模の出資ですが、いわゆる普通の株式会社では普通株にあたる議決権を持って会社の定款等を決めたり会社の運営方針を決めたりする議決権を持っている株式、これが特定出資になります。それに対しその上の優先出資というのは、元本や配当をこの特定資本に優先して受ける権利はありますが、そのか



△ アーバンタワーファンド第一号の仕組み

² 有限責任中間法人は、中間法人法（平成13年法律第49号）によって定められた公益も営利も目的としない法人。平成20年の中間法人法の廃止に伴い一般社団法人となった。一般社団法人は、資金提供者とは異なる社員により定款と代表者を定めることができ、資金提供者と異なる社員のみが議決権を持つことで資金提供者の意思に左右されずに特定目的会社が定款と資産流動化計画に定められた事業のみを行うなどの倒産隔離が図られている。

わり議決権がありません。そして、この一般社団法人は特定資産＝対象となる不動産の取得・運用・処分のみを行なうという特定目的会社を設立することだけを目的に設立されています。また、特定目的会社（TMK）は、利益の9割以上を配当するための会社であり、一般社団法人と同様に独自に利益を上げて事業を拡大することはない、なおかつ、この会社の目的が変更されないように特定出資という形をとっています。

そして、優先出資では配当を得ることだけを目的とする出資となり、街なかファンドも出資していますが、この優先出資の中にも順番があり、元本や配当を受け取る権利が優先的なものがこの図では上のほうにきます。一番下に、最も劣後するのが特定資本です。もしこの会社を清算となった場合には、最初に一番上のノンリコースローンが優先的に返済され、その次に特定社債が償還された後に、それから優先出資1号から順番に返されていって、最後に優先出資3号の償還となります。元本をすべて償還した後の剰余金については、優先出資の配当条件とともに案件ごとの設定ですが、剰余金の分配については劣後部分を中心となります。そういった形で仕組みをつくっているというのが不動産証券化における資金調達の仕事ということです。

私どもの街なかファンドが出資し、出資の厚みを厚くすることで銀行からのノンリコースローンが受けられる。銀行から見ればノンリコースローンが出しやすくなって、この事業の証券化による資金調達の仕組みが可能となります。

さらに、この事例では一般投資家からの優先出資の調達も可能となっています。一般投資家から出資を集める場合には、街なか居住再生ファンドのほうがよりリスクをとるポジションとすることで、一般投資家からの資金調達を容易にするということも街なか居住再生ファンド事業の仕組みにしています。このケースでは、一般投資家は新聞広告の形で優先出配当5%として公募し、必要資

金を何とか調達できました。5%の予定配当は、当時の一般的な不動産配当としては高くなく物件の立地や事業者の地元での評価から調達可能となったものですが、結果的には投資家も満足するものとなっています。³

(3) 合同会社・匿名組合出資への出資とその活用事例

合同会社・匿名組合出資では、優先出資に代わり匿名組合出資を行なうものです。また、匿名組合出資では出資を受けて事業を行なう者を営業者と呼びますが、この営業者として合同会社（この事例、手引き14ページでは、合同会社ではなく有限会社として設立しています。）を設立することとなり、有限会社ピースワンプロパティの事例では一般社団法人を設立して出資を行っています。また、匿名組合出資の配当については損金として扱われることから二重課税回避となります。この匿名組合出資について、街なか居住再生ファンドは事業者の出資よりは優先で、そして一般投資家の出資がある場合（この事例では一般投資家はいません。）やはり真ん中の部分に出資します。

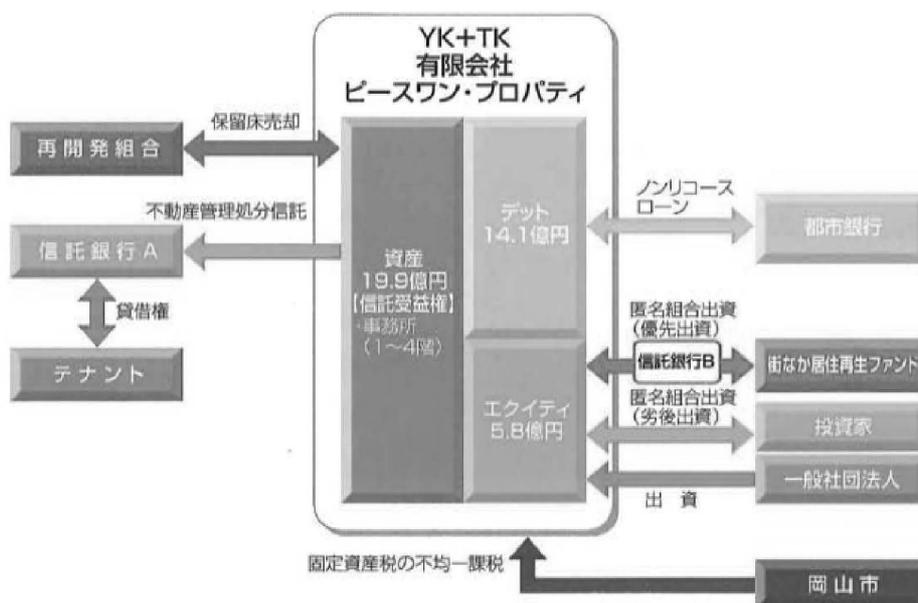
この事例では、再開発事業の保留床のうち、1～4階の業務施設、銀行店舗が入居する部分について、再開発事業の特定業務代行である事業者が出資者となった有限会社が不動産証券化の手法により街なか居住再生ファンドの出資とノンリコースローンにより取得することで再開発事業が完了しています。

また、有限会社は資産として信託受益権を保有していますが、これは組合出資により不動産を取得・運用する事業者は、不動産特定共同事業法により一定の資本金を有する認可事業者に限定されていることから、現物不動産としての取得による法律の適用を回避するため、対象不動産を信託会社に信託して信託受益権に変換して取得しています。⁴

この不動産信託に対しては信託会社に対する信

³ 街なか居住再生ファンドの元本償還と配当の優先順位は、「優先出資」として特定出資より優先するがノンリコースローンに対しては劣後する。優先出資の中では事業者の出資より優先することが条件であるが、第3者の出資者を募る場合には、同順位または外部出資者を優先とすることができる。他方で、配当については、ノンリコースローンの金利や他の優先出資との均衡を失しない範囲で事業の安定的な運営に配慮したものとして事業案件の状況に応じて個別に設定している。

⁴ 平成26年度の不動産特定共同事業法の改正により、現物不動産に不動産証券化の手法で匿名組合出資を行なう事例について、営業者である合同会社等に代えて、外部に委託者が認可事業者であれば良いこととなった。



△ 有限会社ピースワン・プロパティの仕組み

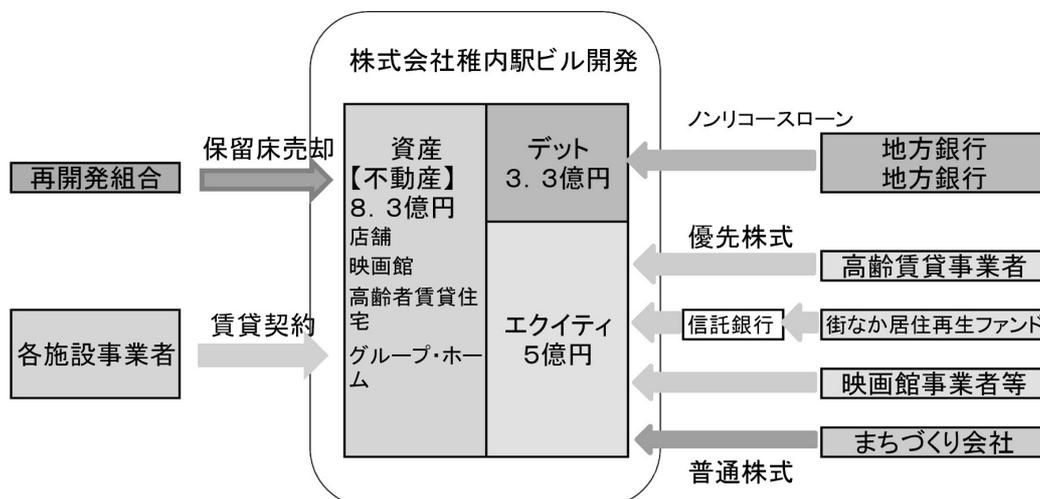
託報酬という手数料が発生することとなりますが、他方で合同会社の取得に際しては不動産取得税の課税がなく登録免許税も少なくて済みます。

同じ形態の事例として、山陰の地方都市の高齢者施設があります。商店街に面した空き店舗となっていた地権者の土地を整理、活用するため地元の事業者の方が計画し、計画が固まった段階で医療施設、社会福祉法人についてテナント兼出資者ということで公募し、その中から適切な方を出資者兼運営事業者とした事例です。商店街に面し、市役所や図書館も近接した中心市街地の高齢者施設として入居からも非常に好評で、郊外からの転入者に加えて関西や東京からのUターン組も入居されています。地元の信用金庫の方が積極的に動

かれて、地方銀行がそれにあわせて融資をされています。

(4) 専ら株式会社への出資とその活用事例

最後に、一般の株式会社形態についての次の図（手引きでは15ページ）の事例です。ここでは、再開発事業で作られた駅ビルの保留床を取得・運用する一般の株式会社として設立された駅ビル会社について出資しています。この場合、株式の中にある種類株という仕組み、普通株と優先株の区分の中の優先株に対する出資として、特定目的会社（TMK）の優先出資や合同会社の匿名組合出資にあたる優先出資を行ないます。一番下のまちづくり会社が普通株式による出資を行なっていま



△ 株式会社稚内駅ビル開発の仕組み

すが、これがいわゆる議決権を持った株式ということで、これが先ほどの特定出資に当たるものです。

まちづくり会社は、これも株式会社で、地元商店街振興組合と信用金庫、商工会議所が出資して設立され、市役所が半分を出資しており、定款と出資者の性格により事業目的が限定された株式会社として、ここが普通株に出資することで一般社団法人の特定出資と同様の役割を果たしています。この普通株式がいわゆる株式会社の議決権を有する株式であるのに対し、街なか居住再生ファンドの出資する優先株式は、元本と配当を優先的に受ける権利はあるかわり一般の議決権はなく、一部に拒否権だけは持つ形で、会社が設立目的外の仕事をしない仕組みが担保されています。

資産流動化法上の特定目的会社（TMK）では、で利益の9割を配当することで二重課税は回避できますし、匿名組合出資に関しては匿名組合出資の配当というのは経費として落とせるという形で二重課税が回避できますが、この株式会社方式では、配当前、株式会社が利益を計上した段階で法人所得税が課税され、税引き後の配当については投資家が配当を受け取る段階で再度所得税の対象となるいわゆる二重課税となります。しかし、この事例では、駅ビルを運用する株式会社の予想収益は多くなく、優先出資や普通株の優先配当や予想配当は極めて低く設定されており、節税効果も限定されます。この事業の出資者は、いずれもテナントとしての入居者であり、保留床取得費やテナントとしての敷金のかわりに出資することで地元優先出資＝優先株式の取得者となっています。つまり、街なか居住再生ファンド以外の出資者はいずれもテナント入居者ですから、配当を小さくすれば、それだけ家賃が安くなり、家賃を安くして上の事業を安定化させるために低い予想配当でも出資するという仕組みです。そして、出資を厚くすることでノンリコースローンを地元の銀行から融資してもらうことができるという仕組みです。⁵

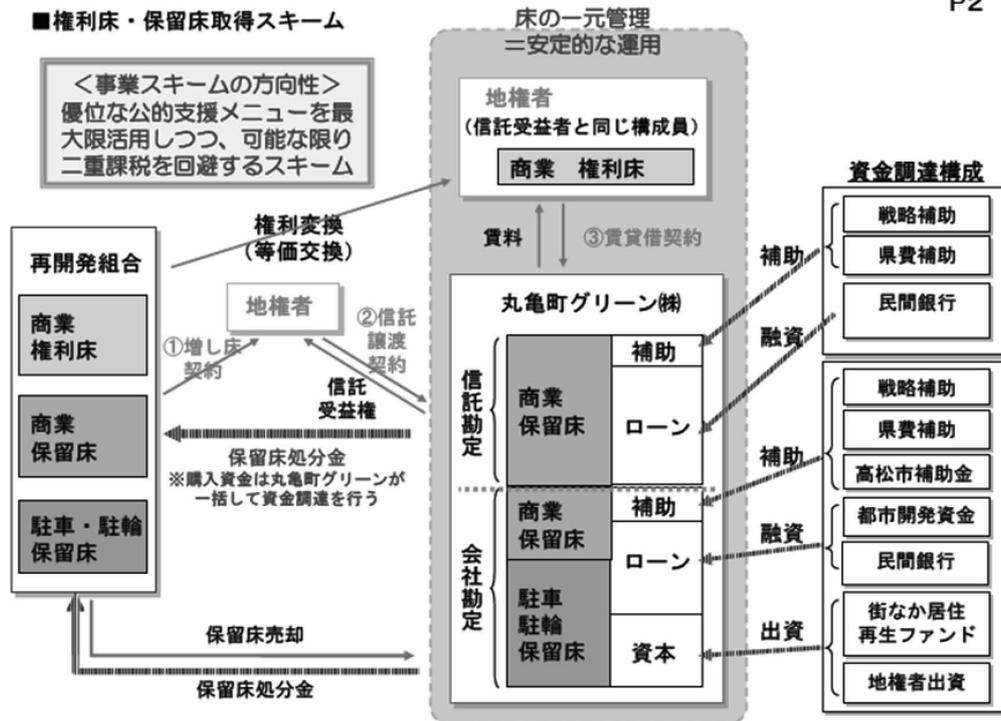
駅前再開発事業として、権利床には1階がバスの待合室とコンビニが入り、保留床として小規模

の商業施設、2階部分の最北のシネコン、スクリーン3つのミニシネコンが人口4万人の街で年間6万人の目標を達成しているという状況になっています。上階がサ高住とグループホームで、これは札幌の事業者がテナント兼出資者として入居しています。

もう一つの株式会社方式の事例が高松丸亀G街区市街地再開発事業の事例です。ここでは、分譲住宅とホテルの保留床は事業者が買い取り、商業施設に関して地権者法人をつくって、そこが権利床とそれから増床と保留床を一体で運用するという形の法人を立ち上げています。この地権者法人を特定された不動産を取得・運用するという単純な事業を行なう特定目的会社ではなく、権利床も含めて全体の不動産を一括して商業施設を運用する事業会社、普通の株式会社として組成しています。そして、株式会社になると二重課税の問題が出ますが、これを回避するために、この株式会社の中に信託勘定を設けています。匿名組合出資と同じような仕組みとなりますが、商業施設保留床の一部を信託勘定に移し、その保留床の利益から地権者向けの信託報酬を出す形をとっています。信託からの利益を受け取るというときには、受け取った利益は当然課税されますけれども、信託のところでは課税されない。信託というのは、ある意味では委託者からの委託行為として直接本人に帰属するので、二重課税というのはもともと発生しません。一定の利益の上がる固定した商業施設を信託勘定に移し、会社勘定という形で可変部分、権利床の運用だとか、それから商業保留床の中でも今後移動が見込まれるような部分に関しては会社勘定の中で保有するという仕組みになっています。

権利床、保留床の一体運用では、権利床に関しても共有持ち分の形として、外部から誘致するテナントのニーズに合わせた運用できるようにつくられています。地権者の中で権利床を持って商売を将来的にはやらないという方の中には転出していく方もいらっしゃるので、転出していった場合には権利床をこの会社が買い取っていき、この建物が建てかわるときには永続的にここを運営し

⁵ 街なかファンドの配当もこの事例では、事業者配当に準じた低配当としています。また、開発型として再開発事業の着工時に事業者とともに一部出資を行ない、竣工時に残額を出資しています。



△ 丸亀町グリーン株式会社の仕組み

ていく方に土地が集約されます。

繰り返しになりますが、以上の事例を含めて再開発協会のホームページからダウンロードできる「街なか居住再生ファンドの手引き」に記載されています。郵送でも送付しますのでプロジェクト業務部あてにご連絡ください。

以上で私のほうの説明は終わらせていただきたいと思います。