

## 地方都市における不動産流動化手法を活用した 高齢者住宅の整備事業について

フィンテックアセットマネジメント株式会社  
不動産投資顧問部  
部長 景山 淳一

### 1. はじめに

地方都市における課題は様々ですが、多くの地方都市において中心市街地の空洞化という問題を抱えており、2006年に新まちづくり3法が制定されて以来、各地方自治体では、中心市街地活性化協議会を設置し、中心市街地に賑わいを取り戻す活動が積極的に行われております。

一方、限られた地方財政の中で中心市街地の活性化を推進するには、事業を成り立たせる資金力とノウハウ等を有する民間事業者の意欲をいかに立ち上がらせることができるかが重要になってまいります。しかしながら、事業採算性を考えた場合、衰退しつつある中心市街地において、一事業者がすべての事業リスクを背負い推進されるケースは少なく、また、事業意欲があったとしても、金融機関からの融資、一般投資家からの投資等による資金調達が困難な場合があり、結果として、地域のまちづくり事業がなかなか進まない状況も多いと思われまます。

今回当社が取組んだ鳥取県米子市での事例は、この課題に対応するために、事業リスクを分散する効果が期待できる特別目的会社（SPC）を利用した不動産流動化手法を用いてサービス付き高齢者向け住宅（以下、「高齢者住宅」）の整備を民間事業として行ったもので、市街地再開発「2011年8月 第496号」に掲載されたシニアマンションこうやまち壺号館事業（以下、「壺号館事業」）に続く第二弾の取り組みであり、フィンテックアセットマネジメント株式会社は壺号館事業の関係者より要請を受け、参加したものです。

フィンテックグループではこれまで200件を超える不動産流動化スキームのアレンジメントを行い、様々な事例をみて参りましたが、壺号館のような事例は非常に稀で、その取り組み意義に賛同し

ました。

壺号館事業に続く本取組みも、地方におけるまちづくりと急速に進む高齢化問題に対応すべく、地方都市の中心市街地等において、民間事業者が高齢者住宅の整備事業を行うことにより居住を促進し、空洞化する中心市街地へ人を呼び込み、市街地の再生・活性化に資することを目的としております。



△ 竣工したサービス付き高齢者向け住宅 まちなか

### 2. 米子市での取組み

鳥取県米子市は人口約15万人で、多くの地方都市と同様、中心市街地は居住人口が減少し、中心市街地の商店街も閉店が続き、いわゆるシャッター商店街となりました。

他方、商店街は公共的インフラの点から見ると、駅、市役所、図書館、美術館、病院などが徒歩圏内にある利便性の高い立地であり、高齢者にとっても暮らしやすい地域といえ、「人々が歩いて暮らせる」コンパクトシティを目指したまちづくり、高齢化への対応という点で、高齢者住宅の誘致が相応しいと考え、事業化に向けて関係者の招集を

はじめました。しかし、この高齢者住宅の整備にはおよそ7億円の投資が必要となることから、一事業者が全てのリスクを負い取組むには、規模がやや大きいのではないかと、という懸念が生じてまいりました。

そこで、本取組みにおいても、壺号館事業と同様にSPCを設立し、SPCが地元金融機関からノンリコースローンで事業費の約70%を調達し、全国市街地再開発協会が運営する街なか居住再生ファンドより事業費の約15%を出資金により調達することで、高齢者住宅の運営者の資金負担（出資金）を事業費の約15%まで低減させ、運営者のリスク負担額を減少させる仕組みを作り、地元関係者の協力を得て運営者の募集を行いました。事業費の約15%の出資金は、地主の土地有効活用に見られる「建て貸し」の際の建設協力金の水準と大きく変わらず、また、数年経過した時点から出資に対する配当金を受領できることから、実質的な賃料負担額も「建て貸し」と大きく変わらない仕組みとなっております。

この仕組みは、ベッドや医療・介護機器などの設備投資が大きい高齢者住宅事業において、不動産に対するリスク投資額をなるべく抑えたいという運営者の意向に合致し、運営候補者の中から地



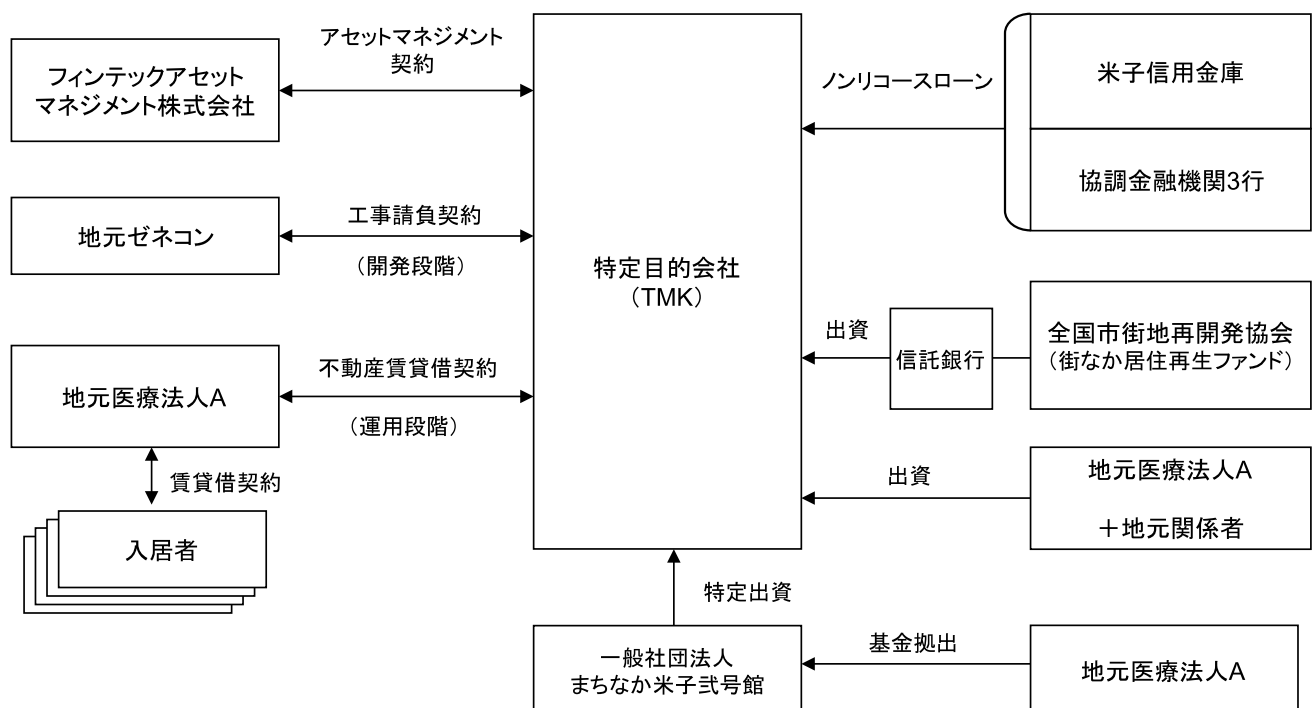
△ 食事室

元医療法人と取組むこととなりました。また、地域活性化の観点から、施工業者や保険会社、司法書士等も地元企業より選定し、地元企業の事業機会創出を最大化すべく取り組んでおります。

### 3. SPCを用いた不動産開発スキームの活用

SPCを活用した不動産開発スキームはまちづくりに新たな民間投資を呼び込み地域の活力を掘り起こす手法であり、まちづくりを進めていくうえで重要な手法のひとつといわれています。

しかし、地方における同手法の活用は広がり



△ スキーム概要図

見られず、その主な理由は、SPCスキームの構築及び関係者を取りまとめるアレンジャーが不在であること、スキームの活用には諸コスト（デューデリジェンスコストや弁護士コスト等）がかかるため、そのコストを吸収するために一定の事業規模が必要なこと、同手法にこれまで投融资を行ってきたのが大都市圏のプレイヤーであったことから、地方都市における不動産の流動性や事業性のリスク-リターンについては、やや過分なリスクプレミアムを要求してくることなどがあり、大都市圏の大型物件ばかりに使われてきた、という実態があります。

今回、地方都市においてSPCスキームを取り組めた主な理由として、

- ①先進的な手法に対する本事業の参加者、とりわけメインプレイヤーである運営者（医療法人）の理解（特に運営者がSPCに対して行う出資について）と取組意欲が得られたこと。
  - ②地域金融機関による本スキームへの理解により、地域金融機関の強みである地元の不動産・介護マーケットのリスクに対する造詣の深さが活かされたこと。
  - ③まちづくり支援を主眼とした街なか居住再生ファンドの資金を導入でき、運営者の出資負担を減らすことが出来たこと。
  - ④事業関係者が出資に参加し、高いリターンを求める外部投資家からの出資を不要とすることで、無理のない事業計画を組み立てられたこと。
  - ⑤事業者のニーズに合致できるよう、徹底した組成コストの合理化・削減が行えたこと。
- が挙げられます。

また、壱号館事業は「専ら株式会社方式」と呼ばれる方式で行われ、株式会社の定款で事業目的を限定し、代表取締役の執行権限等を限定することで、「特別目的会社（SPC）」としての機能を持たせ、種類株式により優先劣後構造を持たせた株式を発行する手法にて取組が行われましたが、「専ら株式会社方式」では、二重課税を回避することができず、資金効率の面で課題がありました。

そこで本取組みでは鳥取県で初となる資産の流動化に関する法律に基づく「特定目的会社（TMK）方式」のスキームを組成し、二重課税の回避を行いました。TMKが二重課税を回避するため

には要件がいくつかありますが、主な要件として、

- ①配当可能利益の90%超を配当すること
  - ②以下の何れかに該当すること
    - A) 特定社債を1億円以上公募発行
    - B) 特定社債を適格機関投資家のみが引き受けていること
    - C) 優先出資が50人以上の者によって引き受けられていること
    - D) 優先出資を適格機関投資家のみが引き受けていること
- があります。

A)とC)はいわゆる公募となり、証券会社のコスト増となるため採用せず、また本取組みの優先出資者には適格機関投資家ではない運営者や地元関係者が参加することからD)の要件は充足できないため、TMKスキームで二重課税を回避する際に一般的に用いられているB)の特定社債を適格機関投資家のみが引き受ける方法をとりました。また、特定社債の金額に要件はありませんが、特定社債の発行額が1億円を下回る場合には社債管理者（信託会社等）を設置する必要があり、コスト増となるため、1億円の特定社債を発行することとしました。

これにより二重課税を回避し、資金効率を高め、さらに不動産流通税や登録免許税の軽減措置を受けることで、コスト削減も可能となりました。

#### 4. サービス付き高齢者向け住宅の概要

本取組みは、商店街にある5区画をまとめ一体再開発した事例であり、デイサービスを併設する57戸の高齢者住宅を整備しました。

土地面積	1,829.02㎡
延床面積	2,373.46㎡
構造	鉄筋コンクリート造4階建て
用途	寄宿舍（サービス付き高齢者向け住宅）、通所介護事業所
戸数	57戸
竣工	平成25年10月



△ 商店街側 出入り口

## 5. おわりに

今回の再開発事例は、規模的に決して大きいプロジェクトとはいえませんが、壺号館事業という「点」に続く「点」となり、「線」となったことは非常に意義のあることだと評価しております。

地方都市における中心市街地の活性化には、小規模でも連鎖的に再開発が行われること、つまり、その地域のマーケットにおいて無理のない規模で新施設の再開発を行い、「点」と「点」を結び人の流れを作り、さらに「点」を作ることにより面的な市街地再生を行っていくまちづくりも有効な方法と考えるからです。そのまちづくり事業において、米子壺号館事業、本取組みの事例のように不動産流動化手法を活用することで事業化が可能となるケースも多いのではないかと考えます。

当社は今後も地方におけるまちづくりと高齢化に対応するための高齢者住宅の整備等の取組みにおいて、アレンジャーとして少しでもお役に立て参りたいと考えております。

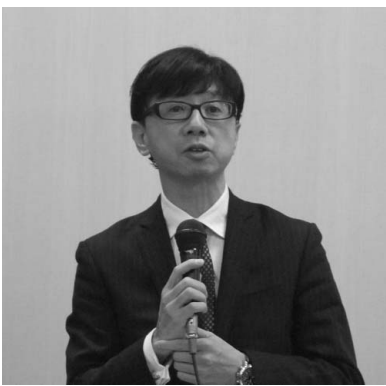
## ※用語解説

- 1) 不動産流動化とは、特定の不動産事業に事業目的を限定した特別目的会社（SPC）を設立し、SPCは不動産の資産価値や生み出す収益（責任財産）を裏付けに資金調達を行い、収益を分配する仕組みをいいます。
- 2) ノンリコースローンとは、返済原資を限定した融資をいい、本取組みにおいては、SPCの保有する不動産から生み出される家賃や売却代金などを返済原資として限定した融資となります。これによって、万が一SPCが不動産を売却した際の価格が、融資残高を下回っても、事業参加者は自己のSPCへの投資金の範囲内でリスクを負担することとなり、基本的に残債額が遡及（リコース）されることはありません。
- 3) デューデリジェンスとは、不動産の取得に際して、不動産に関する法的、経済的、物理的なリスクや経済的予測の把握のために、事前に調査を行うことをいいます。
- 4) リスクプレミアムとは、リスクに応じて期待する上乗せ分の収益であり、投融資を行う主体がリスクを取る分だけ要求される超過リターンをいいます。

## 2つの証券化手法による高齢者居住施設の開発事例

米子信用金庫 総合企画部  
部長 松田 成哉

平成25年12月3日（火）東京都港区の「吉野石膏虎ノ門ビル」において平成25年度都市開発に係る不動産証券化セミナーを当協会と不動産証券化協会の共催で開催し、全国より50名にご参加いただきました。  
セミナーの講演の中から米子信用金庫 松田部長様の講演内容をご紹介します。



△ 松田部長

初めまして。  
こんにちは。米子信用金庫総合企画部長をしております松田と申します。皆様方にご参考となるようなお話になるかどうかかわからないのですが、当然デベロ

ップメントに当たっていかれますと、金融団との交渉がなかなか面倒くさいところがあります。その面倒くさいほうの側のレンダラーの立場で、今日はお話をさせていただきます。地方圏でデベロップメントをされる時、デベロッパーとして参加される、いろいろなコンソーシアムを組まれると思いますが、そのとき、金融機関の目線はどこにあるのかということをご参考にしていただければよろしいかと思ひまして、高いほうからではございますが話しさせていただきます。どうぞよろしく願いいたします。

今日ご参加の皆様を拝見させていただきますと、幸い私と同業者がいませんので、忌憚りの無い、率直なところでしゃべらせていただきます。他行さんにとっては失礼に当たる箇所もあるかと思いますが、それはこの場限りということで、どうかお聞き流し下さい。それから、市、区といったところで、行政の方々もいらっしゃっておられますので、前段の部分は、若干、ご参考にしていただけたらと思っています。

### 1. プロフィール

まずちょっとした自己紹介を。先ほどの田邊先生は実業からアカデミーの方に行かれた方ですが、久々に学生時代に戻って講義をお聞きしたなという感じがしております。田邊先生には、丁寧に不動産証券化についてご説明をいただきました。ですから、その次にお話をさせていただく私は、要点だけ押さえていけばいいということで、非常にやりやすくなりました。私も若干二足のわらじで、まだドクターまでには至っていないのですが、関西のとある大学にかかわって、引き続き研究を続けており、ゆくゆくは金融とアカデミーの両方の仕事に携われたら…、などと考えています。とは言うものの私の場合は、不動産に関する分野が研究の専門ではなく、私が専門とする研究分野はリアルオプションとか、行動ファイナンス、それにまつわるものになります。研究の中身としては企業戦略系やファイナンス系のもをテーマとして扱っているのですが、なかなか地方都市ですと、プロジェクトファイナンスを手掛ける者がいない、そういった人材に恵まれないものですから、本来、経営企画部門として当金庫自身の戦略立案やリスク管理を行なう立場にありながら、こういった案件についても、関与、むしろ直接的に取り扱っていかねばならないのです。

私は、よく実年齢より若く見られがちなのですが、実はもう50歳になりました。ですから30年近く金融に従事しているのですが、そのほとんどが現場でした。企画部門に来たのが7年前ぐらいだったと思います。そのときから、こういったことを手掛け始めたというのが私のプロフィールにな

ります。

地方行政の方々が参加していらっしゃるの、当金庫の取組みを若干ご紹介させていただければ、「なるほど、そういう視点でこんなことをやってきたのだ」と、少しご参考にしていただけたかと思えます。宅建業やデベロッパーをしていらっしゃる方には、退屈な話かもしれませんが、前振りということでお聞きいただければと思います。

## 2. 中心市街地活性化への取組状況

そもそも信用金庫とは何か、信用金庫と銀行は何が違うのかということ、信用金庫は、中小企業専門金融機関という位置付けで、信用金庫法を根拠法として設立されています。その信用金庫法によって事業区域を地区として規定される。当金庫という地区というのは境港市、これは「ゲゲゲの女房」、水木しげる先生で有名になった鬼太郎ロードがあるところです。そこと鳥取県中西部の町村、我々の本店が所在する米子市、安来市、松江市、出雲市までを事業区域として地区が規定されています。この地区を広げていこうと思うと、合併か、あるいは金融庁長官の承認を得て定款の変更をしなければならぬので、事実上は地域を限定され事業をやっていかなければならないというのが信用金庫です。

都会地はだんだん景気がよくなってきているようですが、山陰はまだまだ賃金も下がっていますし、所得水準も低いです。プロジェクトとして進んでいるのは太陽光発電事業だけの印象です。そういったところで、地銀さんなどは山陽圏や関西圏に出ていってご商売をしていらっしゃる。しかし我々は地域と運命共同体ということで、そのことが（スライドを指し）ここに書いてあります。地域の浮沈によって我々の浮沈も決まってしまうという宿命的部分がありまして、ですから、地域を活性化していかなければいけないというのが信用金庫の使命です。

先ほどのスライドに90周年と。信用金庫で90年名前が変わらなかったところはなかなか珍しいのですが、今、都会地の信用金庫は合併を繰り返してきて、どこがどこだったのかさっぱりわからないところもあります。90年名前が変わらずやってこられたというのは、地域のご支持あってのことです。地域密着型金融とか、リレーションシップ

バンキング（＝リレバン）というものが言われ始めたのが、竹中プランのころからです。先ほどの先生のお話にもありましたが、メガバンクが不良債権処理をやっていくときに、地域金融機関にも同じ目線で不良債権処理に数値目標を与えてやらせればいいのかということ、そうではない。では、どうやって地方を再生していくか、あるいは不良債権を処理していくかとなったときに、リレバンというものが行政導入されてきました。

しかし、よくよく考えてみると、我々はコミュニティバンクですので、行政導入される以前からずっとリレバンには取り組んできていて、リレバンということが言われ出してから、我々が今までやってきたことが取り沙汰された。先ほど申し上げたように、事業区域を地区として規定されていることから、“街づくり”“人づくり”“元気づくり”を我々はテーマに掲げて、地域の活性化に取り組んできた、そういった歴史があります。

その中でも特に街づくり、中心市街地の活性化というところに、我々としては注力してきたという近年の歴史があります。

どこの地方都市であってもそうなのでしょう。中心市街地と言われるところには商店街があって、その商店街のほとんどがシャッター街通りになってしまっていて、昼日中ですら人も歩かないような、夜ですと若者たちがスケートボードをするのにちょうどいいような場所になってしまっています。しかし、そこを何とか再生していかないと、街づくりはやっていけないというところを捉えて、街づくりに注力してきています。

平成16年でした。当時、私は、まさに中心市街地、当金庫の旧本店、今の本町支店におりまして、何とかシャッター通りとなった商店街を再生できないかと、商店街にある他の地方銀行さんがほったらかしにしていた銀行を買い取ってリノベーションし、若者向けの商業施設に仕立てることを企画しました。長らくほったらかしにしていたその地方銀行さんも、そのようなことを仕掛け始めると、参加させてくれと言ってくるので、それは絶対的に拒否させていただきました。我々には仮説がありましたし、事業主体も地方ではカリスマ性のある若手実業家に白羽の矢を立てた、これが功を奏し、うまくプロジェクトを成功に導いたので、だから他の金融機関に関与して欲しくなかつ

たのです。

その後、我々は、平成19年に旧本店、今の本町支店に、商店街の創業相談窓口を設けて、貸店舗情報を提供したり、あるいは若者が起業をしやすい環境整備をしたりと取り組んできました。街ごとインキュベーション施設にしてみようと試みたのです。カフェ、ブティック、雑貨、ヘアサロン、リラクゼーションサロン、ファニチャー等、数十店が集積する若者商業ゾーンが形成されるに至っている現状がその成果です。

では、中心市街地の活性化のために、別に、今日ご紹介するような案件に取り組まなくてもいいのではないかというお話になるのですが、その前に、なぜ若者が起業する上で中心市街地を選んでくれたか、その理由をご説明したいと思います。

端的に言いますと、地方圏はドーナツ化現象が進んでいて、中心市街地は地価が随分下がっている、よってイニシャル、ランニング含め、起業するのに全ての面で非常に低コストでいける、だから起業がしやすいというのがその理由です。

それに引きかえ、町中から離れていても、郊外のインフラの整ったロードサイドは不動産価格が



△ リノベーションした建物



△ 米子信用金庫商店街起業相談窓口

非常に高く、わずかな元手で起業をしたい若者たちにとっては、なかなか条件が整わない。ということで、若者がそこに集まった。一人、二人、三人、四人と集まってきてくれて、商業ビルとしてリノベーションしたものが数多く出てきていますし、それなりの集客力が出てきています。

これが、この一角にある本町支店に設置している企業・創業相談窓口です。

### 3. さらなる活性化に向けた課題とその解決

さらに中心市街地を活性化していくためにはどうしたらいいのかということを考えました。当事者として、それを仕掛けていった人間としてまだまだ活性化と言うには不足感があったからです。その不足感はどこから来ているのかというと、先ほど申し上げたように、若者たちの商業集積ができていった結果として、街が魅りを図ろうとする姿は概観できたのですが、何となく本当の意味での活気やにぎわいを欠いている。それはなぜか。いくら若い元気のある商業者の方をリーシングしても、商店街の街並みを再び整えても、そこに住まいする人がいなければ…。この「住まいする人がいなければ」というところが、今日、このセミナーの主催者たるURAJA（全国市街地再開発協会）さんの着目しているところなので、

私も同感で、そうでなければ街は本当の意味での活気やにぎわいを取り戻せない。活気があった、にぎわいがあった頃の商店街には、商売や仕事をするだけでなく、人がそこに住んでいらっしやった。ですから、人が街中に住まいするようになることが、中心市街地のさらなる活性化を導くための課題だということを、当金庫では認識いたしました。

その「人が街中に住まいすれば、中心市街地はさらに活性化する」、これが当金庫の仮説だったのです。直感的には、そこで商売や仕事をする若者たちが、そのまま街中に住んでくれればいいのではないかという話に先ずはなりました。統計的に分析できれば言うことはないのですが、我々実業分野の人間からすると、統計的に分析するには時間がかかり必要で、他の仕事もあってなかなかそこまでできないものですから、数十名の方にインタビューをさせていただくということで定性的な分析で代替しました。中心市街地の商業ゾーンで働く若者たちにインタビューして、実証的に検証してみたのですが、彼ら、彼女らの文化の中では、職・住がともにある環境を是としてはいない。オン、オフを明確に区別しているというのが彼らのインタビューから得られた結果でした。

もう1つの検証。では、中心市街地は地価が安いということを先ほど申し上げましたが、郊外に分譲地に戸建て住宅を建てるよりも、もっと安く建てられるということが当たり前になっています。では、30代から40代の借家住まいする4人家族の世帯主の方にもインタビューを行ってみました。そうすると、既存建物の取り壊し費用を考慮しても、郊外に分譲住宅地よりかなり安価であり、それは魅力的だとのこと。

先ほども先生のお話にありましたが、中心市街地には、信用金庫のような地域金融機関が担保権を持っていて、担保権を整理していかなければならない状況にあるので、それを整理しようと思うと、建物を取り壊して土地だけでも売ってしまったほうがいいのかという場合もあるのです。

だからと言って、「実際に生活が始まってしまうと、違和感があるよね。」と多くの方がおっしゃられました。「商売や仕事をする若者、そこに住まいする家族、父親がいて、母親がいて、小学校に通っている、幼稚園に通っている子供たちが

いる、何となくそこは違和感があるんだよ。」というお話が得られました。

では、次の仮説として、街中に住まいする需要を喚起できるのは誰なのだろうと考えたときに、シルバー層と、それに続くシニア層ではないかと。直感的には、行政サービスの窓口が近い、当地ではすぐ近くに米子市役所があります。それからほどないところに鳥取大学の附属病院をはじめとした充実した医療機関がある。そうするとシニアからシルバー年代に進む方々にとって、住環境としては非常に安心が得られるような立地ではないのか。

よく高齢者施設が建てられるのは、田舎だと山麓とか風光明媚なところなどであったりしますが、実際お住まいになると、ほんとうに寂しい。それは施設の中に囲い込まれてしまっていて、いくら大自然があったとしても、高齢者の方がそこにお出かけになって散策するようなことはなく、むしろ寂しい思いにだけ駆られていらっしやる。そういった方々にインタビューをしてみると、(スライドを指し) ここにも書いてありますが、そういった方々が若かりし頃、あるいは我々ぐらの年齢よりもうんと若かった頃に中心市街地はどんなところだったですか、とお聞きすると、商店街での商売が盛んだった当時、縁日などよくご存じでしょうが土曜夜市などが開かれて、家族連れで出かけて催しを楽しめるような、アミューズメント要素も備えた経験価値が得られる魅力ある場所でした。これは少しきれいな言葉でまとめたのですが、そういったお声も得られました。

それから、当時を振り返れば、すごく懐かしい思い出がある。ノスタルジーな気分になれる場所である。まとめると、こういったご意見も多かったのです。

これは我々当金庫の側で、何とか中心市街地を活性化しなければならぬということで立てた仮説に対して、当金庫側で用意した答えの多少裏を取っていったものです。人口動態を見ていただくと、(スライドを指し)これが米子市の人口統計です。56歳から80歳までの人口が全体の30%以上を占めていると書いてあります。ということで、人口動態の面から見ても、高齢化の進展は地方圏ほど進んでいることから、この方々はだんだん健全な状態から、介護を必要とするような段階に進



んでいかれる方々だなど。

仮説を立てて検証し、結果、結論を導く。研究分野ではこういったプロセスを経るのですが、我々は実業分野なので、ざっくりとした形でまとめています。インタビューという実証で検証して、若者がそこに住めばという仮説は棄却されて、もう一方の仮説である高齢者の方々にお住まいいただくというのが支持されました。

それからこの人口動態の傾向に関連する事柄に触れてみますと、特に鳥取県と言っても、どこにあるのか。鳥根県と鳥取県で言うと、鳥根県のほうが松江市の宍道湖や、出雲大社、大遷宮があって、お伊勢さんと同様、出雲大社も、今すごく観光ブームで沸いていますが、鳥取県はその隣にあって、あまり注目いただけていない。いつぞや報道で取り上げられたことがありましたが、スタバが唯一ない県だということでは注目を浴びたのですが。(スライドを指し) ここにも書いてありますように、先ほど申し上げた通り高齢化の進展が早く、中山間地の過疎部では、独居老人の方の安否確認を地域ぐるみで行っているような状況にさえあります。

これら仮説検証と地域事情から、街中に住まいする需要を喚起できるのは、シルバー層とそれに続くシニア層である。ここにスポットを当てたプロジェクトについて、今回2つのスキームをご紹介します。街中における介護サービス付高齢者専用賃貸住宅のプロジェクト。今後の中心市街地のさらなる活性化。要は、人が街中に住まいするといった課題に対し、その解決策として1つの方法になるのではないかと、我々が企画しました。

ただ、金融機関が前面に出ていくということになると、これはいろいろなモラルハザードの問題があります。というのは、先ほど申し上げた、我々がそこに権利関係を有しているということです。なので、事業アレンジャーというものを立てて、地権者等利害関係をもつ方の調整に動いていただくという進め方をしました。

#### 4. サ高住プロジェクトの概要

1号案件、2号案件というものを、これからご紹介していきます。1号案件、2号案件の話、それと先ほどの先生のお話にあったスキームのご紹

介をご参考にいただければ理解と整理が進むと思います。

当該プロジェクトは、中心市街地活性化基本計画の中に「中心市街地の居住を促進する地域」というのがたまたま設けられていたので、これはいいということで、我々はその区域内でプロジェクトを進めることにしました。建設地は商店街に隣接していて、道伝いに直接商店街の通りから出入りができる。建てたものは、74戸の高齢者向けの賃貸住宅と、最近では、当たり前のようにセットアップされる、あるいはビルトインされる例が多くなってきていますが、当時は珍しい組み合わせだった小規模多機能型の介護施設で、両方が同じ建物の中にあります。一步出れば訪問介護、建物の外に出ると出ないとでは保険点数が変わってきますが、そうは言え、24時間のフルスペックの介護サービスが提供できるということからすると、デイサービスをやっていらっしゃる介護事業者さんよりは、はるかに収益性の高いモデルとしてセットアップできました。

入居者の方は、当然ですけれども雨風に打たれることなく、建物から出ることなく介護サービスが受けられるメリットがあります。当然、ご自身たちで炊事をすることもできますが、希望されれば、配食のサービスも受けられる。自立生活が送れる健全な方から、介護を必要とされる方まで、シニア層からシルバー層までを対象とした適合高齢者専用賃貸住宅という形でプロジェクトに着手しました。

一昨年の5月、めでたくオープンいたしました。最初はやはり評判商売ですから、あそこのサービスは悪いと言われると、入居者の方はなかなか集まりづらいので、とにかく施設運営に不備や不具合がないよう入居時期を何段階かに分けて徐々に増やしていく。最初は30%、次30%といった形で3、4ヵ月ぐらいかけて徐々に入居者を増やしていくということでありました。ただ実際には、非常に人気が高くて、結果1年を待たず満室になってしまいました。稼働率が105%という変な数字が出てきたので、なぜかと事業者側に話を聞いたら、広めの部屋を設けていたら、ご夫婦で入居されてしまったので、1室1人というイメージだったのが、結局100%超えの稼働率になってしまったとのことでした。



△ まちなか米子番号館

そういった施設だったのですが、用地買収、建設、オープンに至る総事業費は約7.8億円でした。

(スライドを指し) 米子市の中心市街地の概略図です。ここにある2号案件というのも、後ほどご紹介します。こちらの緑の点線で囲ったところが1号案件の場所です。それで道伝い行くと、ここに商店街があります。ほんとうに今までは寂れてしまっている、人も住んでいるのか住んでいないのか、ご商売していらっしゃるのか、していらっしゃらないのかわからないような区域だったのですが、ここに74世帯の方がお住まいいただいております。

(スライドを指し) この辺が商店街ですが、ウナギの寝床的なところに木造の家屋が建っているところが多く、そこを敷地として取りまとめ、高齢者施設を建てさせていただきました。

## 5. ファイナンスをアレンジする上での問題

今日、私をお呼びいただいたのは、本セミナー主催者のURAJAさんから、地方圏ではなかなか再開発や不動産の証券化は難しいですよ、というお話の中、いろいろな工夫をしながら証券化の仕組みを用いてプロジェクトファイナンスを仕組んだ、これが少し皆様のご参考にしていただけるのではないかと、今、高いほうの席からお話をさせていただいております。さすがに地方圏では難しいと言われているだけのことはあって、我々もレンダーの立場からすると、ファイナンスをどうアレンジしていいのかということで、なかなか苦労しました。

その中で、URAJAさんの「街なか居住再生ファンド」というものの導入を、ほぼそれが前提条件と言ってもいいほど、その導入を確実にするために、ファイナンススキームの設計を行っていただきました。ただし、すみません、少し批判的な立場をとったような発言になってしまうかもしれませんが、そもそもこの支援制度というのは、不動産証券化の仕組みを用いたプロジェクトに対して行われるというのは言うまでもありませんが、想定されているプロジェクトの規模は相当大きなものです。その想定から制度設計がされていることから、地方圏は経済規模が小さいため、かなり使いづらい制度設計になっています。

かつ、不動産証券化では、先ほど先生のお話にもありましたが、特別目的事業体、これが倒産しないように、倒産隔離をしなければならない。ですから、優先劣後構造で、信用が補完されるというものの、不動産証券化商品への流動性が付与されることを要件としているということで、先ほど先生のご解説にあったのですが、デット側、我々レンダーのほうも倒産隔離ということであったりするとノンリコースローン、つまり非遡及型のローンで、この物件だけを特定担保として融資に取り組んでいかざるを得ないという課題があって、本当に我々のような地域金融機関で、そんな対応ができるのかということでもかなりの工夫を必要としました。

先ほどのページで、地方圏でこの支援制度を利用しようと思ったときに、私どもでまず問題視したのが、プロジェクトの規模が小さくて、推定される証券化コストが吸収できないだろうということでした。それから、仮に地権者に所有地を拠出していただけてオリジネーターになっていただいたにしても、先ほど申し上げたように地価が低いということから、建設コストに比較して、都会地より相対的に原資産となる出資部分が少なくなってしまいます。

ご存じだとは思いますが、URAJAさんからのエクイティへの優先出資というのは、地元出資あるいは民間出資と同等額ということになっています。ですから、この原資産となる出資部分が少ないと、例えばそれが3,000万円ぐらいで終わってしまえば、URAJAさんからの出資も3,000万円しか受けられないということになって

しまいます。しかし、なかなかまとまった額の地元出資を集めることは難しい。せっかくいい制度なのですが、地方圏ではその有効性が低くなってしまいます。

それから、当たり前ですが、地価が高いところは賃料が高いですし、地価が低いところは賃料が安い。よって、賃料設定も抑えざるを得ず、プレゼントバリューが低く、ノンリコースローンは何に着目するかというと、プロジェクトの価値、要はそのプロジェクトから得られる将来キャッシュフローの現在価値に着目して責任財産を限定するので、なかなかノンリコースローンは馴染まない。

この3つの問題を、やる側は、やりかけたからには、やらなければならないのですが、どうしたら…、というようなところで壁に阻まれました。

とは言え、地域振興的な案件です。先ほど申し上げたように、その地域の浮沈が我々信用金庫業界にとって自分たち自身の浮沈にかかわることで、ですから、何とかクリアしましょうということで、先ほど指摘した問題に対していろいろな工夫を施していきました。

## 6. FA上の問題を解決するための工夫

1つは、倒産隔離を図っていかなければならないということで、会社法の種類株式を用いて優先劣後構造を構築しましたが、ここでは普通の株式会社を設立しました。定款上で事業目的や代表者の執行権限を詳細にわたって規定することによって制限を加える「専ら法人」として、証券化に至らないまでも擬制的にはありますが、擬制というのは「疑わしい」ではなくて、「擬」というほうの擬制なのですが、当該支援制度を利用する上での「倒産隔離」という適格要件を備えるための解決を図りました。

要するに、URAJAさんとしては、「きちんと倒産隔離を図ってさえくれれば、この“街なか居住ファンド”をエクイティに入れる」とのこと、それが大前提でしたので、何としても解決を図らなければならない課題だったのです。

ただし、先ほど先生のお話にもありましたが、資産流動化法によるペイスルー課税の適用を受けるところまでに至らなかったため、二重課税の問題については回避できておらず、法人税を支払っ

た上で配当しなければならぬことになってしまいました。

それからデット側、つまりレンダーである当金庫がシンジケートローンを組成したのですけれども、金融機関側からの調達割合を増やす、これが次の問題点です。支援制度による出資も少ないものとなってしまい、その有効性が低くなるということで、少なくなった分をどうカバーするかというと、金融機関が背負わなければしょうがないのではないかと。先ほど、テコが効くというお話が先生からありました。テコが効くということは、出資者の方にとってはいいのですが、テコが効く分、デット側としては、レンダーとしては、その分大きなリスクを背負わなければならないということがあります。しかし、(スライドを指し)ここに結果を書いています、地域振興に資する事業であると評価して、リスク負担を容認しました。

調達割合を増やすということは、スーパーロングな対応、フルアモチ(\*均等弁済)でペイアウトしていこうと思うと、25年ぐらいの期間のリスクを取らなければなりません。それから、先ほど言った保全の面でも、なかなかプレゼントバリューが評価できない状況にあって、プロジェクトファイナンスできちんと見ていけるのかということがあったのですが、結論は、心意気で、地域振興に資する事業であると評価したから、リスクを負担しようということになりました。

ただ、そうは言っても我々は金融機関なので、取りっぱぐれしてしまったら困ります。ですから、最終的に、ノンリコースローンで対応するために、どんな工夫をしたかということ、今日はいらっしゃっていないと思うのですが、日本管理センターさんというサブリース会社を使って家賃保証制度を採用しました。8割以上の入居率になると、そこから上がってくる収益は折半になるというサブリースの手法でした。

それから、将来、万が一事業資金が不足するような事態、例えばここをマスターレシーとして介護オペレーターに借り上げていただくのですが、そのオペレーターに何らかの事情が生じ、空白の期間ができてしまったりするといけない。ですから、そういった事態に備えるために、普通株による出資者をスポンサーとしてサポート契約を締結して、劣後融資をコミットしてもらおう。家賃

保証とスポンサーサポート契約、この2つで信用を側面的に補完して、ノンリコースローンで対応することを可能にしました。

先ほど指摘した3つの問題点に対して、これら工夫を施したということで、URAJAさんのご出資も頂戴しながら、何とかかんとか一応擬制的にでも、こういった専ら法人を使った形でのSPVというものを設立して、今に至っています。

(スライドを指し) 図示させていただきますと、これが事業会社です。先ほど先生のお話にあった不動産流動化計画を申請して、資産流動化法にのっとった形でペイスルー課税を受けられるような形のものではなく、普通の株式会社を設立しています。ただし、先ほども申し上げましたように、種類株式というものを使いながら優先劣後構造を整えて、地元出資を募ってURAJAさんの方から同等額の出資を得て、私どもがアレンジャーとなり、ノンリコースローンでの地元金融機関2行庫によるシンジケートローンを組成いたしました。

ここで協調してもらった金融機関は、保全の面、それから誰がこの事業が完結するまで責任を持ってくれるのかという点を相当気にしていましたので、そこは規律付けとしても、先ほどのスポンサーサポート契約が用意してあります。これは連帯保証ではないので、倒産隔離がちゃんとできています。もし、事業で資金が不足するようなことがあったら、地元のスポンサーにサポート契約に基づいて劣後融資を発動していただき、資金不足を補っていただく。よって、そのスポンサーが当事者として事業完結まで責任をもってくれるということです。

それから、ここの入居率が確保できない事態も考えられるかもしれないので、家賃保証会社を絡めてマスターリース契約を結んで家賃保証を整えさせていただきました。あと、これを1棟丸借りしていただいたのは、運営会社となる医療法人で、この医療法人のグループでは既に老健施設とか特老とかを経営しており、多くの待機者を抱える医療法人です。ここに1棟借上げていただいて、宅建的なところで手数料は取らないということで、入居者も医療法人の方で集めていただいております。あと、配食のサービスも受けられる、その他サービスも受けられるということです。

それから、地元スポンサーというのは、実はブ

ロジェクトに参加いただいたビルダーさんです。ビルダーさんにスポンサーサポート契約をまいていただいて、この事業が完結する、すなわち我々のローンが完済するまではきちんと責任を持って下さいねと。

ここに、家賃保証していらっしゃる会社はありますか。あったら、少し失礼な発言なるかもしれませんが。当たり前ですが、ここは家賃を保証するという空室リスクを取っているのですが、その見返りに賃料を中抜きされるのですが、医療法人がサブリース会社に対して払う家賃は、結局かなり高いものになってしまっているのです、恐らくどこかの時点で、この運営会社がほぼ問題ないと判断したときには、この契約を解除して、直接的な賃貸借契約に移行するのだらうなど。そうすれば入居者の家賃の部分で儲ける必要はありませんので、ここ自体は賃料をその分だけ下げることができる。そうすると入居者の方々の賃料についても、これも下げてあげることができるということで、今、そちらのほうに移行するための準備段階に入っています。

それから、その準備段階として民事信託を使うのか、何を使うのか、いろいろ思案中です。ここに関係者の方も来ていらっしゃるのです、そういった方々のご協力も得つつ、ここは建設して儲かったからいいじゃないという金融機関の発想でお願いをしているスポンサーサポート契約がありますが、これも、介護事業者による買取特約をこの段階でつけられるのであれば、スポンサーサポート契約も解除してあげようかと考えています。

## 7. 2号案件でのブラッシュアップ

次、2号案件です。これが、つい先ごろ、10月25日に完成して、引き渡しは11月12日、竣工披露が11月25日に行われました。これはその前に作成してしまっただけです。まだ建設途中の画像が出てくるのですが、1号案件で浮上したファイナンスアレンジ上の様々な問題でかなりの工夫と、レンダー側としてはかなりのリスクテイクをしてきました。2号案件では着手前にこれらの問題点を1度整理して、解決策を練ることによって、開発事業スキームとしても、ファイナンススキームとしてもブラッシュアップを図ることができました。



△ まちなか米子式号館

1 番のポイントは何だったかと言うと、介護事業オペレーターを公募したことにあります。当金庫の、先ほども申し上げた中心市街地にある支店の会議室で説明会を開催して、期限を設けてオペレーターになりたいと手を挙げられた方から応募していただく。応募していただいた方を審査し、その規模、それから介護、あるいは医療としてのバックアップといったところで適正適格と認められるところを指名させていただいて、その物件自体を借り入れていただく。そのときにご提示させていただいた運営会社の参加条件というのが、(スライドを指し) まず運営会社として1億円を用意して下さい。300万円というのは基金として設立する一般社団法人の出資金です。

それから、土地を買収するときの手付金として、500万円をオペレーターから一時的にTMKに対して融資をしていただく。優先出資1億円を運営会社さんに拠出いただいて、TMKに増資をしていただく。その後500万円の一時融資を返済させていただきました。

それから月額賃料合計については、1棟丸借りで388万1,000円ということで、ただし、結果的には実質の施主に当たるわけですから、建物の床面積等によって変動はさせましょうと。それから住居及びテナント以外の共有部分については、こういった条件ですと。テナント部分については、こういう条件ですと。テナントというのは、何をビルトインされるのかは、診療所をビルトインされるのか、小規模多機能介護施設をビルトインされるのか、それは運営会社側の判断で、テナント部分には何をご用意になってもいいですよ。それから、あとの賃貸条件については、(スライド

を指し) ここに書いてあるとおりです。

(スライドを指し) さらに提示した参加条件が、オープン後5～7年で次のオプションを選択いただく。不動産を運営会社である介護事業のオペレーターがTMKから買い取る。売買価格は買取り時点における不動産鑑定評価額を基準とした価格とする。(スライドを指し) この“ただし書き”というのが、我々金融機関にとって大事なところです。優先出資、ノンリコースローンと特定社債の残債の合計額を最低保証額とするということで、5～7年までアモチはかかっている、融資はだんだん減っていくのですが、そのときの残債と特定社債、URAJAさんからいただいた優先出資を買取り金で全部償還していただく。買取り後は運営会社所有不動産として運用する。

あるいは、TMKをそのまま存続させるというオプションです。運営会社にURAJAさんの優先出資を買い受けていただいて、TMKを存続させていくというものです。このオプションどちらかを5～7年以内で実行していただくわけです。

先ほどの1号案件と大きく変わったところは、この赤丸で囲んだところです。けれど、まず、金融機関なので、お金を借りていただく方にどう規律付けするか、事業の責任者にどう規律付けするかというのが大事なところで、先ほどはスポンサーサポート契約ということで、コンストラクションを請け負われたビルダーさんに規律付けをして、「事業に対して責任を持ってくださいね」ということをしたのです。けれども、今回は運営会社のほうに規律付けをして、イグジットプランを設けさせていただきました。イグジットプランというのは、先ほど申し上げた5～7年後の買取り、あるいはリファイナンス特約を設けさせていただいたことを言います。

ですから、この事業の責任というのは、「運営会社さんが責任を持ってやってくださいね」と。さもないと買取り請求権を行使しますよというような話で、これをもって規律付けをさせていただきました。

それからもう1つ、今回は、今日も本セミナーにご参加いただいているフィンテックアセットマネジメント様にご協力をいただきました。資産流動化法の行政庁は、我々の地方では財務省の中国財務局になります。そちらのほうに不動産流動化

計画を申請していただいて、ご承認を得てペイスルー課税の適用を受けました。ですから二重課税の問題は、ここでは回避できたというわけです。

あとは、プロパティマネージャー、事務業務代行、アセットマネージャーというものを設定して、先ほど先生のご説明にあったTMK方式、かつ資産流動化法にのっとった形、それから我々レンダ側のリスク負担を軽減するために、事業の責任は誰に負ってもらうのですかと言ったら、運営会社ということで、プロジェクトファイナンスとして成立したのです。ただ、実はプロジェクトファイナンスと言いながら、明らかにこれはコーポレートファイナンスなのです。

というのは、「5～7年以内に買い取って下さい」というイグジットプランを設定して、そういった特約をまいている以上、我々が見に行っているのは、実はTMKのキャッシュフローではなくて、運営会社のクレジットを見に行っているということです。プロジェクトファイナンスとして仕立てているのですが、限りなくコーポレートファイナンスであるというところが肝の部分です。

他の地方圏でも医療法人でそれなりにクレジットを見ることができるところが結構おありではないかと思います。ただ、今、自社でどんどん設備投資をしていくと、バランスシートが重たくなっていってしまうので、こういった倒産隔離をされた、オフバランスされたものは、わりと同時並行的にプロジェクトを進めていっている医療法人にとっては使い勝手がよく、メリットがある。

バランスシートが、特に負債のほうで軽くなっていった時期に買取りを実行していただいて、ご自分のところのバランスシートにオンバランスしていただくのがいいのではないかということで、そのような協議を実際のところ医療法人とはさせていただきました。

## 8. 1号案件と2号案件の比較

スキーム図を並べればよかったのですが、整理として、1号案件と2号案件との比較表にまとめてみました。1号案件では、法人形態は会社法にのっとった形の専ら法人。2号案件は、特定の法律によって設立が認められている特定目的会社ということになっています。

資産流動化法の適用についてです。1号案件で

は、これを受けることができませんでした。結果として二重課税の問題が残ってしまったということです。2号案件では、ここは不動産流動化計画をきちんと申請して承認を得ていますので、ペイスルー課税ということで二重課税の問題は回避されています。

優先劣後構造による信用補完というのは、両方とも具備されています。

エクイティについてです。基金相当部分というのは、事業アレンジャーと建設会社に持っていたいただきました。2号案件では、一般社団法人として医療法人と建設会社に持っていただきました。

エクイティの多くの部分を占める優先出資部分なのですが、ここは地元協力者、事業主、事業主体等が、小口投資家となって優先株式をお引き受けいただいて、その同等額をURAJAさんから「街なか居住ファンド」としてご出資をいただきました。2号案件では、先ほど解説させていただいたように、医療法人と介護事業者で出資を5,000万円ずつ、計1億円出していただいて、その同等額をURAJAさんに1億円拠出いただいています。

デッド側についてです。1号案件では倒産隔離を図るということが大前提にあったので、2行庫によるシンジケートローンで、これはノンリコースローンで対応させていただいて、25年間のアモチでフルペイアウトという形にしています。2号案件では、2行庫の私募引受ですけれども、これは結果的には、特定社債について当金庫だけで私募の引受をさせていただき、セカンダリーで5,000万円を他行に譲渡するという方法をとっています。

ノンリコースローンについては、1号案件が成功したものですから、2号案件については、見向きもしなかった他の2行が、必ずうちも入れてくれということで、その交通整理がなかなか大変でした。これは非常に食いつきがよかったですね。ですから、組成についてあまり苦労はありませんでした。

保全についてです。1号案件では、工夫を凝らした結果として、責任財産は限定されるのですが、サブリース方式を採用して家賃保証を取り入れたということと、スポンサーサポート契約、先ほどから申し上げていますものを建設業者に負担をし

ていただいた。2号案件では、保全については、責任財産は当該物件について限定させていただいた。それは全てイグジットプランを設けたということで、規律付けができたからということです。

2号案件の場所は、1号案件からほどないところで、(スライドを指し)これが商店街の通りになるのですが、この商店街の通りに面しており、すぐ近くに合同庁舎、美術館や図書館、あるいは米子市役所といった立地にあって、全面道路の幅員は結構広いものです。とてもいい形状の整形な土地を取りまとめることができ、南向きに全て窓がとれたということで、ここもほどなく入居は埋まっていくだろうと。オープンは12月の中旬ぐらいです。

(スライドを指し)2号案件の工程表です。こういった工程で進んでいきました。

(スライドを指し)これが完成図です。12月の上旬ですから、間もなくオープンで、今は募集にそろそろかかられるというところです。

## 9. 他行政機関へ検討を要望する事項

他行政機関なのか、何なのか、あるいは民間なのか、どちらにしてもURAJAさんの出資を多く仰ごうと思うと、地元出資の部分を増やしていく、あるいはその他出資の部分を増やしていかなければなりません。ですから、例えば財投などの資金を使いながら、あるいは、今、政投銀などに

もそういった申し入れをしています。(スライドを指し)このところをもう少し厚くする手当てをしてくれないかという提言をしています。感觸的には悪くないです。真摯にご検討いただいています。

今、我々の地方で、我々が事業区域としているところで、水面下であと3つ案件が進んでいます。1つは、サ高住ではなくて、透析の病院をビルトインする。透析に通われるのは大変です。外に出ずに透析が受けられるような、透析クリニックをビルトインした形の賃貸住宅といったもの。あるいは、障害者の方の自立支援に向けた施設整備といった形で、水面下で動かしています。今日は同業者がいらっしゃらないので、この場限りですが、そのような案件が山陰では進んでいます。

我々米子信用金庫は、勝手ながら、メディカルシティ構想というものを考えています。ロシアや韓国に直行便が、米子空港からも境港からも出ています。ロシアの方々は自国の医療を全く信用していない。日本の医療はすごく信用度が高い。高度医療だということで、メディカルチェックツアーを組むと、相当者数のインバウンドがあります。そういった構想も持っていますので、先ほど申し上げたようなものを、今後も引き続き整備していきたいと考えております。

以上、少し持ち時間を超過しました。最後までご清聴ありがとうございました。