

不動産ストックの再生事例



日本政策投資銀行グループ

株式会社 価値総合研究所

事例の類型化 ～アセットタイプと資金調達による事例一覧～

アセットタイプ (完成後)	開発関連事業 (国/自治体)	不動産証券化 + 金融機関融資	自治体 + 民間	開発関連事業 + 自己出資(組合) + 銀行融資	金融機関融資 + PFI	クラウド ファンディング/ ボランティア 使役供与型	自己資金 + 自治体補助	不特法
複合施設		東京ミッドタウン JR松任駅複合型 立体駐車場	出石小学校跡地整備 事業	鎌ヶ谷駅東口駅前 北海道稚内保留床 活用事例				鎌ヶ谷駅東口駅前
商業施設	長野市もんぜんぷ ら座活用 梅田2丁目地区のま ちづくり 広島京橋川水辺の オープンカフェ	旧丸井今井旭川店 「フィール旭川」 武蔵浦和ショッピ ングスクエア		滋賀県彦根四番町 スクエア	名古屋市ガーデン ふ頭	京町家クラウド ファンディング	大阪市からほり長 屋再生	
公的施設			世田谷ものづくり 学校 秋田県大館市空き 施設活用					
観光施設	山形まるごと館 「紅の蔵」 門司赤煉瓦プレイ ス			長野市ぱていお大 門事業 水の町屋七日町御 殿堰				
宿泊施設				知床グランドホテ ルメザニンローン		明日香村古民家活 用おもてなしファ ンド 金田一温泉緑風荘 再建	古民家宿集落丸山 プロジェクト	
個人商店			小倉リノベスクー ル					
ヘルスケア 施設		米子サ高住整備 事業						
住宅(売買)			山梨空き家 バンク		上田市馬場町地区 再開発			
住宅(賃貸)		京町家証券化事業 インテリア不 動産小口化 (任意組合)					木賃デベロップメ ント(補助なし) 京町家前払賃料	米子サ高住整備 事業 インテリア不 動産小口化 (任意組合)

(注)水色ハイライトは地方案件(五大都市圏除く)を示す

【物件概要】

- 敷地面積: 約68,900m²
- 構造: 鉄骨造(一部鉄骨鉄筋コンクリート造)、鉄筋コンクリート造り
- 建物規模: 地上54階地下5階ほか

【関係者】

- 三井不動産(オリジネーター)
- 三井不動産含むコンソーシアム6社(全国共済農業協同組合連合会、安田生命保険相互会社(当時)、富国生命保険相互会社、積水ハウス株式会社、大同生命保険相互会社(当時))

【資金調達(3,700億程度)】

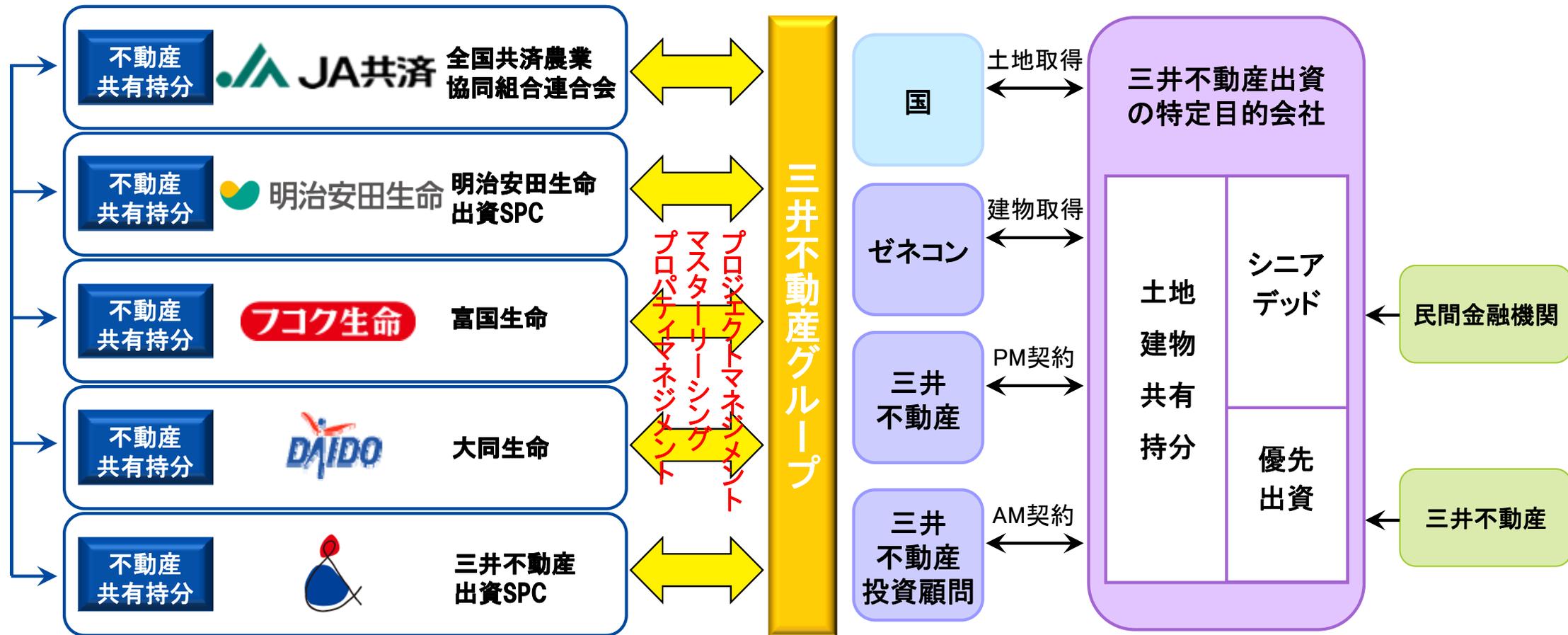
- 事業費調達: 6社のコンソーシアムにて共同事業スキームを採用
- 三井不動産の共有持分については証券化スキームを採用(TMK出資)

【備考】

- さまざまな資産運用を担う投資家を巻き込んで行う都市再生の新しいモデルとなる
- 全ての床を一元的に運営するため、専門の運営会社を設立。入居する企業やテナント、居住者等の賃貸収入から生まれる利益から事業に参画した6社がリターンを受け取るというスキームで事業全体を組立

【スキーム図】

三井不動産部分の構成



＜共同事業スキーム＞

- ・総工費3,700億円の事業費調達に際して、三井不動産グループでは「共同事業」のスキームを採用。このスキームは本プロジェクト自体を証券化(小口化)し、三井不動産とともに、機関投資家である積水ハウス・JA共済・大同生命・富国生命・明治安田生命が共有持分を保有し、出資参画するもの
- ・三井不動産の共同事業持分に対しては、開発型ノンリコースファイナンスをアレンジし、その為に特定目的会社(TMK)が設立されている

【出典】「不動産証券化手法等による公的不動産(PRE)の活用のあり方に関する検討会」資料を基に価値総合研究所が作成

●プロジェクトの背景

- 東京の都心、港区六本木檜町(住居表示は港区赤坂9丁目)にあった旧防衛庁本庁跡地約10haについて、三井不動産(株)を中心とする企業グループが入札によって取得し、延床面積約56万m²を有する複合施設整備を行ったもの
- 防衛庁本庁の移転は昭和63年に他の政府機関等を含めて閣議決定されたもので、その後関係機関による跡地利用に関する調査が行われ、各種調整等を経て平成13年4月に東京都が赤坂9丁目地区再開発地区計画の都市計画決定が告示された

●成功要因の分析:資金調達の視点から

- 投資家の多様化
 - 保険会社などの大手機関投資家をコンソーシアムに含むことで大規模資金調達が可能に
 - 投資家側:ポートフォリオの多様化の一助に
- 補助金等の活用
 - 都市再生特別措置法に基づき、都市再生緊急整備地域指定を行い、民間都市再生事業認定を行うことで事業の支援が行われた



【出典】Tokyo Midtownホームページ

【物件概要】

- 構造:RC造5階建て(敷地面積3,440㎡、延床面積6,778㎡)
- 用途:JR駅、バスターミナル、地域交流センター(行政)、店舗、映画館、グループホーム、高齢者向け住宅
- 2012年4月開業、総事業費29.4億円

【関係者】

- 稚内駅前地区市街地再開発組合
- (株)稚内駅ビル開発
- 稚内市
- JR北海道
- (株)まちづくり稚内(施設管理及び運営)

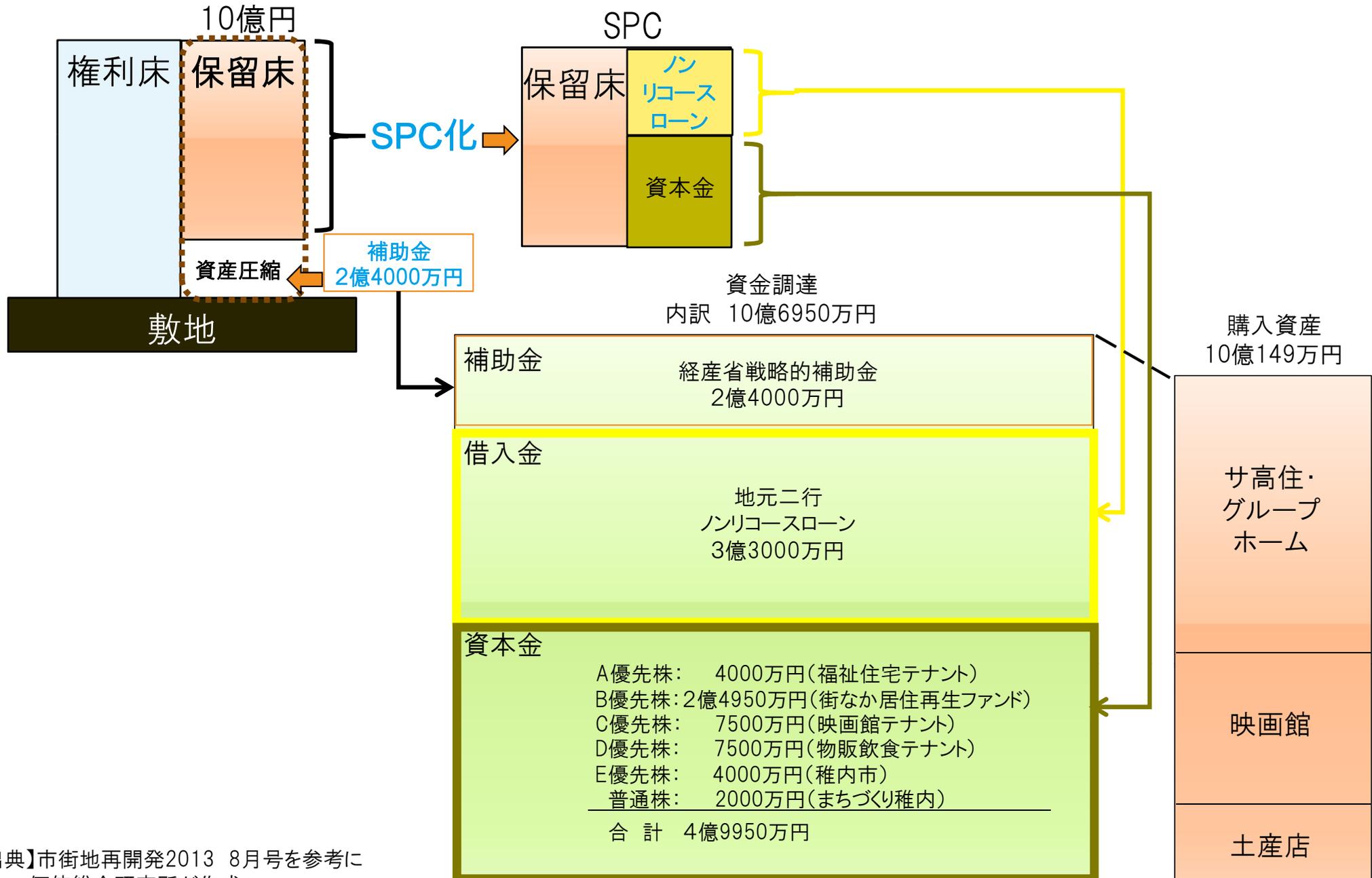
【資金調達(10億6950万円)】

- 補助金:経済産業省「戦略的中心市街地商業等活性化支援事業(2億4千万円)」
- 借入金:地元銀行2行(ノンリコースローン、3億3千万円)
- 資本金:街なか居住再生ファンド(2億4950万円)他 計4億9950万円

【備考】

- 保留床の買取を検討していた事業者の買取資金を出資金として資本金に計上
- 入居テナントの敷金を出資金として資本金に計上(長期入居するインセンティブ)

【保留床のSPC化による資金調達:スキーム図】



【出典】市街地再開発2013 8月号を参考に
価値総合研究所が作成

●プロジェクト背景

- JR稚内駅の建替えに伴う周辺整備計画と一体となったプロジェクト
- 関係者による議論を経て、複合施設として様々な機能を盛り込むことが固まっていたが、お土産ショップ、飲食ゾーン、グループホーム、サ高住などの保留床については、賃貸での事業運営に興味を示す事業者は現れたが、買い取ってまで事業を行う者は現れず計画が難航
- 床を借りる希望者がいるのであれば、保留床をSPCに所有させ、各事業者はSPCと賃貸借契約を結んでそれぞれの事業を行う方法が検討され、プロジェクトに至る

●成功要因の分析:資金調達の視点から

- バランスのよい資本構成
 - 補助金を用いて資本金・借入金を上手に割当
 - 自己資本を60%以上まで積んだこと等が決め手となり地銀2行でのシンジケートローンが可能に
- テナントからのコミットメント
 - 買取金や敷金の減額等の代わりに出資金に振り替えてもらい低配当とする
⇒長期にわたる事業継続を目的とすることへの同意を確保
 - 賃借する事業者(テナント)の高い信用力
⇒シンジケートローン審査の決め手のひとつとなる
- 市町村からのコミットメント
 - 賃借する事業者(テナント)の高い信用力
⇒シンジケートローン審査の決め手のひとつとなる
- 補助金等の活用
 - 経産省戦略的補助金の利用
 - 街なか居住再生ファンドの活用



【出典】キタカラホームページ

【物件概要】

- 構造:鉄筋コンクリート造り4階建て
- 用途:寄宿舎(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

【関係者】

- 医療法人(サ高住運営者)
- 地権者5名

【資金調達(7億円程度)】

- 借入金:米子信用金庫等計4行(ノンリコースローン、70%程度)
- 資本金:街なか居住再生ファンド、医療法人等地元関係者、(一社)まちなか米子弐号館

【備考】

- SPCと医療法人の間で賃貸借契約を締結(医療法人が建物を1棟借りし、賃料をSPCに支払う)
- 医療法人と入居者の間で賃貸借契約を締結(賃料収入を得る)

【スキーム図】

全体のアレンジャー：米子信用金庫



【出典】月間プロパティマネジメント 2015年 5月号

●プロジェクトの背景

- 米子信用金庫による地域活性化プロジェクトの一環
- 松田氏を中心とした人口動態に関する仮説検証と地域事情から街中に住まい、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とにスポットライトを当てた
- 「中心市街地の居住を促進する地域」となっていた場所に、適合高齢者専用賃貸住宅という形でプロジェクトを実施

●成功要因の分析:資金調達の視点から

- レンダーが大きなイニシアチブを発揮
 - 地域の金融機関が「地域活性化」の視点を持って案件をアレンジすることで、専門的な知見を以って具体的且つ個別に対応している
 - 第一号案件では、信用金庫という立場から地域振興に資する点を評価し、リスクを許容して25年程度の均等弁済に応じた
 - 第一号案件では、ノンリコースローンで対応する際に、サブリース会社(日本管理センター)と手を組み家賃保障制度を採用
 - 第弐号案件では、2行庫の私募引受
 - エクイティ部分の活用への具体的な関与・提案
- テナントからのコミットメント
 - 第弐号案件では、介護事業オペレーターを公募し、運営への規律付け・動機付けを図った
 - TMKの運営会社として、出資・拠出等にコミットさせる
- 補助金等の有効な活用
 - 街なか居住再生ファンドの活用



【出典】環境不動産普及促進機構HP 不動産証券化事例の紹介
「地方圏における中心市街地への取組みと課題」

【物件概要】

- 構造:鉄筋コンクリート造(地下1階、地上3階)
- 用途:シェア型賃貸物件
- 戸数:32戸
- 着工:2014年

【関係者】

- 建物所有者
- 任意組合
- 建物管理会社
- 出資者(1口100万円、5口以上200口以下)

【資金調達(8億円)】

- 共有持分(所有権)として出資者を募集(計800口)

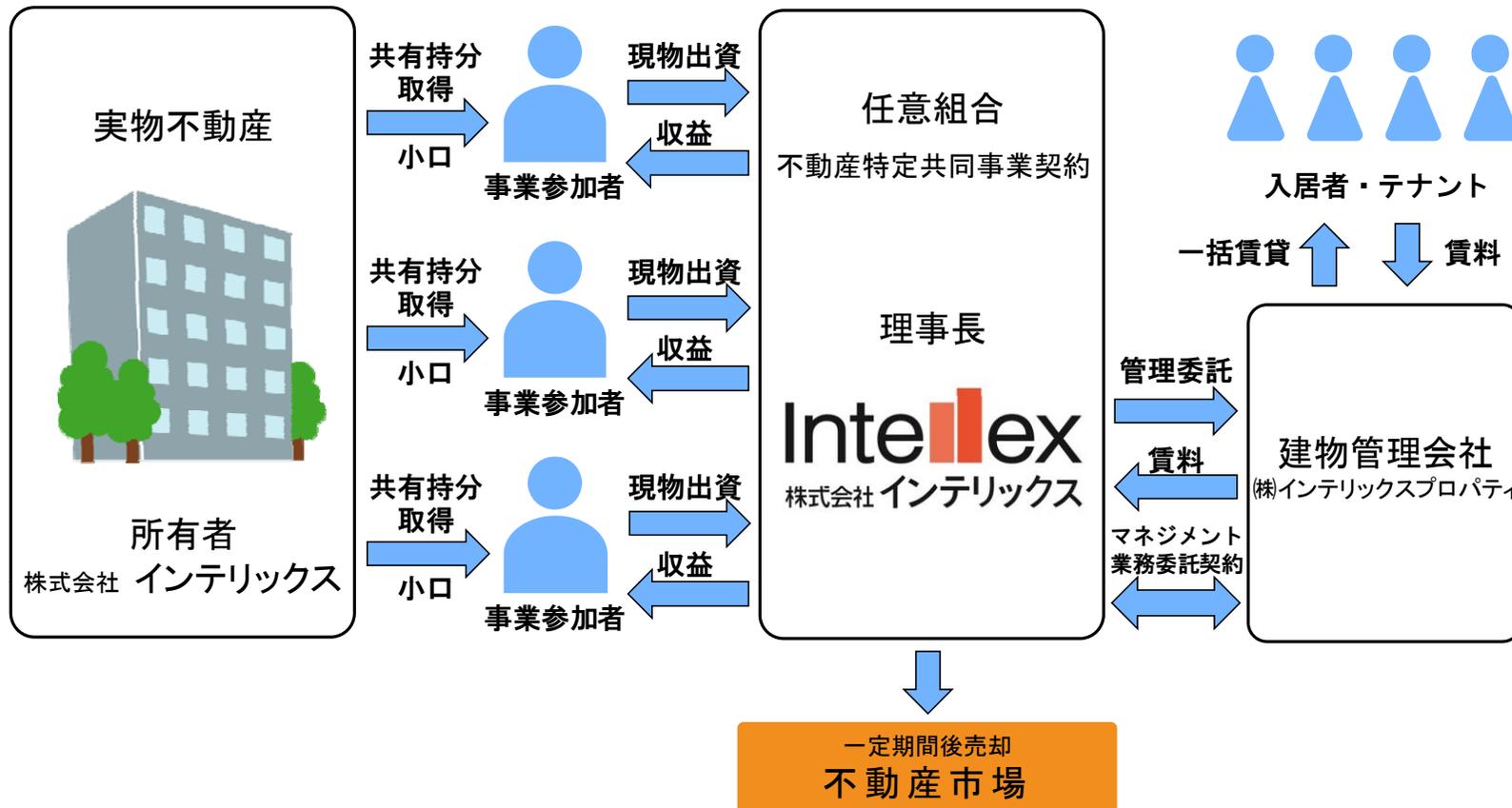
【備考】

- 賃貸管理や、数年ごとの修繕などはすべて建物管理会社・運営会社に一任
- 50年に及ぶ長期修繕計画を策定
- 30年後に売却

【スキーム図】

- 不動産特定共同事業法(任意組合型)を活用した不動産小口化商品「アセットシェアリング」の販売事業開始を公表(平成27年4月7日)
- 1棟の不動産を1口100万円単位に小口化し、共有持分(所有権)で販売

【アセットシェアリング原宿の仕組み】



- 現在満室稼働中の「ソーシャルアパートメント原宿」を初弾として、シェア型賃貸物件を5口以上200口以下で販売(表面利回り4.5%、NOI3.3~3.4%の見込み)
- 総額約8億円、運用期間は30年(予定)

● プロジェクトの背景

- 税制改正による新たなニーズに応えるための商品の開発

● 成功要因の分析: 資金調達の見点から

- 税制改正に伴う一定の投資家層への呼び水効果
 - 賃貸マンションを保有するには、ワンルームでも都心では3千万を超える。流動性含めて金額としては大きく、共有で保有するとしても、分別管理が難しく、相続においては争いの種となる可能性
 - 従来の投資用不動産は修繕計画が甘く、資産価値の劣化が早い
 - 実物不動産を上記のような懸念材料なしに、資産性を保持しながら投資し相続したい投資家へのアピール効果がある
- 不動産業者と投資家との関係性
 - 不動産業者(インテリックス)が仕入れ・再生・販売の一連を担うことで、投資化志向の物件再生(リノベ)ができ、より資金調達しやすくなっている
 - あえて匿名組合出資(金融商品)とせず、任意組合形式にて不特法を活用することで投資家の声を聞いたうえでの仕入れ・リノベが可能に



【出典】インテリックス社ホームページ

【物件概要】

- 対象物件は昭和52年に建設された木造2階建ての建物
- 1階部分は店舗(満室)、2階部分は賃貸物件(6室、そのうち5室が長期間空き室)

【関係者】

- 建物所有者
- 木賃デベロップメント(不動産業者、設計者、施行業者の3者で構成されるチーム)

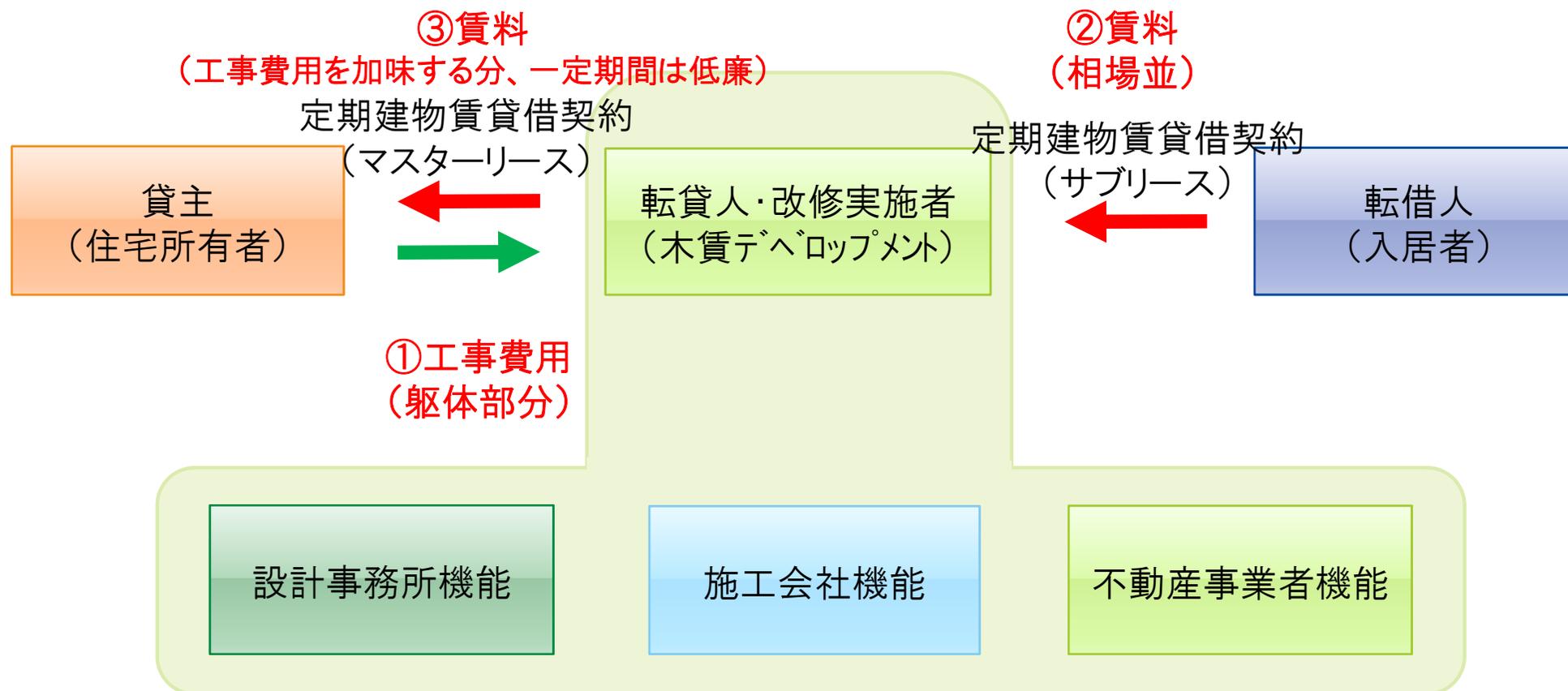
【資金調達】

- 所有者:建物の躯体、外装部分
- 木賃デベロップメント(不動産業者、設計者、施行業者の3者で構成されるチーム):内装、水回り部分

【備考】

- 所有者と木賃デベロップメントとの間で定期借家契約を締結(不動産業者が管理委託)
- 木賃デベロップメントが転貸
- 木賃デベロップメントは賃料収入から調達資金を回収(6年程度)

【スキーム図】



【出典】国土交通省住宅局住宅総合整備課
個人住宅の賃貸流通促進のための改修及び賃貸スキーム構築を目的とした事業調査業務

●プロジェクトの背景

- 商店街に面し、駅徒歩1分の立地にもかかわらず長年空き室となっていた建物
- 不動産業者が建物管理を住宅所有者から受託
- 住宅所有者からリフォームの相談を受けるも、住宅所有者は資金不足のため改修工事費の捻出が不可能(原状回復費用は1室約25万円程度と積算)
- 不動産業者(信託銀行出身)、設計士、施工者が得意分野を担当することで再生を計画

●成功要因の分析:資金調達の視点から

- 不動産業者がイニシアチブを持つ改修と運営
 - 不動産業者、設計事務所及び施工会社とオーナーで物件の価値を高めるための改修費を分担することで、リスクを分散
 - 設計事務所、施工会社が管理運営の一連の流れを内部化することでコストを削減
- オーナー(所有者)からのコミットメント
 - 一定の負担をオーナーも背負うことで、当事者意識を担保(共同事業者としての役割)

【改修前】



【改修後】



【出典】国土交通省住宅局住宅総合整備課

個人住宅の賃貸流通促進のための改修及び賃貸スキーム構築を目的とした事業調査業務

【事例6】京町家借上げ転貸(借地権付建物)①

【物件概要】

- 構造:木造二階建て
- 用途:居住用
- 事業開始:平成24年4月(事業期間平成24年7月から平成28年4月)

【関係者】

- オーナー
- マスターレシーとしての不動産会社
- 転借人(入居者)

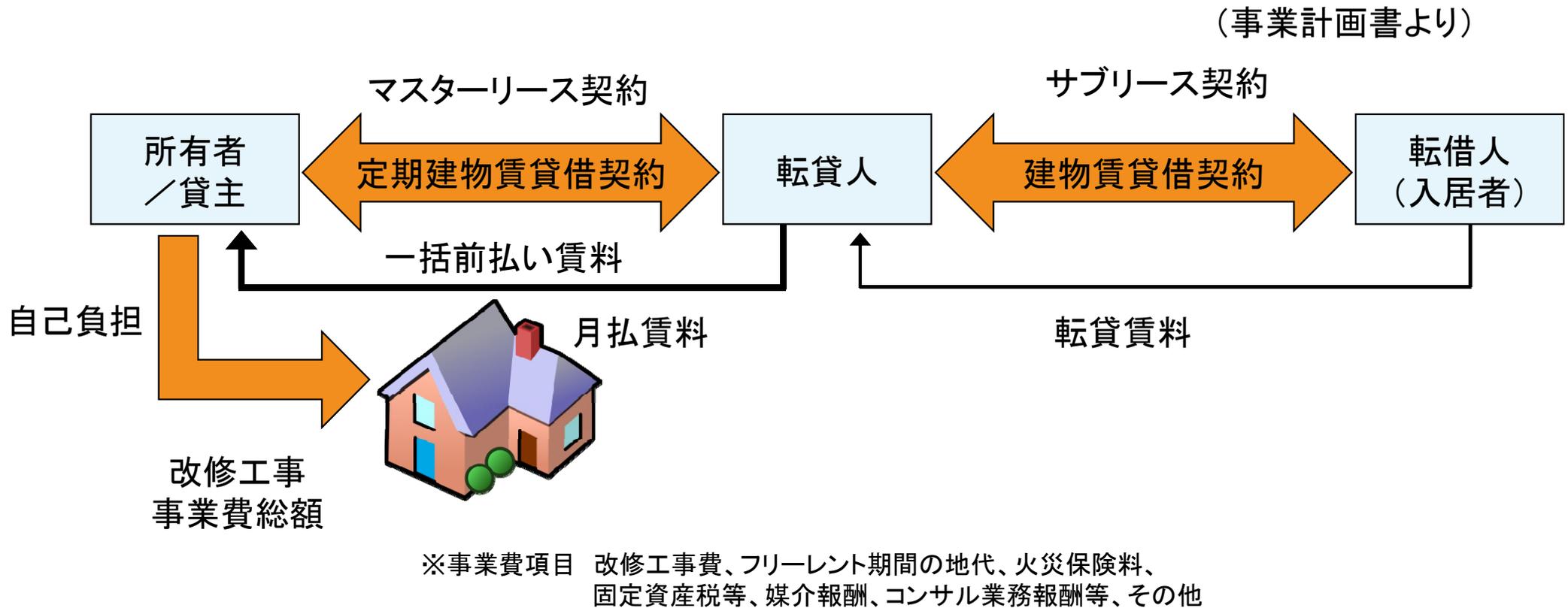
【資金調達】

- 前払い賃料:転貸人からの一括前払い。転借人(入居者)からは月額賃料を回収
- オーナー:改修工事等

【備考】

- 事業期間は48ヶ月のうち6ヶ月はフリーレント期間

【スキーム図】



契約書抜粋

乙が、第12条により本契約を解約することができるのは、転勤、療養、親族の介護その他やむを得ない事情により、建物の賃借人が建物を自己の生活の本拠として使用することが困難となったときなど、借地借家法第38条第5項の定めにより解約の申し入れをする場合に限る。

●プロジェクトの背景

- 東京等からの移住居住希望者が多く、物件に対するニーズが高い
 - 不動産売買ではなく不動産賃貸を希望する移住希望者が多い
- 所有する物件(京町家)を手放したくないと考える住宅所有者がほとんど
 - 築年数が古く、住宅所有者が改修するには費用が高額のため市場に出回りにくい

●成功要因の分析:資金調達の視点から

- 不動産業者がイニシアチブを持つ改修と運営
 - 不動産業者とオーナーとで物件改修費のリスクを分担
 - 不動産業者としてノウハウのある業者が改修・運営を担っているだけでなく、資金調達回収リスクを不動産業者が背負うことで、物件再生への障壁が軽くなる
 - 貸主に対して前払賃料を渡すことで、借主は金融機関より調達せずに資金調達が可能に
- オーナー(所有者)からのコミットメント
 - 一定の負担をオーナーも背負うことで、当事者意識を担保

【改修前】



【改修後】



「出典:京町家等継承ネット(事務局:(公財)京都市景観・まちづくりセンター)リーフレットより」

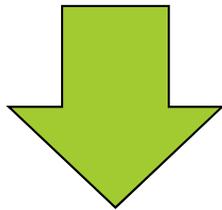
●再生事例からの示唆

- 大都市圏に近く、経済性の高い大きなアセットであればあるほど質・量の両方の観点から投資家を確保しやすい
- 大都市圏に近く、経済性の高い大きなアセットであればあるほど、物件再生のオリジネーターの動きが早い
- 大都市圏に近く、経済性の高い大きなアセットであればあるほど、既存制度等の仕組みをそのまま適用しやすい

⇒ 地方の小型・特殊案件であればあるほど、既存制度等の仕組みのアレンジや、複数の手法の組合せが必要
⇒ したがってコストがかかる

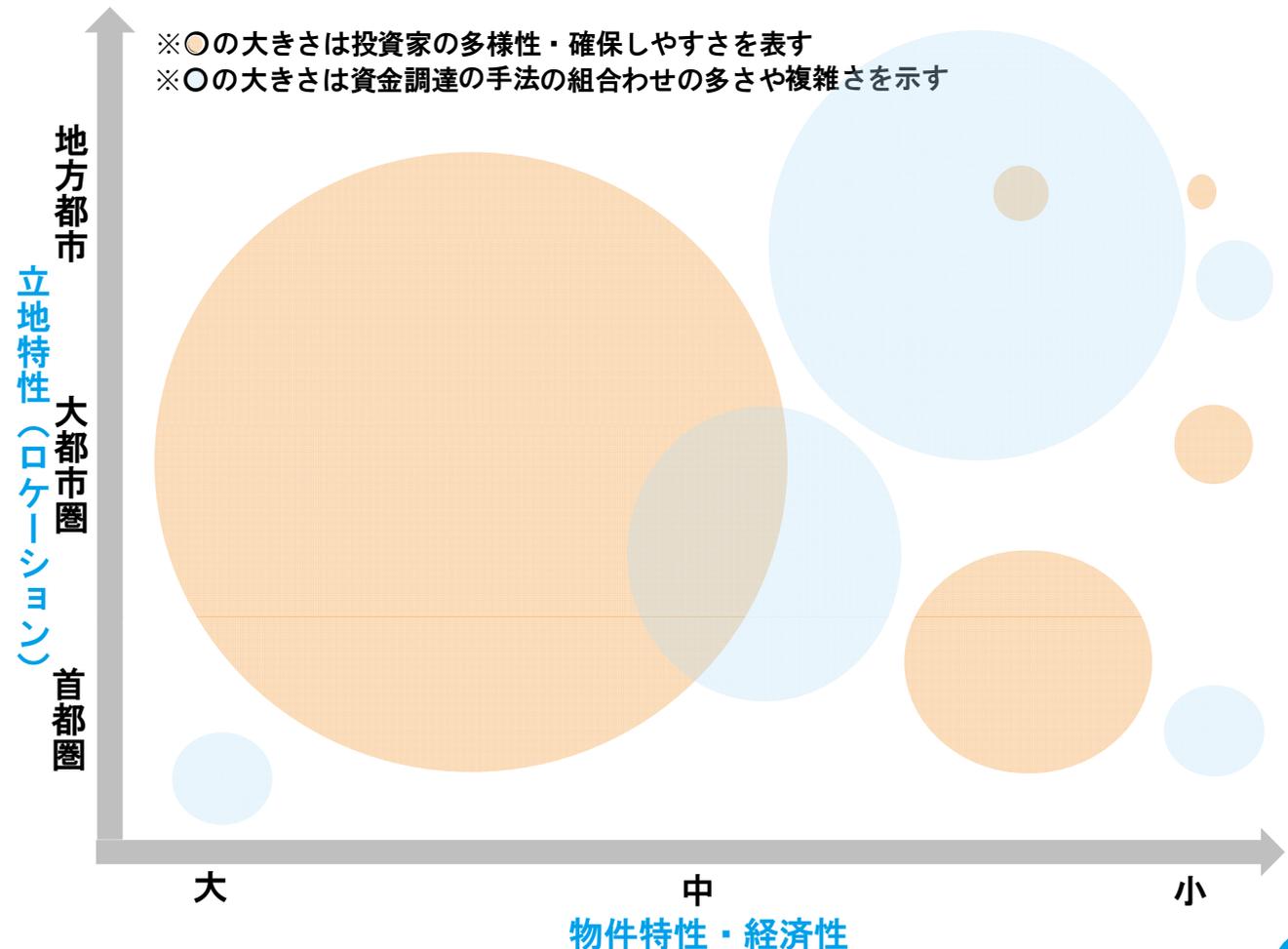
- 地方都市では、官・金融機関の積極的なコミットメントがプロジェクト成功の鍵に

⇒ 地方の小型・特殊案件は適切なプロジェクトイニシエーターがいるかいないかが鍵に

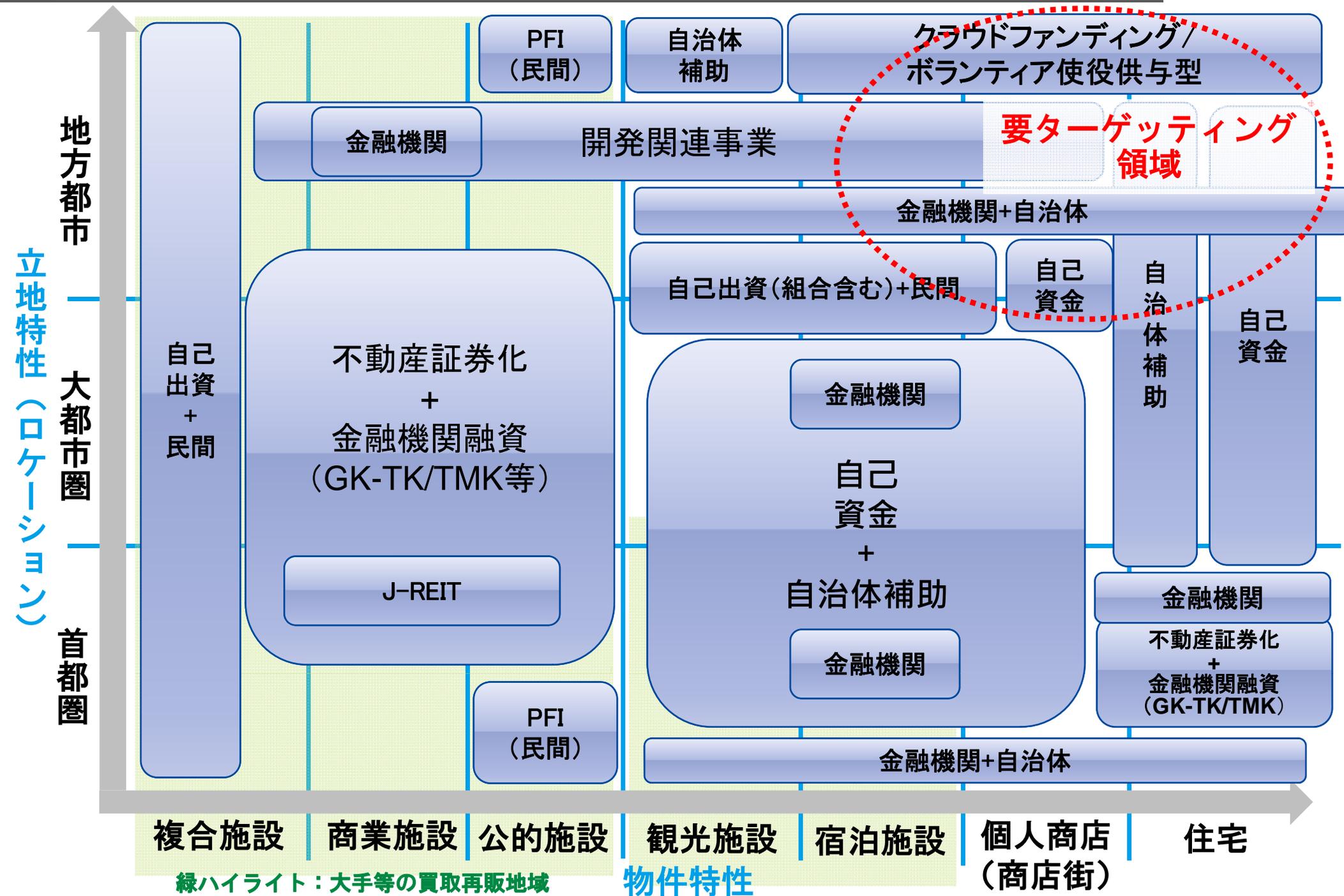


大都市圏で経済性の高い大きなアセットの資金調達
⇒ 既存のビジネスモデル

地方都市での経済性の低い小さなアセットに不動産ストック再生議論のターゲットエリアを絞る必要あり



事例の類型化 ～資金調達手法を物件特性・立地特性で類型化～



【東急リバブルの地方・低未利用不動産活用方針】

- 昨年、不動産仲介大手の東急リバブルが商業施設の取引市場拡大に向けて始動
- 再生可能性が高く収益改善余地の大きい商業施設を選び抜き優良案件として投資家へつなげるサービスを開始
- 東急リバブルにとっては**地方の市場**は正にブルーオーシャン

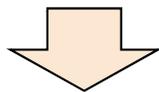
H27に商業施設案件取扱高を地方物件含め1,000億まで積み上げる

■ 地方物件に投資するメリット

- ◆ 都心部(銀座など)の地価は高騰が激しく、その分下ぶれリスクが大きい
- ◆ 地方都市は取引が過熱しにくい分、価格変動が穏やかで下ぶれリスクは限定的
 - ⇒ **賃料の変動幅は低い**
 - ⇒ J-REIT物件などとはポートフォリオの性質が異なる

■ 投資家が地方物件投資に二の足を踏む理由

1. 取得基準から外れた物件が多い
2. よくわからない(マーケット動向含め)という不安要素



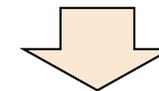
マーケットの整理をした上で収益改善に向けた具体的な筋道を立てれば投資家の理解を得ることも可能

【不動産投資における各商業施設の市場ポジション】



【東急リバブル:大手としての取り組み】

- どういった物件が投資対象になり、またならないのか
- 投資対象になりにくい物件のタイプや特徴は何か 等



上記論点の整理を行うことで、**どういった商業施設系の物件で低未利用化が進むのか・対策を講じるべきかを明らかにする必要がある**