

不動産証券化ジャーナル

共に市場を創る

●特集 地方創生における不動産証券化の役割



ささやまじょう
篠山城 大書院

丹波篠山 デカンショ節 -民謡に乗せて歌い継ぐふるさとの記憶- (兵庫県 篠山市)

かつて城下町として栄えた丹波篠山の地では、江戸時代の民謡を起源とするデカンショ節によって、地域のその時代ごとの風土や人情、名所、名産品が歌い継がれている。

地元の人々はこぞってこれを愛唱し、民謡の世界そのままにふるさとの景色を守り伝え、地域への愛着を育んできた。

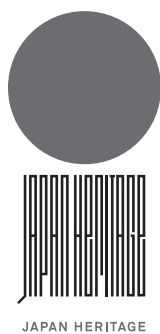
その流れは、今日においても、新たな歌詞を生み出し新たな丹波篠山を更に後世に歌い継ぐ取組として脈々と生き続けており、今や300番にも上る「デカンショ節」を通じ、丹波篠山の町並みや伝統をそこかしこで体験できる世界が展開している。

写真は、国史跡の篠山城 大書院。デカンショ節「並木千本 咲いたよ咲いた 濠に古城の 影ゆれて♪」他幾度となく歌詞の中で歌われる篠山城跡は、天下普請により慶長14年(1609年)、徳川家康が山陰道の要衝に築いた城であり、平成12年(2000年)には大書院が復元され一般公開されている。現在は、三の丸跡をデカンショ祭の主会場とし、篠山城跡の存在は市民の心のシンボルとなっている。

大書院は慶長14年(1609年)の篠山城築城と同時に建てられた。昭和19年(1944年)1月6日夜焼失したが、篠山市民の熱い願いと尊い寄付によって平成12年(2000年)3月再建された。大書院は木造住宅建築としては非常に規模が大きく、現存する同様の建物の中では京都二条城の二の丸御殿遠侍に匹敵する建物。二条城の御殿は将軍が上洛したときの宿所となった第一級の建物ということから、大書院は一大名の書院としては破格の規模と古式の建築様式を備えたものといえる。

表紙は、「日本遺産 (Japan Heritage)」に認定されたストーリーとそれを紹介する写真です。

日本遺産は、地域の歴史的魅力や特色を通じて我が国の文化・伝統を語るストーリーを「日本遺産 (Japan Heritage)」として文化庁が認定するものです。



「日本遺産」ロゴマークについて

日の丸は日本を表し、その下の縦格子のように見える繊細な線の集合は、よく見ると JAPAN HERITAGE の図形文字です。この線の集合は、ひとつの「面」を形づくっています。つまり、日本の遺産を点から線へ、そして面で捉える「日本遺産」を表現しています。



松本 浩志

農中情報システム株式会社
前 代表取締役社長
(不動産証券化協会フェロー)

今日、人工知能（AI）やIoTといった高度なICT（Information and communication technology）技術の進展にはすさまじいものがある。若干旧聞に属するが、人工知能と囲碁のプロ棋士との勝負で人工知能が勝利したということがあった。今までは、将棋やチェスの勝負では既にコンピューターが勝利していたが、囲碁のようなより複雑なゲームでは、まだ、人間の方が強いと言われていたので、人工知能が勝利したということが大きな話題となったのであろう。最近の人工知能は、第三世代と言われているもので、ルールベースの第一世代、確率モデルの第二世代と比較すると、自ら大量のデータからルールを自動学習するいわゆるディープラーニングと呼ばれる機能により、人間の脳と同じように学習する「脳モデル」であることが特徴的となっている。

また、IoT（Internet of Things）が本格的に普及するとも言われ始めてもいる。モノのインターネットとも呼ばれるIoTでは、スマートフォン、自動車、家電、ウェアラブル端末等々のさまざまな製品（モノ）がインターネットとつながることで多様なデータを取得でき、それらを活用して今までになかったビジネスの創造や仕事のやり方の大きな変革が予想されており、我々の生活が大きく変わることになると言われている。たとえば、ITとあまり親和性がないと言われている農業分野においても、気温や湿度等のデータを自動的に取得し、それに応じて水やりや肥料、農薬等を最適にコントロールして安定した生産につなげることや、牛

ICT の進展に思う

の分娩事故等を減らすためにセンサーを使って母牛の分娩時期を把握する遠隔監視システムが開発・導入される等様々な取組みが既に始まっている。

金融界においても、フィンテック（FinTech）が大きな話題である。最近のICT技術の急速な進歩、即ちモバイル、個人認証技術、クラウド、ブロックチェーン、ビッグデータ等に加え、スマホ等の端末の革新とコストの低下により裏付けされた多様な技術革新は金融業を大きく変える可能性があると考えなければならない。このような技術は金融機関に限らず誰にでも手掛けられるものであり、既存の金融サービスを補完する場合や他業態が新ビジネスとして取組み、競合することになる場合もある。その意味で、フィンテックは、間違いなく広い意味での金融業なり、金融市場等に大きなインパクトを与えていくことになることは間違いない。

このように、ICTはいろいろな分野で急激な進展を見せており、今後、社会の利便性や効率性を飛躍的に高めるなど、さまざまな面で大きな変化を起こしていくことであろう。しかしながら、このような変化は、我々にとって決して好ましいものばかりではない。例えば、人工知能により我々の仕事が代替されることになれば、生産性は向上するものの、失業者が増加するというような問題なども起こってくるであろう。

今までも、これからもICTの進展が、いろいろな社会問題を引き起こすことになることは否定できないが、だからと言って、ICTの進展の流れを押しとどめようとしても、もはや不可能である。我々にできることは、ICTを人間や社会と融和させ、ICTを基盤とした新しい社会をいかに創りだしていくか、我々の知恵と努力を傾注することであると思うが如何であろうか。

不動産証券化ジャーナル

共に市場を創る

CONTENTS

Special

巻頭言	ICT の進展に思う	3
	松本 浩志 農中情報システム株式会社 前 代表取締役社長 (不動産証券化協会フェロー)	

特集		6
----	--	---

地方創生における不動産証券化の役割

地方創生に向けた取組の現状	8
---------------	---

内閣官房まち・ひと・しごと創生本部事務局

地方都市の不動産証券化について	10
-----------------	----

松野 憲治 国土交通省 土地・建設産業局 不動産市場整備課 課長補佐

●事例紹介

不動産特定共同事業法特例事業スキームを活用した再開発	13
----------------------------	----

株式会社青山財産ネットワークス

北海道における証券化による資金調達を利用した不動産開発	17
-----------------------------	----

アルファコート株式会社

地域開発事業における地域市民ファンドの活用	22
-----------------------	----

フィンテック グローバル株式会社

●Jリート

日本全国に広がるJリートによる投資 ~ホテル、物流、ヘルスケア~	27
----------------------------------	----

●公的支援紹介

耐震・環境不動産形成促進事業について	38
--------------------	----

一般社団法人 環境不動産普及促進機構

まち再生出資業務	41
----------	----

一般財団法人 民間都市開発推進機構

NEWS	46
------	----

第14回 定時社員総会・懇親会を開催

平成29年度「制度改善要望」・「税制改正要望」の概要	59
----------------------------	----

進取果敢	68
------	----

日本の成長戦略を支えるアセットマネジメント

日比野 隆司 大和証券株式会社 代表取締役社長

トップインタビュー	70
-----------	----

加藤 篤志氏に聞く

スターアジア投資顧問株式会社 代表取締役社長

Market

不動産市場のセクター別見通し CBRE フォーラム 2016 より … 73

大久保 寛

CBRE リサーチ エグゼクティブディレクター

Business Trend

インフラ・PPP 投資市場の幕明け … 78

第11回 空港事業の民営化とコンセッション方式⑥
～その他の空港の民営化検討状況と課題(上)～

福島 隆則

株式会社三井住友トラスト基礎研究所 投資調査第1部 主席研究員

Practical Study & Research … 85

第11回 変わる東京オフィスマーケット

～ データでみる現状と需給動向からこれからを考える ～

中山 善夫

株式会社ザイマックス不動産総合研究所 代表取締役社長

山方 俊彦

株式会社ザイマックス不動産総合研究所 マネジャー

Colum

岡野先生の不動産歴史探訪 20 … 93

江戸から明治へ、町並みの変遷

岡野 淳

青山リアルティ・アドバイザーズ株式会社 顧問

Law, Accounting
& Tax

不動産関連取引実務に対する民法改正の影響 (7) … 95

井上 博登

長島・大野・常松法律事務所 弁護士

山中 淳二

長島・大野・常松法律事務所 弁護士

齋藤 理

長島・大野・常松法律事務所 弁護士

不動産ファンドに関する国際財務報告基準 … 99

第43回 国際財務報告基準による投資不動産に係わる開示 II

清水 毅

PwCあらた有限責任監査法人 パートナー 公認会計士

太田 英男

PwCあらた有限責任監査法人 パートナー 公認会計士

藪谷 峰

PwCあらた有限責任監査法人 ディレクター 公認会計士

ARES MASTER

平成28年度ARES マスターフォーラム 実施報告 … 105

第11回ARES マスターコンベンション開催報告 … 106

Essay

ニューヨークとその近郊から③ … 107

海外赴任は家族をどうやる?
諸般の事情により該当記事を削除しました
岩瀬 正典

ARES Information

… 109

書評 … 111

2016年版 レンダーデータ集

エコまち塾

● 特集

地方創生における 不動産証券化の役割

日本経済は緩やかな回復基調が続いています。金融緩和で潤沢になった資金が不動産投資に向かい、またインバウンドの影響によるホテル用地や商業施設用地の需要の高まりは、地方の中心都市にも波及しています。本年7月1日に発表された路線価をみても、全国平均は前年を0.2%上回り、リーマン・ショック前の2008年以来、8年ぶりに上昇に転じました。

Jリートによる保有不動産額は約15兆円(2016年6月末現在)。初の銘柄が上場した2001年9月の約3,200億円から市場規模は大きく拡大しました。また対象資産に、物流施設、ホテル、ヘルスケア施設が加わったことで、投資先は地方へも広がりをみせてきています。

ARESでは、不動産投資市場の持続的な成長は、都市再生ならびに地方創生をさらに後押しするため不可欠であり、投資対象資産の多様化が進み、不動産証券化スキームの安定性と競争力が増すことで、不動産投資市場が成長産業を資金面から支えることができると考えます。本特集では、地方創生における不動産証券化の役割をまとめてみました。

- 
- (仮称) 小松駅
南ブロック複合施設

株式会社青山財産ネットワークス



- 旭ヶ丘プロジェクト
- 宮の沢プロジェクト
- 稚内プロジェクト

フィンテック グローバル株式会社

- 篠路駅西口地区の
第一種市街地再開発
 - 恵庭駅西口の
第一種市街地再開発
- アルファコート株式会社

- **地方創生に向けた取組の現状** 8-9p
内閣官房まち・ひと・しごと創生本部事務局
- **地方都市の不動産証券化について** 10-12p
国土交通省 土地・建設産業局 不動産市場整備課
課長補佐 松野 憲治
- **事例紹介：不動産特定共同事業法特例事業
スキームを活用した再開発** 13-16p
株式会社青山財産ネットワークス
- **事例紹介：北海道における証券化による
資金調達を利用した不動産開発** 17-21p
アルファコート株式会社
- **事例紹介：地域開発事業における
地域市民ファンドの活用** 22-26p
フィンテック グローバル株式会社
- **日本全国に広がるJリートによる投資
～ホテル、物流、ヘルスケア～** 27-37p
- **公的支援紹介：耐震・環境不動産形成促進事業について** 38-40p
一般社団法人 環境不動産普及促進機構
- **公的支援紹介：まち再生出資業務** 41-45p
一般財団法人 民間都市開発推進機構

地方創生に向けた 取組の現状

内閣官房まち・ひと・しごと創生本部事務局

「地方創生」という言葉が発表されてから、間もなく2年になる。日本創成会議が発表した2040年における各自治体の推計人口や自治体の消滅可能性という将来像が、マスメディア等に大きく取り上げられたのを記憶されている方も多いと思う。確かに、このまま何の手も打たず「少子高齢化」と言われる現状が続けば日本の人口は今後急激な減少局面に入り、21世紀末には約5,200万人、22世紀末には約1,500万人、23世紀末には約460万人にまで減少するとの試算もある。首都圏を初めとした都市部在住の方はあまり実感が湧かないかもしれないが、すでに人口減少は始まっている。平成27年の数字を見ると、年間約12万人が東京圏に流入しており、その大半は15～24歳の地方出身の若者である。流入による社会増によって東京圏の人口が増加している一方で、地方では確実に人口減少が進んでいるのである。ところで、日本全体の人口を考えると、どこへ移動しようと国内にいれば問題がないのではと思われるかもしれないが、実態はそうではない。東京都は全国で最も合計特殊出生率が低く、東京に人口が集中することは、少なくとも現状を見る限り将来の人口減少が加速することを意味している。このまま時間が流れ、衰退しきつ

た地方からの人口流入が止まれば、東京は一気に高齢化していくのである。食料を供給し、再生可能エネルギーを供給し、またより多くの子供を育てる地方が衰退し、東京だけに人があふれるという将来像は考えられない。

我々としては、何とかしてこの東京一極集中の流れを止め、再び地方に人が流れるようにすべく施策を進めているところである。こういった場合、かつては地方において公共事業を行うことで対応することがあったが、そういった一過性の対処療法ではもはや対応しきれない。ひとくちに地方と言っても、比較的人口が集中する県庁所在地のような地域と、過疎化が進む中山間地域とは求められる対応は当然異なってくる。そのために、省庁の縦割りを廃し、全国一律の横並びを廃し、それぞれの地域が抱える課題やその背景を地域が主体的に考え、国はそれを伴走的に支援していくことが必要であると考えている。

施策の一例を挙げると、東京圏在住の地方出身学生の地方還流や地元在住学生の地方定着を促進し、特に若者の地方への還流を図るため、地元学生だけでなく東京圏の学生が地元企業でインターンシップができるよう、「地方創生インターンシップ事業」を

全国的に展開していきたいと考えている。これには、国だけでなく地方自治体や大学、そして受入側である企業の協力が欠かせず、実施に向けて準備を進めているところである。また、これまで何かと私生活よりも仕事に力点を置きがちだった働き方を見直す「働き方改革」がある。長時間労働が当たり前で、女性は妊娠すると仕事を辞めてしまい、男性は育児よりも仕事を優先しがち、という社会では、「子供を持ちたい」「2人、3人と育てたい」という希望を実現することは困難である。取組を始めている企業からは、女性に限らず男性も育児休暇の取得を促進したことで社員の退職が減り、長い目で見れば同じ社員が営業を続けられることから顧客の満足度も高いといった声も聞くことができる。

このような「しごとの創生」と「ひとの創生」によって、「しごと」が地方に「ひと」を呼び、「ひと」が「しごと」を呼び込む好循環を確立することが重要である。その上で、「しごと」と「ひと」の好循環を下支えするために必要なのが、人々が地方での生活やライフスタイルの素晴らしさを実感し、安心して暮らせるような、「まち」の集約・活性化である。ただし、「まち」と一口に言っても、中山間地域、地方都市、大都市圏等それぞれで課題は異なり、地域特性に応じた処方箋が求められている。

中山間地域の場合、生活機能の維持が問題になっており、「小さな拠点」の形成を推進している。小さな拠点とは、基幹の集落に公共サービス機能などを集約して、生活機能の維持を図るものである。例えば、岡山県新見市では、延床面積約5,000㎡の公共施設に、役場機能や図書館、生涯学習センター、医科・歯科診療所を集約している。

また、地方都市の場合も都市機能を維持するためにコンパクトシティ化が求められている。そこで、昨年

3月に関係省庁による「コンパクトシティ形成支援チーム」を設置し、コンパクトシティ形成に向けた市町村の取組が一層円滑に進められるよう、省庁横断的に支援している。

しかし、こうした施策によって「密度の経済」を実現し、人が歩ける、賑わいのあるまちづくりを進めようとしても、人口減少により減りつつある域内の生活需要を対象としているだけでは、どこに投資をしようと、どこかが賑わえばどこかが賑わいを失うという、需要の食い合い現象を生む。もし新たに賑わいを創出しようとするのであれば、域外の観光需要、若年者の新たな創業、伸びる高齢者サービス需要など、新たに成長が期待されるサービス需要の掘り起こしと一体となった、「稼げるまちづくり」を進める必要がある。

そこで、本年3月に「日本版BID^{※1}を含むエリアマネジメントの推進方策検討会」を設置し、海外のエリアマネジメントの先進事例や大阪市など国内の取組事例を参考に、我が国のエリアマネジメントの推進方策について検討を行い、6月30日に中間とりまとめ^{※2}を行った。BIDとは、欧米等において、地理的に区画された地区で、不動産所有者等からの負担金により、その地区の維持管理、プロモーションなどを行う制度である。この中間とりまとめでは、成熟期を迎える我が国の「まち」が持続可能な運営を行っていくためには、行政が主導する「つくる」まちづくりから、官民が協調しエリアの魅力を高めていく「育てる」まちづくりへ転換することの必要性が提示されている。

以上は概要ではあるが、「まち」は「しごと」と「ひと」の好循環を支えており、地方創生の重要なポイントであることがお分かりいただければ幸いである。

※1 Business Improvement District

※2 <http://www.kantei.go.jp/jp/singi/sousei/about/areamanagement/index.html>

地方都市の 不動産証券化について

松野 憲治

国土交通省
土地・建設産業局 不動産市場整備課
課長補佐

1. 地方都市における 不動産証券化の意義

地方都市では、人口減少と少子・高齢化、地場産業の停滞などによる活力の低下が進む中で、コンパクト化を図って機能的なまちづくりを進める地域や、インバウンド観光需要や地方移住等、新しいニーズを背景に成長を見せている地域もある。

このような経済・社会の動向に対応して地域の魅力を高め、地方創生を進めるためには、再開発やコンバージョン等により既存ストックの有効活用を進め、持続可能な都市構造への再構築を行い、地域の生活に必要な都市機能（医療・福祉、商業施設等）の整備や、地域の魅力を高める施設（ホテル・旅館等）の整備を進めていく必要がある。

地方都市におけるこのような不動産の需要に対応するため、不動産証券化手法の活用の推進が期待されており、国土交通省では、制度整備、人材育成等を通じて、地方都市における不動産証券化の普及を促進している。本年3月に不動産投資市場政策懇談会において取りまとめられた提言「不動産投資市

場の成長戦略」においても、「地域を活性化する不動産ストックの再生」として、「志ある資金等を活用して地域の空き家・空き店舗等を再生する「ふるさと再生投資」事業のための枠組みの整備」や「耐震化、環境改修、観光・物流・ヘルスケア施設の再生等を促進するための不動産特定共同事業制度の充実」、「地方における不動産証券化に関する人材育成支援」、「地域活性化に資するPRE（公的不動産）の民間活用の推進」等が掲げられている。

2. 地方都市における 不動産証券化の普及の取組

従来不動産証券化手法は比較的収益性が高い大都市における不動産への活用事例が中心となっていたが、平成25年の不動産特定共同事業法改正では、倒産隔離されたSPCを活用して現物不動産に投資することを可能とし、これにより地方の老朽・低未利用不動産の再生を推進することとされた。しかし、地方都市ではまだ不動産証券化手法を担う人材が十分ではないという認識の下、その附帯決議において、「地域の金融機関等が積極的に事業参加し、有効

な不動産ストックの形成に資するよう、制度について周知するとともに、地域の不動産投資市場を担う専門知識を持った人材の育成に努めること。」とされた。

これを踏まえ、平成26年度から「地域における不動産証券化手法の活用促進に向けた人材育成事業」を実施し、地方都市におけるワークショップの開催等を通じて、地方都市における不動産証券化手法の活用を促進するための課題の抽出・整理を行った。同事業の中で、参加者からの意見として具体的な事業を進める中でノウハウを習得したいという意見があったことも踏まえ、平成27年度は同事業を発展させ「地方都市における不動産ファイナンスの環境整備事業」を開催し、地元不動産会社、地域金融機関等が連携して設置する協議会に対して、不動産証券化の知見を有する都市銀行や不動産運用会社等の専門家を派遣し、実際の不動産証券化プロジェクトを進める中で課題の解決とノウハウの蓄積・共有を図った。

この事業では、地域ごとに異なる社会経済状況の中で、事業の構想段階にあるものから着工に向けたストラクチャーの検討に入るものまで幅広い段階の案件が対象となったが、結果として案件形成のそれぞれの段階における課題が明らかになった。詳細は同事業においてとりまとめた「地方都市の不動産証券化ガイドブック」を参照されたいが、主なポイントとしては、利益率が必ずしも高くなりにくい環境でリスクをとって事業主体となる事業者が現れない場合でも、地域の関係者でリスクを分担して事業を構築することができることから、行政も含めて地域の関係者の合意の下でプロジェクトを進める際に不動産証券化手法が有効であることが確認されたことが挙げられる。

3. 今後の取組

平成25年に改正された倒産隔離型の不動産特定共同事業は次第に活用事例が現れ始め、平成28年7月12日時点では特例事業者数25件、総額約743億円となった。しかし、実際の運用が進められていく中で新たな課題も顕在化しつつある。

まず、地域で増加する空き家・空き店舗等の再生が課題になっている中、このような小規模の不動産の再生を行おうとする事業者にとって、不動産特定共同事業の許可基準のハードルが高いため、小規模不動産事業に不動産特定共同事業が活用されるよう、投資家保護とのバランスを斟酌しつつ、枠組みの検討を進める必要があると指摘されている。また、近年クラウドファンディングを活用して、事業を応援したいという投資家から小口資金をインターネット上で募り地域活性化事業を行う事例が増えているが、不動産特定共同事業法では書面での取引が前提となっており、クラウドファンディングに対応していないため、電子化への対応を検討する必要があることも指摘されている。

次に、既存の不動産特定共同事業についても、倒産隔離型の特例事業スキームについて、プロ投資家に限定されている事業参加者のあり方や、投資家の特性に応じた規制のあり方等、良質な不動産ストックの円滑な形成に向けて制度の柔軟化を図ることも求められている。

さらに、地方における不動産証券化に係る人材の育成についても継続して取り組んでいく必要があり、地方都市における不動産ファイナンスの環境整備についても、昨年度にとりまとめたガイドブックを活用して引き続き取り組むとともに、平成26年度から取り組んでいる地方自治体向けのPREの活用に係る人材育成についても、引き続き取り組んでいく方針である。

4. 最後に

政府では経済成長の果実を地域の隅々にまで行き渡らせることを政策の主要課題に位置づけ、国土交通省を始め関係各省がまちづくりや産業基盤の整備、中小企業の振興、新産業の育成等のための補助金、税制、政策金融を始めとした各種支援策を講じ、地方創生に向けた取組を進めているところであ

る。不動産証券化手法は、このような各種支援を活用して、地域の行政、住民、企業、金融機関が協力して、リスクを分担し、地域に必要な基盤を整備する手法である。

当課では不動産特定共同事業制度の充実や人材育成を中心として地方都市における不動産証券化の活用を推進し、地方創生に貢献していく所存である。

特集：地方創生における不動産証券化の役割

事例紹介：株式会社青山財産ネットワークス 不動産特定共同事業法特例事業 スキームを活用した再開発

東川 亨

株式会社青山財産ネットワークス
不動産事業本部 アドバンテージ事業部
部長
(ARES マスター M1204926)

中内 啓貴

株式会社青山財産ネットワークス
法務部
(ARES マスター M1305395)

平成28年6月30日、石川県小松市のJR小松駅前で、市長や市議会議長をはじめとする小松市・市議会関係者、また事業関係者が列席する中、(仮称)小松駅南ブロック複合施設新築工事の起工式が執り行われ、約16カ月間の工事が正式に開始されました。

この事業は、JR小松駅前に位置する市有地に公共施設、教育施設、宿泊施設、商業施設などを配した複合施設を建設し、小松市のまちづくりの一端を担おうというものです。建物完成後は小松市の都市再生整備計画の重点施策である「JR小松駅前周辺を核としたまちづくり」の重要施設となるものと期待されます。



起工式：弊社蓮見社長による鍬入れ



起工式：和田慎司 小松市長による挨拶

不動産特定共同事業法 3号事業スキームの採用

弊社は平成26年6月に行われた小松市による民間事業者公募に、清水建設株式会社と共同（以下、「弊社グループ」）で事業提案を行い、同年10月に優先交渉権を取得しました。その後、行政をはじめとする関係者との多岐にわたる協議・折衝、市議会の承認等を経てようやく着工を迎えたものです。

今回建設される複合施設は百貨店撤退後の更地を市が取得し、その土地（約1,000坪）を借地し、地上8階建、延床面積約2,850坪の建物を建築し、市民が利用できる施設やブックカフェ、物販店舗、加えて新たに開設される大学施設、さらには100室程度のホテルなどが入居する計画です。

今回の事業者公募に対して弊社グループが行った事業提案の特徴は、複合施設の建設と保有（その後の賃貸）を、平成25年12月に施行された改正不動産特定共同事業法（以下、「改正不特法」）で認められた特例事業者が行う不動産特定共同事業法

3号事業スキームを採用したことです。

個人資産家の財産コンサルティングを主な業務としている弊社がなぜ不動産特定共同事業法第3号事業（特例事業）を行うことになったのか、その経緯とスキームの概要を記します。

1. 事業提案に至る経緯

弊社が本事業に携わるきっかけは、平成26年春、清水建設株式会社から「北陸地方で駅前再開発事業が検討されているが、地方創生の一環として青山財産が得意とする個人資産家の資金を活かすスキームが使えないだろうか?」というお問い合わせを頂いたことです。

弊社は平成14年から継続して、提携会計事務所の間与先を含む全国の個人資産家からの出資を基に、任意組合理型不動産特定共同事業商品（アドバンテージクラブ）を組成・提供しています。このスキームに清水建設株式会社が注目されたものです。

一方、弊社も全国に広がる税理士・会計士のネット

図1 パース



ワークとその関与先である資産家の資金を活用して「地方創生」に貢献できる事業を行いたいと考えており、お互いのニーズが合致したと言えます。

2. 事業スキームの選定

こうした経緯から、当初は任意組合スキームを検討したものの、事業主体を任意組合とした場合、①事業資金の借入が可能か、②市との借地契約の当事者になれるか、③建築工事の発注者になれるか、といった課題をクリアできず、任意組合スキームの採用は見送りました。

一方で全国の個人資産家に出資を募り不動産特定共同事業を数多く実施してきた経験を活かす弊社なりの提案を検討した結果、TMKや通常のGK-TKスキームではなく、改正不特法3号事業（特例事業）スキームを採用することになりました。

しかしながら、当時弊社は未だ3号及び4号事業の許可は取得しておらず、小松市への事業提案は、事業確定までに3号及び4号事業許可を取得することを前提に行うと同時に、並行して3号事業及び4号事業の許可を取得する手続きを進めることになりました。

改正不特法が施行されたところから、3号及び4号事業の許可取得に向けた準備を開始してはいたものの、東京都知事許可から金融庁長官・国土交通大臣許可への許可替えとなるため、新たに取得する3号及び4号事業だけでなく、従来から許可を受けていた1号及び2号事業についても新たに審査を受け、許可を取得しなければならないといった手間が生じ、平成27年6月によりやく第1号から第4号までの許可を取得するに至りました。

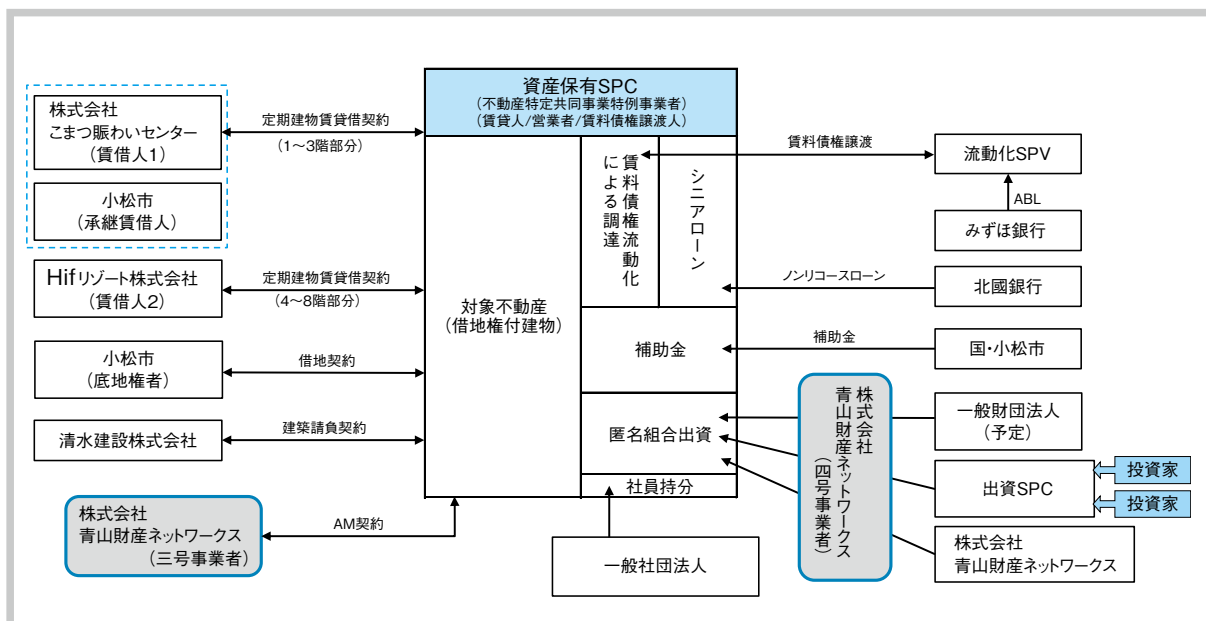
3. 事業スキームの概要（図2スキーム図参照）

今回の事業スキームは、改正不特法が想定しているものとはほぼ同じスキームとなっており、改正不特法の特例事業者となる「資産保有SPC」が小松市から市有地を50年間借地し、複合施設の建設、完成後の建物保有と賃貸を行うことになります。

建築費を含む事業費（約45億円）は、以下の内容で調達を予定しています。

- ①「資産保有SPC」が金融機関2行（みずほ銀行、北國銀行）から調達。
- ②国と小松市から総事業費の約25%に相当する補助金の交付を受ける。

図2 スキーム図(建物竣工時)



③①②で不足する部分について投資家から出資を受ける。

ところが、改正不特法では特例事業に参加できる投資家は特例投資家（プロ投資家）に限られており、弊社の得意とする個人資産家は本事業へ直接参加（匿名組合出資）することができません。そこで金商法上の特定投資家とみなされる法人「出資SPC」を活用し、その「出資SPC」が個人資産家等から資金を集め、「資産保有SPC」へ匿名組合出資を行う、二段構えのスキームとなりました。

一方、完成後の建物については以下の賃貸借（期間25年）が予定されています。

①1階から3階は、小松市が60%以上出資をする第三セクター「株式会社こまつ賑わいセンター」（TMO）に賃貸。

1階の一部は「幼児教育から生涯学習までの一貫したひとづくり」をテーマとした「子どもと市民の学びゾーン」としてTMOが直接運営するほか、物販店舗、ブックカフェ等に転貸を予定。

2階及び3階は2018年春開校予定の（仮称）公立小松大学に転貸され、大学キャンパスや市民にも開放される図書館などとして利用される予定。

②4階から8階は、地元のホテル運営会社である「Hifリゾート株式会社」に賃貸。客室数100室のビジネスホテル「ホテルグランビナリオ KOMATSU（仮称）」として営業予定。

なお、①の賃貸借に関して、将来賃借人である

TMOに解除事由が生じた場合、小松市が賃借を継承することが取り決められています。

最後に

地方創生事業の中でも再開発事業等はいかに安定した収益を確保できるかが、民間の資金を呼び込む一つの目安になると考えます。そうした中、今回の事業は、土地の権利者が小松市のみであること、国と小松市からの補助金の手厚く交付される予定であること、賃貸借に関しても行政機関が大きな割合を占めていることなどから、比較的安定した運営が期待でき、個人資産家等の期待にも十分応えることのできるものになっていると自負しています。

また、行政機関が賃借に関わることにより、その信用力によって長期間の賃料債権を流動化するスキームを資金計画に組み入れることが可能になったことも、本事業の特筆すべきことであると考えます。

本事業は、施設のプランニング、スキーム策定の段階から施設の建設へステップは進みましたが、これで完了ではありません。完成後の施設が長期にわたり小松市や市民の皆様、その他関係者のご期待に応えられる運営ができて初めて事業が成功したと言えます。今後も関係者の皆様のご協力を仰ぎながら事業を推進していきたいと思っております。

また、弊社としましては本事業の経験を活かし、地方創生に一層貢献していきたいと考えています。

特集：地方創生における不動産証券化の役割

事例紹介：アルファコート株式会社

北海道における 証券化による
資金調達を利用した不動産開発

樋口 千恵

アルファコート株式会社
常務取締役1. ノンリコースローンによる
デット調達の意義

弊社の創業は2004年、地域開発のための北海道のディベロッパーをつくるという志で会社を設立しました。当時の札幌市中心部は、1960年代に札幌オリンピックへ向けて形成された都心整備の更新が進んでおらず、特に札幌駅の北口や創成川の東地区等は空き地や空き家が多くみられました。一方でJRタワーや大丸、北口の再開発事業の施行着手、創成川の整備など、インフラ整備による大きな変化が予測されるエリアがあり、そのようなエリアを中心に事業用地を確保しました。

創業最初の事業は出口リスクの少ない分譲マンション事業としましたが、創業間もない企業で総事業費10億円超の資金調達は簡単ではありません。そこで、開発型SPCを組成しノンリコースローンによって事業資金を調達することになりました。これは北海道では初めてのスキームです。

当時はノンリコースローンという概念すら知らずに、実践しました。今ではノンリコに対して、当然エクイティを入れますが、関係者の中でエクイティではなく

劣後ローンを拠出することになり、弊社含めた開発関係者が劣後ローンを拠出して開発分譲しました。この事業は竣工時に完売をし、成功裏に終わっています。

このスキームにより、弊社は創業期の数年間の開発資金を調達することができ、企業としての礎を築くことができました（図1）。

2. 地元投資家からの
エクイティ調達の意義

金融の地産地消、できるかぎり地元でお金を回せるスキームをつくっていきたいという思いは多くの地方プレイヤーが感じていることと思いますが、地元投資家によるエクイティスキームは、札幌においてはヘルスケアアセットでいくつか実績がみられます。

北海道の地場証券会社である上光証券がこれを実現しています。弊社が開発しリーマンショックの翌春に竣工した高齢者住宅において、「街なか居住再生ファンド」から出資を頂いてSPC（KK）保有していたスキームで、上光証券は地元の個人投資家のお金を集めてTMKに出資しました。

図1

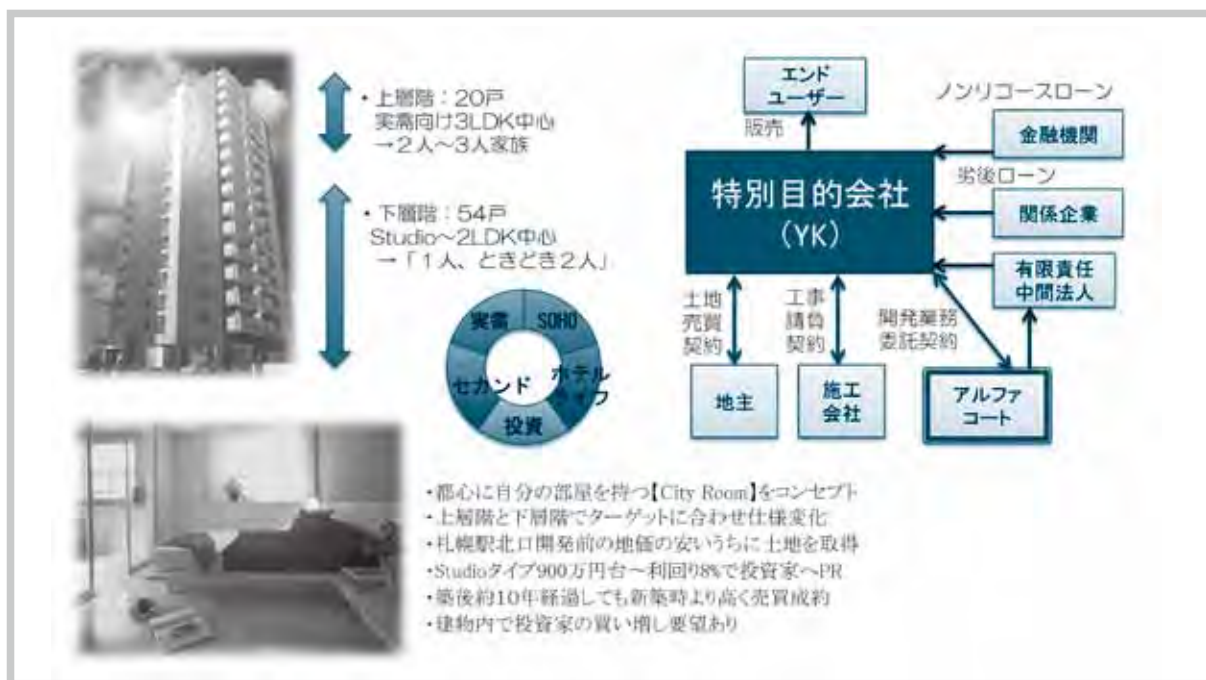
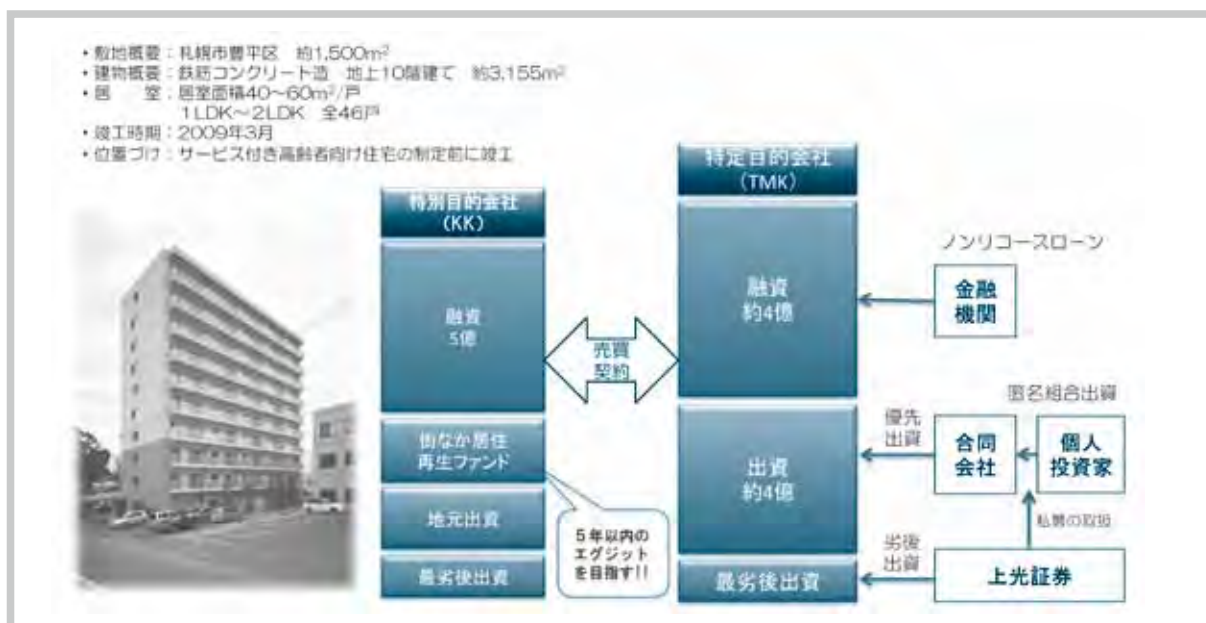


図2



この案件以降、札幌市内の数棟の有料老人ホームやサ高住などのヘルスケアアセットの証券化スキームでエクイティを拠出されています（図2）。

弊社が最初に高齢者住宅を開発した2007年頃はまだサービス付き高齢者向け住宅の位置付けや、補助金制度などが確立する前で、ヘルスケアは資金調達の難しいアセットでした。昨今、ヘルスケアアセット

の動きは活発ですが、大きな理由は2つあると感じています。

介護事業は2000年頃からマーケット参入した産業であり、当初の老人ホーム、グループホーム、高齢者向け住宅等はリスクの方が取り沙汰されていました。マスターレシーである介護事業者が破綻したらどうするのか、高齢者だけ取り残されてしまうのではないかなどです。2010年頃から産業として成熟したた

め介護事業者の与信が高まったこと、あるいは既存大手異業種からの参入など、サービス提供者に厚みが出てきたことが一つです。

もう一つの大きな要素は、ヘルスケアリートが存在です。すでに上場した、あるいは上場準備中の複数のヘルスケアリートが積極的に取得意向を表明され、そこに向けたブリッジとしてのファンドや開発事業者等に、資金調達しやすくなる流れが生まれたと感じています。

アセットの大きなシナリオが見える、あるいはお金の流れが見えるということは、物件の動きを誘発します。マーケットとしてのニーズやステップイン条項などの契約書の整備などの環境があつてのことですが、ダイナミックに動いていることを実感しています（図3）。

高齢化社会に入り、膨大なニーズが発生しているという全国的な背景もありますが、特に雪国では福祉という視点だけではなく、大雪のシーズンが明けると住み替えが進むように、戸建住宅に住み続けるのは限界があります。雪かきは本当に体力を要し、心筋梗塞に起因するなど、雪国の高齢者向けの住宅のニーズは、雪がないエリアとは違う事情があると言えます。

ヘルスケアリートという出口が見えることにより開発が進んでいますが、リートが土地取得段階でフォワードコミットすることの難しさや地方都市ゆえの規模の小ささから、開発段階で出口にリートありきで進める

ことは困難です。そこで、地元投資家からのエクイティ調達スキームによる物件開発が求められています。

3. 地方都市再開発の保留床処分先としてのファンド・リート

札幌駅の北約10キロに位置する、地域中心核のひとつである篠路駅西口地区の第一種市街地再開発の事例をご紹介します。札幌市における北の拠点で、かつてはタマネギの産地として駅前にはJAの倉庫が並んでいました。貨物のための駅であった駅周辺地区を、地域中心核の駅にふさわしくするために住宅中心の再開発を行いました。

長年にわたって検討を重ね、都市計画決定から認可までも約10年、その前の段階も長い議論を必要とした事業でしたが、最大の課題は保留床の処分でした。3棟の計画建物のうち1棟は分譲マンション、残り2棟は借上市営住宅です。分譲マンションは地元マーケットで供給可能な規模として1棟43戸を供給し、市営住宅は2棟各72戸、合計144戸の計画でした。

駅前の居住促進を目指し、市も借り上げ市営住宅の枠の確保という官民協働のシナリオを描いたものの、当時の札幌に144戸の保留床を運用できる企業はなく、業務代行者が探しているときに弊社とのご縁があり、弊社が再開発事業の特定事業参加者として、2棟の保留床を取得することとなりました。ただし、当時は弊社も2棟をオンバランスで保有できるような段階ではなかったため、証券化することを前提に事業参加者となり、保留床のリスクをとることで本事業が動き出しました。

借り上げ市営住宅は、他の市町村同様に、賃貸借期間を20年間と条例に定められており、その後は民間賃貸マンションとして運用できるよう見越した仕様としています。

図3

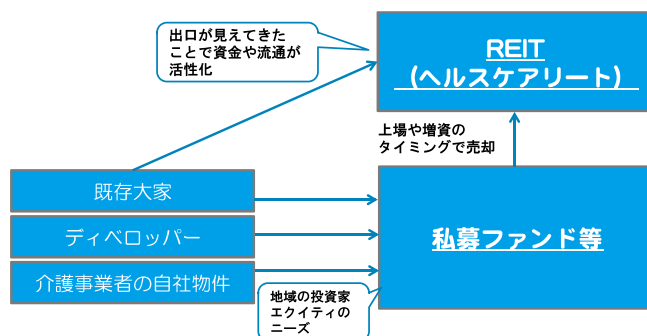
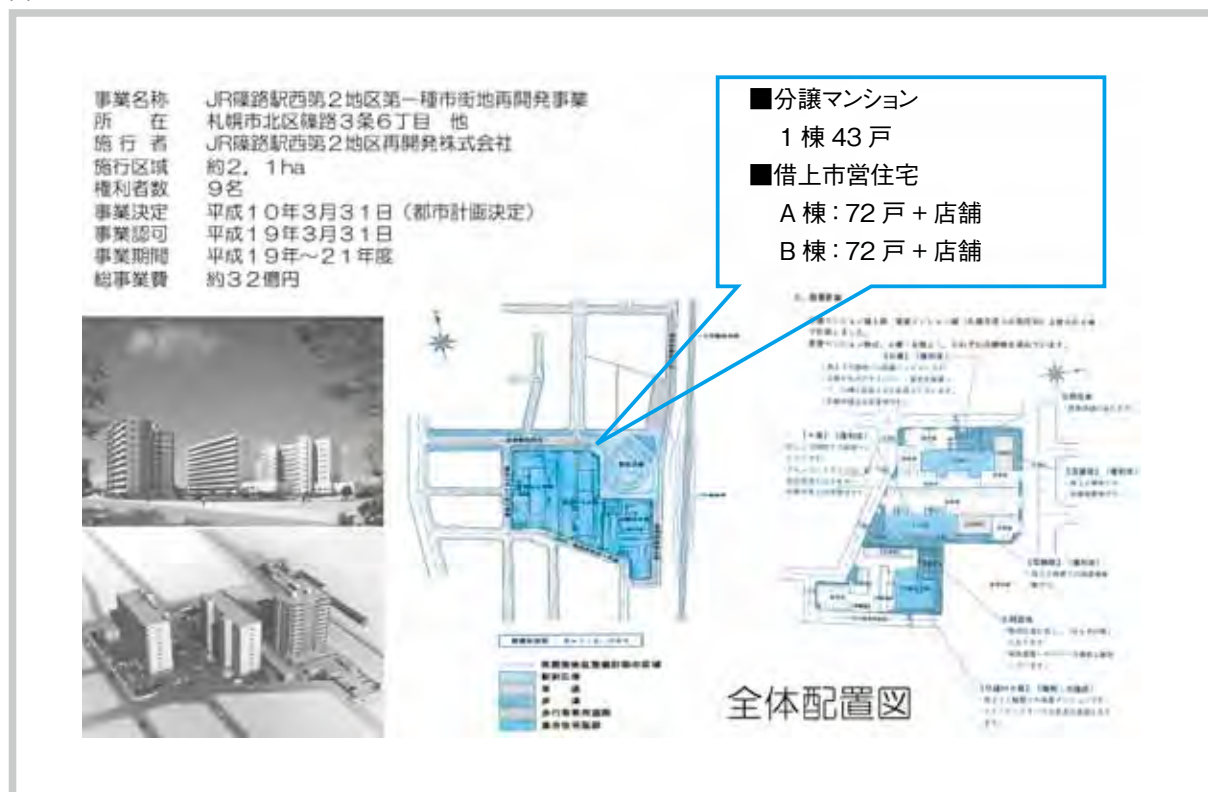


図4



証券化においては当初信託を前提としており、市としても公営住宅という公共的な用途の建物に対して信託のモニタリングが入るのは良いことという認識でした。しかし、実務が進む中、責任財産限定特約が必須という信託と、許容できないという市の見解は歩み寄れず、現物としてリートが引き取りました（図4）。

次に、恵庭駅西口の第一種市街地再開発事業です。区画整理事業との一体施行により、駅前周辺地区の面的なインフラ整備と駅直結ビルの整備を中心に周辺の民間の土地の有効活用を促進することを目指しています。JR線は高架ではないため、線路が街を分断し、駅は行き止まりという構成です。駅の西約1キロに旧国道があり、駅の反対側の東約1.5キロにバイパスが走り、それぞれにロードサイド型店舗が連なっていますが、旧市街地は取り残されています。

区画整理事業は平成32年まで継続するため、全体事業としては現在進行形ですが、点の事業としての再開発のビルは昨年竣工し、有料老人ホームと保育園、公共駐輪場等がオープンしました。医療モー

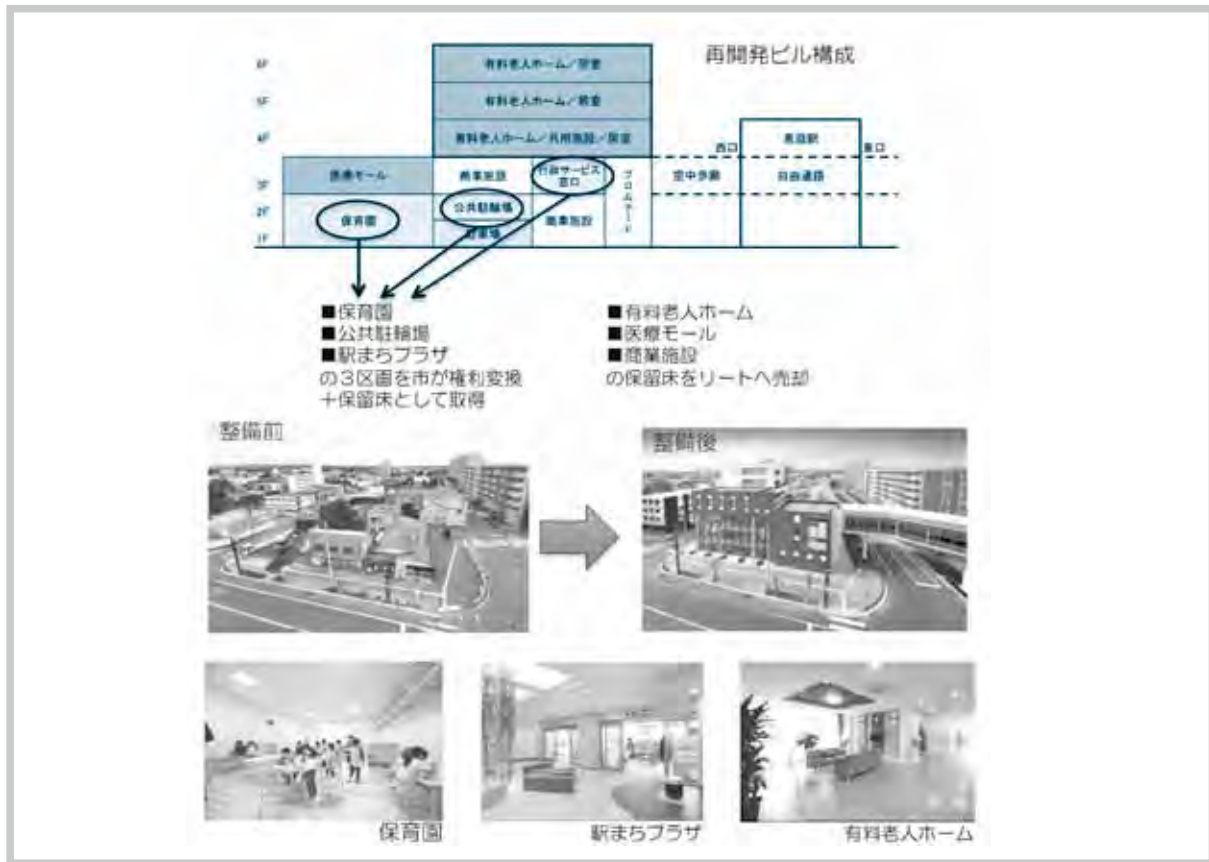
ルと商業施設は今年から順次オープンしています。行政の機能が3つあり、丸で囲んだ部分の公設民営の保育園、公共駐輪場、行政施設が区分所有で市が取得した床です（図5）。

竣工時の権利形態は区分所有で、所有者が市と弊社の二者です。区分所有建物なので、工事期間中に長期修繕計画を立て、長期修繕積立金をいくらに設定するかという議論を行いますが、地方公共団体は必要時に単費で支出するのが通例で、管理組合に積み立て金として支払う事例がないため調整が難しく、長い時間をかけて議論を積み重ね、管理組合に至りました。

再開発事業は、年度ごとの業務推進となるため、全体の施行期間が民間の数倍かかることが多く、そのスケジュール感の中で、保留床をどうするかは地方都市の再開発事業の大きな課題となります。

事業着手時は、ヘルスケアセットの流動化のシナリオや出口戦略がまだ描けない時期であり、出口ありきの事業着手が難しかったため、自社が組成するSPCで保有・運用するサブシナリオを抱えながら事業スター

図5



トを切りました。2カ年にわたる工事の施工中にヘルスケアリート上場などの環境の変化があり、竣工から1年以内にリートへの売却という形で保留床処分は完了しました。本件以降も弊社では地方都市再開発事業の保留床処分において証券化を前提とした事業推進に取り組んでおり、事業推進力を高める重要な

ファクターとなっています。

現在は物件ごとに組み立てを模索していますが、より円滑な事業推進のために「北海道リート」のようなご当地リートを目指したいという思いが強まっています。

ひぐち ちえ

昭和43年生まれ。東京理科大学卒。
平成3年西洋環境開発(セゾングループ)入社、リゾート開発、分譲マンション開発を担当。
住友不動産札幌支店、道内コンサルタント会社を経て平成16年より現職。
賃貸マンション、有料老人ホームの開発および証券化、再開発事業、コーポラティブハウス等の開発分野を担当。

特集：地方創生における不動産証券化の役割

事例紹介：フィンテック グローバル株式会社

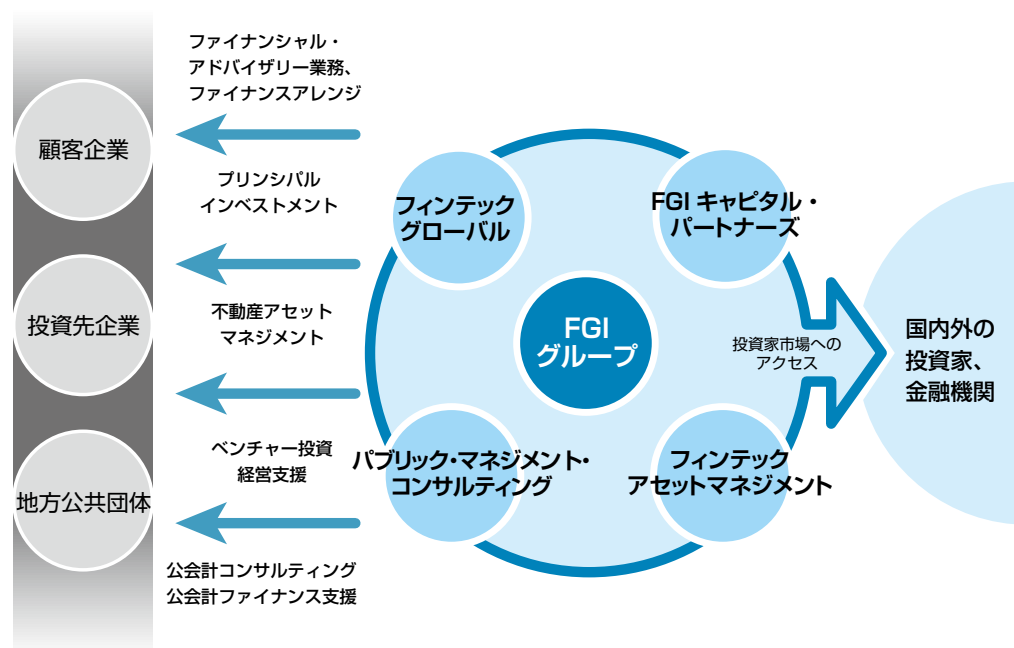
地域開発事業における 地域市民ファンドの活用

上田 彰利

フィンテック グローバル株式会社
執行役員
投資銀行本部 第二営業部長

弊社は、東証マザーズ上場のブティック型投資銀行として、中小企業・中堅企業を中心とした成長企業の資金調達の支援や投融資事業を行っています。

その業務の一つとして、SPCを活用したスキーム組成、資金調達支援を行っており、創業以来、事業規模として約7,000億円のSPC組成を行ってきました。



地方案件への取組・方針

投資銀行本部内に公共チームを置き、また、子会社（(株)パブリック・マネジメント・コンサルティング、(株)公共ファイナンス研究所）を通じ、地方自治体を中心とした様々なビジネスを行っています。

また、投資銀行本部内の営業第二部と子会社フィンテック アセットマネジメント（株）は運営会社や地元企業と連携し、サービス付き高齢者向け住宅を中心としたヘルスケア施設の証券化ビジネスを行っています。

今回、弊社グループがこれまでに組成した地方における証券化事例の中から、代表的な3つをご紹介します。

～ 事例① ヘルスケア施設 開発型 ～

本事例は、弊社グループ（アレンジャー、アセットマネジャー）、街なか居住再生ファンド（URAJA）以外は、全て地元の関係者でまとめた事例となります（図1）。

エクイティは地場証券に私募取り扱いを委託し、約50%は市民ファンドとして地元で資金を募り、残り

約50%はURAJAの出資を活用しています。

このプロジェクトを進める上での大きな課題は三点ありました。

① 地元金融機関

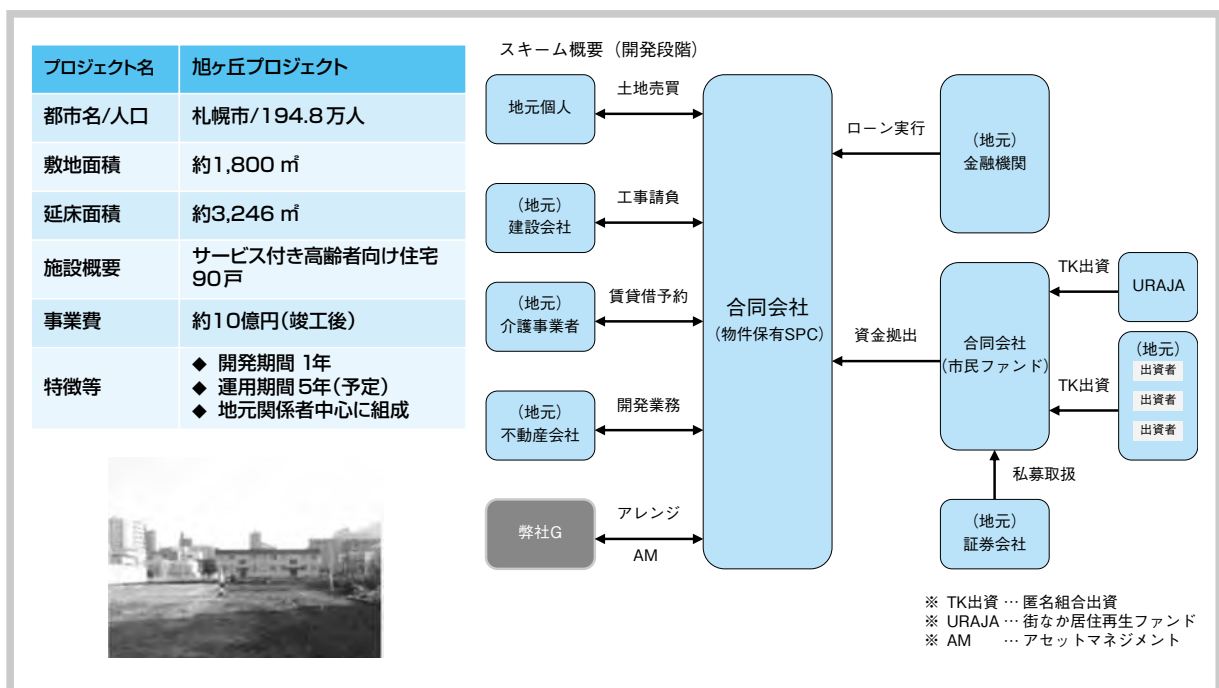
不動産のノンリコースローンを地元金融機関が長期間実行しておらず、プロジェクト概要、スキーム、リスク等について、理解を得る必要があり、説明に時間を要しました。

② 建設会社

開発型スキームにおいては、建設会社に対し、請負劣後、完工保証、留置権放棄といった条件を契約時に定める必要があります。建設会社の理解を得るため、何度も説明を重ねました。

また、開発型スキームの大きなリスクである竣工リスク=建設会社の倒産リスクについて、地元建設会社は地元金融機関と長年の取引があり、地元金融機関のお墨付きをもらうことで、地域に根差した事業として、本件の建設工事を請け負って頂くことになりました。

図1 事例① ヘルスケア施設 開発型



③ 市民ファンド募集

これまで本事例の地場証券とは、稼働型のヘルスケア施設や太陽光発電施設の証券化案件にて市民ファンド組成を協働して行ってきましたが、開発型における市民ファンドの取扱いはなかったため、条件設定、リスク説明等、地場証券との調整、説明は念入りに行いました。

また、本事例の証券化のメリットをご説明しますと、地元オペレーターは地主の建て貸しスキームとほぼ同様の形態となり、不動産にかかる資金負担を行うことなく運営場所を確保できる点、一般的な証券化スキームにおけるメリットと同様、建設会社のリスク、プロジェクトにかかる様々なリスクを各関係者が分担し合い進められる点です。

そして、市民ファンドを活用することにより、地元の方々にも分配金という恩恵がもたらされ、地元市民が支えるヘルスケア施設という存在になるということです。

～ 事例② ヘルスケア施設 稼働型 ～

本事例は、稼働しているヘルスケア施設を証券化スキームで取得した事例です(図2)。

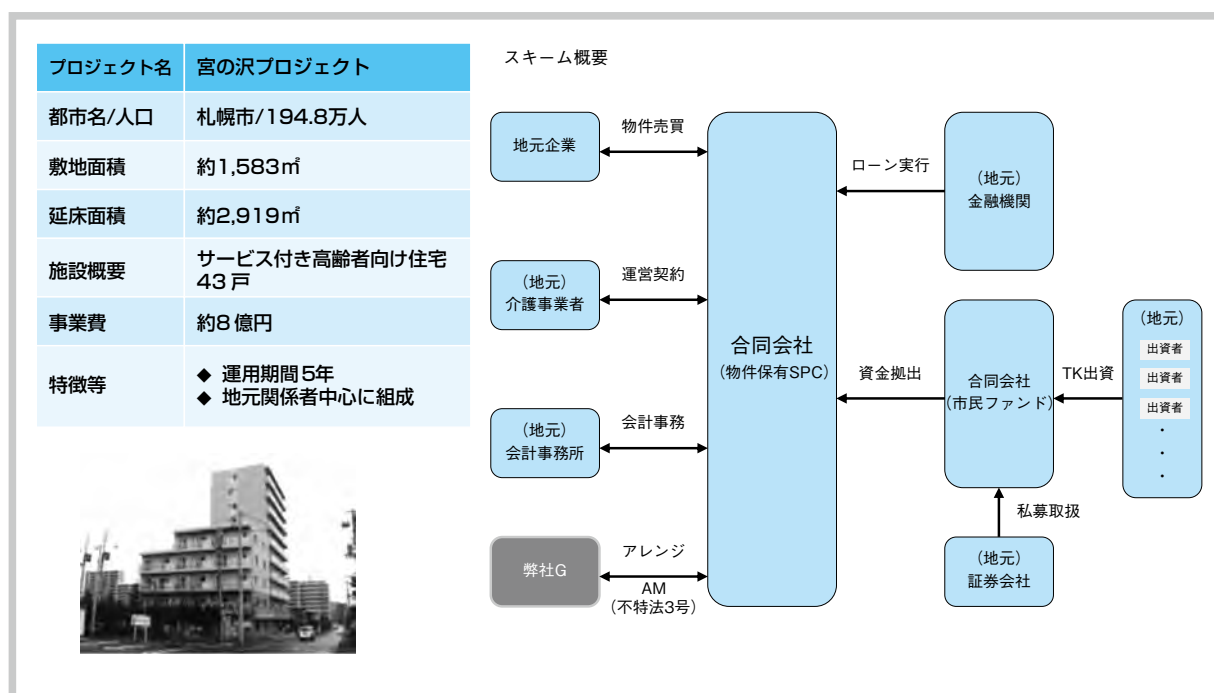
札幌市宮の沢で稼働中のヘルスケア施設(既に地元オペレーターが介護事業を行っていた物件)をSPCで取得した事例となり、2015年9月にファンド組成を行い取得し、5年間の運用期間中にヘルスケアリートやその他のファンド等へ売却を予定しています。

本事例もほぼ全てを地元関係者で組成を行いました。

本事例の課題は取得に際し、ヘルスケアリートが活況なため、競合先が存在したことです。当初はSPCの資金調達の見込みが立っていなかったため、まず、LOI(意向表明書)を提出し、物件を押さえ、その後、各関係者を固めていきました。

エクイティについては地場証券が稼働型の市民ファンドの取扱い実績があったので、スムーズな資金集めが可能でした。

図2 事例② ヘルスケア施設 稼働型



～ 事例③ 証券化スキーム変更 ～

本事例は現物不動産で匿名組合出資を受けられる不特法3号ライセンスを使用し、スキーム変更を行った事例です。北海道稚内市の商業施設・ヘルスケア施設の複合施設で、関係者は全て地元関係者です(図3)。

スキーム変更の概要は、以前は「専ら会社スキーム」にて、優先株式で出資を受けていました。これまでは建物の減価償却や当初組成段階の償却負担により、PL上は赤字のため、二重課税の問題は論点になっていませんでしたが、次期決算から、黒字になり、二重課税の問題が発生するため、スキーム変更の提案に至りました。

提案内容は、不特法3号ライセンスを持つ、弊社の子会社がアセットマネジメントを受けることにより、現物不動産の保有を維持しながら、優先株式出資を匿名組合出資に変更するスキームです。変更を行うことにより、次期決算から、匿名組合出資の配当を行い、二重課税のかからないキャッシュフローとなること

で、安定的なスキームとなります。

本事例においては本事業に従前より関係しているアセットマネジメント会社に対し、SPC（専ら会社）のキャッシュフローが安定することにより、関係者のすべてがメリットを享受できる点を説明し、理解を深める必要がありました。

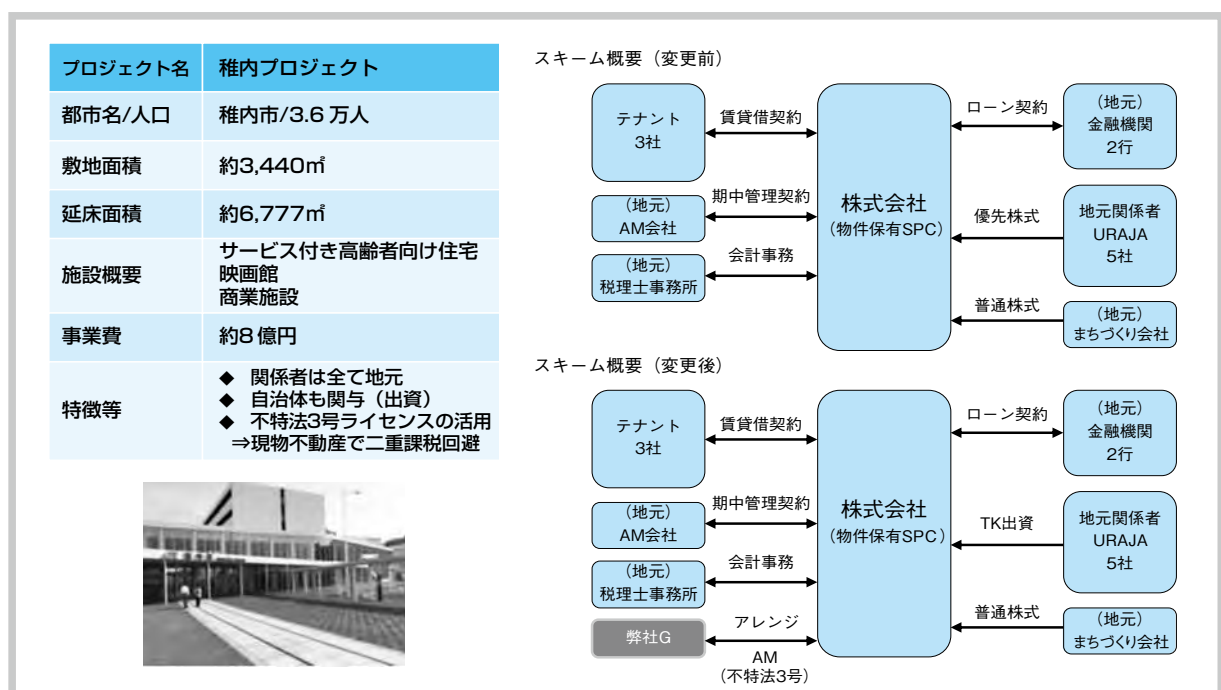
また、本事例の最も大きなポイントとしては、本物件を将来にわたり安定的に存続させたいという、市も含めた地元の強い思いがあり、本事案のスキーム変更プロジェクトがスタートし、クローズまで至りました。

地方における
市民ファンドの活用

弊社が組成を支援してきた市民ファンドは、地元の方々にできるだけ資金を拠出頂き、収益も地元に戻元するというコンセプトで進めてまいりました。

市民ファンド組成における役割分担は、弊社はスキーム組成と共に販売可能な商品に仕上げるための関係者調整を行い、地場証券は組成商品の販売を

図3 事例③ 証券化スキーム変更



行います。このように役割分担及び責任分担を明確にして進めています。

まとめ

地方証券化スキーム 成功のポイント

1. 「地元関係者の主体的な関与」

事業者、金融機関、証券会社など、地元関係者の積極的、主体的な関与のもと、案件が進むことにより、市民ファンドを中心とした地方証券化が可能になると思います。

2. 「核となる事業者の強い思い」

証券化であれ、コーポレートであれ、金融は事業の黒子でしかありませんので、その事業を進める事業者の強い思いがあることが必須です。

3. 「地域実情の理解」

関係者の人間関係を含め、その地域でないとわからない点が多数ありますので、地元関係者の関与による地域実情の理解が必要です。

4. 「証券化のメリット・デメリットの理解」

証券化はあくまで資金調達の一つの手段です。そのメリット・デメリットを十分に検証し、理解することが重要となります。

5. 「証券化費用と収益性の理解」

地方では大都市と比べ、事業規模が相対的に小さいケースが多いため、証券化コスト、専門家費用について、コストを抑える必要があります。

収益性も東京の証券化で享受できる収益と地方の証券化で享受できる収益は異なることを理解した上で、各関係者がその証券化事業を何のために行うのか、意義をどこに見出すのが重要となります。

6. 「アレンジャーの有効活用」

丁寧な関係者調整が必要となったり、証券化自体の専門知識も必要となりますので、地方における証券化を理解しているアレンジャーを有効活用することが必要です。

最後に

今後も、市民ファンドの有効活用や、地元企業との連携により、地域に根差した「公共性の高いアセット」の証券化ビジネスを行ってまいります。

うへだ あきとし

早稲田大学法学部卒業、1997年あさひ銀行（現りそな銀行）に入行。営業店において、融資・外為・渉外に従事。事業会社勤務を経て、2007年にフィンテックグローバル株式会社に入社。投資銀行本部に所属し、全国各地で不動産、債権、再生可能エネルギーなどの証券化アレンジ業務を行う。2016年7月1日より執行役員。国交省における「不動産投資市場政策懇談会 制度検討ワーキング・グループ」の委員に就任中。

特集：地方創生における不動産証券化の役割

日本全国に広がる Jリートによる投資 ～ホテル、物流、ヘルスケア～

Jリートの市場創設から間もなく丸15年になる。オフィス、住宅、商業施設といういわゆる伝統的な不動産への投資を中心に市場規模を拡大してきたJリートは、物流施設やホテル、ヘルスケア施設という新たな運用アセットが加わり、アセットタイプの拡大と地方への積極的な投資という新しい広がりを見せた。Jリートによる地方への投資は、地元の消費や雇用を促進し、固定資産税や法人税の増加も見込まれるなど、政府が推進する地方創生にも寄与している。

ここでは、Jリートが担っている社会的・地域的役割を、地方創生の観点から考えてみる。ホテル、物流施設、ヘルスケア施設に特化したJリートの運用会社にご協力頂き、投資法人が地方に保有する物件の一部をご紹介しますとともに、地方創生にJリートが貢献できること等を語っていただいた。

図表1 所在地別のJリート保有物件数（2016年6月末時点、海外物件を除く）

所在地			全用途	用途別内訳						
				オフィス	商業施設	住宅	物流施設	ホテル	ヘルスケア	その他
東京・大阪圏	東京圏	東京都	1,748	590	133	932	21	45	17	10
		神奈川県	232	58	49	71	29	10	9	6
		千葉県	147	6	22	60	48	6	2	3
		埼玉県	107	13	25	23	42	1	2	1
	大阪圏	大阪府	259	61	59	100	22	11	4	2
		兵庫県	73	3	16	29	14	4	6	1
		京都府	45	4	11	22	1	5	1	1
	小計①		2,611	735	315	1,237	177	82	41	24
地方	中部・北陸		232	46	23	113	16	26	4	4
	東北・北海道		212	28	31	117	15	13	7	1
	九州・沖縄		164	29	30	58	15	25	6	1
	中国・四国		47	10	10	5	6	10	5	1
	東京圏以外の関東		32	4	7	4	7	10	0	0
	大阪圏以外の近畿		11	1	3	3	1	1	2	0
	小計②		698	118	104	300	60	85	24	7
合計（①＋②）			3,309	853	419	1,537	237	167	65	31
地方比率（②÷（①＋②））			21%	14%	25%	20%	25%	51%	37%	23%

出典：不動産証券化協会

Jリートの投資対象エリアは東京を中心とする大都市圏が圧倒的に高いシェアを占めている。オフィスや住宅、商業施設は、投資効率の観点から人口が多く、経済規模が大きい大都市に投資が集中している。しかし、物流施設やホテル、ヘルスケア施設への投資は必ずしも大都市をターゲットの中心に据える必要はなく、地方でも安定的な運用が可能である。

Jリートが運用している物流施設は全国で237カ所あるが（2016年6月末時点）、首都圏1

都3県と近畿圏の大阪府、京都府、兵庫県を除いた地方での運用は60カ所で、全体の25%のシェアとなっている。同様に見ていくと、ホテルは全国167カ所のうち、5割強が地方である。ヘルスケア施設は全国65カ所のうち、約37%が地方に所在している。物流施設はホテルやヘルスケア施設に比べると大都市圏の比率は高いものの、立地の約86%が東京圏と大阪圏に集中しているオフィスと比較すると、地方の比率が高い。（図表1参照）

星野リゾート・リート投資法人



秋本 憲二

株式会社星野リゾート・アセットマネジメント
代表取締役社長

観光立国を目指して

「観光立国」への取り組みが初めて登場したのは小泉政権の時でした。当初の理念は、「住んでよし、訪れてよしの国づくり」です。まさに、観光に値する国づくり地域づくりを目指そうということです。現在、急増している訪日外国人旅行客の訪問先は、東京、千葉、大阪、京都、北海道、沖縄だけで約80%に達します。インバウンドの恩恵は、一部の地域に限定されているのが実情です。

「観光立国リート」である本投資法人としては、「地方の観光振興を見据え、日本各地の魅力あるホテルと旅館に投資し、日本の観光の競争力を高めることで

地方創生していきたい」と考えています。

観光資源の発掘

観光には、リゾート観光、温泉観光、都市観光の3タイプあると考えています。本投資法人は、3タイプ全てに投資しますが、地方都市のホテル・旅館に投資する際は、その土地が持つ観光資源が潜在的に高いかどうかを見極めます。

観光資源とは「気候」、「自然」、「食」、「文化」の4つだと考えますが、これらは石油等の天然資源と同等の価値がある貴重な資源です。日本には潜在的な観光資源が溢れていますが、地元の方がそれに気付いていない場合も多くあります。

例えば、地域の「自然」と「気候」を有効に活かした結果、ニセコ町は近年、訪日外国人旅行客の誘致に成功し、人口流入増、生産年齢人口増、子供増で都市の競争力も増しています。そのほか訪日外国人旅行客の関心は、田舎暮らしの体験や漁港観光等、日本人が思いもよらないところにもあるのです。

生産性を高めることで収益性向上

星野リゾートグループが長年提唱してきたのが“大

観光資源のある魅力的な地方でホテル投資

政府は訪日外国人客数（インバウンド）を2020年までに4,000万人、さらに2030年

までに6,000万人へと拡大する目標を掲げている。観光立国に向けて一気に推進していく方針だ。アベノミクス以降、インバウンド需要は急拡大している。また団塊世代を中心とした国内のア

星野リゾート・リート投資法人 界 出雲 島根県	
	
物件データ	
敷地面積 (㎡)	11,321.56
総延床面積 (㎡)	3,909.02
取得価格 (百万円)	680 百万円
雇用者数 (人)	約 30 人
宿泊者数	約 36,000 人 ^{※1}

※1 平成27年5月から平成28年4月の累計

星野リゾート・リート投資法人 界 加賀 石川県	
	
物件データ	
敷地面積 (㎡)	1,796.81
総延床面積 (㎡)	5,159.46
取得価格 (百万円)	3,160 百万円
雇用者数 (人)	約 50 人
宿泊者数	約 8,600 人 ^{※2}

※2 平成27年12月から平成28年4月の累計

型連休の地域別取得”に代表される休日分散化と需要の平準化です。需要の平準化が進むと、ホテル・旅館側は一年を通じて平均的にお客様に滞在してもらえる環境を整える必要があります。その中で個性やアイデアをぶつけ合う等の、施設同士の適切な競争が行われます。健全な競争があつてこそ、地方の観光は伸びていくのです。

また、ほとんどのホテル・旅館では、フロント業務、レストランサービス、客室清掃、調理等、業務が分業されています。一方、星野リゾートグループでは多能工性を導入しており、スタッフは全ての業務をできるように育成されます。これにより、手待ち時間がなくなり、少人数で健全なシフトが組めるようになり、生産性が高まり収益性が向上します。収益性が向上すると、快適で魅力的な滞在空間を創出するための設備投資ができるのです。

ホテル・旅館が活発に設備投資を行うことにより、地

方の観光、地方のホテル・旅館はお客様に評価されるようになるのです。

本投資法人とスポンサー

協働して地方観光を盛り上げる

現在、ホテル売買市場は非常に活況で、取得競争が激化しています。このような環境でも、本投資法人はスポンサーである星野リゾートグループと協働し、本投資法人が不動産である宿泊施設を、星野リゾートグループが従業員を含めた事業を、それぞれ取得する手法で資産規模を拡大してきました。その一例が、今年取得した「旭川グランドホテル」です。本投資法人が不動産を取得し、星野リゾートグループが事業を承継しましたが、現地の従業員は、株式会社星野リゾートの子会社の社員として、そのまま雇用を継続しています。本投資法人とスポンサーが一体となって、地方の観光を盛り上げている好例と考えています。

日本ロジスティクスファンド投資法人

大角 保志

三井物産ロジスティクス・パートナーズ株式会社
投資運用部長
(ARES マスター M0903316)

経済の血液としての物流施設

経済の血液と言われる物流ですが、血液であれば日本全国隅々まで健全に行き渡らせることが必要です。投資法人が全国に物流施設を保有してテナントに有効に利用してもらうことで、日本経済の活性化の一翼を担っているものと思っています。

本投資法人が保有している物流施設には、地方圏の人々の日常生活を支えるスーパーやドラッグストア向けの商品を扱う拠点や、消費者と直接つながる宅配業者の施設もあります。さらに、昨今はEコマースの物流拠点も幾つか保有しています。Eコマースの利点はエリアに関わらず全国どこでも消費者が同じサービスを受けられることです。そうした物流拠点を展開していくことで大都市だけではなく地方圏においても利便性が向上することから、人口流出を防ぎ、日本全体で活力を高めていくことができるのです。

Eコマースなり物流事業を担う3PL事業者にとっては、複数の施設を自前で保有するのは資金的に厳しいことです。効率的な物流を実現するための高機能な施設の供給に関しても、リートがこれを補完することは重要な役割だと考えています。

地方と大都市圏の違い

地方は市場規模が小さいため、エリア毎のニーズに見合った規模の施設を投資対象とすることに留意しなければなりません。また、リスクプレミアムが高くなる一方で賃料水準は低いことから、低廉な評価になりがちです。結果、施設規模または金額規模が投資基準に満たないことがあります。具体的には、本投資法人の基準は延床面積6,000㎡以上、金額10億円と、比較的ハードルは低めに設定していますが、地方圏ではこの基準にも見合わない場合もままあります。仮に満

たしたとしても、投資効率が悪く対象として劣後することから前向きな検討を見送ることもあり、そこが大都市圏との違いです。

運用で言えば、地方の場合何か問題が発生したときに現場に直ぐには赴けません。そのためPMやBMの選定をより慎重に行って連携を一層密にすることが必要だと考えています。特に昨今は地震に加え気候変動の影響でゲリラ豪雨などが頻発しています。彼らとの連携はこれまで以上に重要になっていると実感しています。また、パフォーマンスをよく見て場合によっては変更することも視野に入れる必要があると考えています。

組合せの妙で投資家利益に資する

本投資法人は『Stable & Growth』というスローガンを掲げて、どんな環境下でも着実な成長を遂げる、なおかつそれを投資家にコミットメントするという方針を掲げています。大都市圏の物件は比較的規模が大きいです、その分収益性が低くなりがちです。地方圏の物件はその反対で、規模は小さくても収益性について比較的高めに確保できることから、これらをうまく組み合わせることで、投資家利益に資するポートフォリオの形成ができると考えています。よって、地方物件について今後も投資方針に沿って適切に投資していきます。

地域分散と雇用創出

地域の分散は地震リスクの軽減や、特定エリアにおいて供給過剰等によりマーケットが崩れた時に、ポートフォリオ全体における収益変動を抑制するのに効果的です。うまくエリアを分散して地方都市にも投資対象を広げていきたいと考えています。

昨今の物流施設はEコマースの拠点としての利用に象徴されるように、単純な貨物の保管よりも、流通加工を行うことを主な目的としており、施設の中でピッキングや荷分けなどの作業をする場合が大半です。施設内で多くの作業が発生すれば、その分多くの従業員が求められることから、結果的に雇用創出にも貢献できていると考えています。

日本プロロジスリート投資法人



山口 哲

プロロジス・リート・マネジメント株式会社
取締役 CIO 投資運用部長
(ARES マスター M0902600)

基幹インフラとしての物流施設

物流施設は、食料品や飲料、衣料や日用雑貨など、人々の生活必需品の生産地と消費地を結び付ける結節点で、道路や鉄道などと同様に国民の生活を支える重要な基幹インフラです。

本投資法人は、物流施設の中でも、特に品質の高い「Aクラス物流施設」に重点投資をしています。これらは、入出庫の時間が短くなるなど、物流事業の効率化を実現できる施設で、その効率化を実現するための要件は、①一定程度の規模があり、②人口集積地、高速道路のインターチェンジなどの交通の結節点又は主要な港湾若しくは空港に近接するなどの立地条件が良く、③効率的な保管と作業を可能にする広大なスペースと床加重や天井高などの最新鋭のスペックを有し、④上層階の倉庫スペースへ直接トラックがアクセス可能な車路又は十分な能力の垂直搬送設備などの利便性があり、そして⑤安全性・耐震性を備えること、の5つです。

物流機能の拠点化

物流業界ではドライバー不足の問題が深刻化しています。加えて、昨今の社会的な流れから、ドライバーの長時間運転が抑制されるようになりました。そのような事情に鑑みても、東京、大阪、そして、仙台、名古屋、福岡などの各地域で物流機能の拠点化を行うことが、今後の労働人口減少社会においても必要だと考えています。

物件ヒストリー

本投資法人は、宮城県・仙台エリアにおいて全部で3物件を保有していますが、そのうち2物件は、2011年の東日本大震災発生時、スポンサーであるプロロジスが保有していました。この2物件は、耐震性に優れた建物のため、被害は軽く震災直後から使用が可能な状態であり、救援物資の拠点となりました。また、被災された物流

会社やメーカーの要請を受け、食料品や紙おむつなど生活必需品を備え、復興支援や地域の人々の生活を支えていくことに役立ち、今もなお、ご利用を継続頂いている物流会社もあり、東北地方約900万人の生活を支えているものと思います。

佐賀県・鳥栖市には2物件保有しています。九州は高速道路が全域に整備されており、鳥栖市はその要衝で、この2物件では、医薬品、家電製品など生活に密着した品物を扱っており、九州地方約1,300万人の生活を支えているものと思います。

地方都市への投資スタンス

大都市に比べて、顧客ニーズの絶対量は少ないと言われるざるをえないので、景気動向などを予測して先手を打った行動をすることが必要で、また、東京など本社サイドと現場サイドの両方のニーズを探ることも重要だと考えます。

本投資法人は、東京・大阪圏を「グローバル・マーケット」、仙台・名古屋・福岡圏を「リージョナル・マーケット」と名付け、それぞれ70%以上、30%以下の割合で投資していく方針です。現状は、リージョナル・マーケットに約10%の投資を行っています。この投資比率に基づき、今後の資産規模拡大に比例して、投資額は増えていくと思います。

雇用創出で地元への貢献

大型のマルチ型物流施設であれば、常時1,000名以上が雇用されている施設もあり、各施設とも地元出身の従業員の方々が多く、雇用面でも地元への貢献を果たしています。少し前までは、雇用確保=工場進出という図式が一般的でしたが、昨今は流通・加工を行う物流施設も多く雇用を生む、という理解が進んできました。

前述の鳥栖市の2物件は、鳥栖市が整備した「グリーン・ロジスティクス・パーク鳥栖」という流通団地内にあり、こちらに最初に進出したのがプロロジスです。プロロジス・グループの進出が起爆剤となり、他の企業進出を呼び込んだ好事例といえます。このような事例を踏まえ、地方都市などに企業を呼び込むために、賃貸型物流施設に着目して流通団地などを整備する流れが加速してきていると思われます。

クティブシニアの観光需要も増加している。そのため、ホテルの稼働率はほぼ満室に近い状態が続いており、客室単価は上昇し、ホテル・観光業界には強い追い風が吹いている。ホテル・旅館を運用対象とするJリートにとってもアップサイドを狙える好機だ。

前述の集計で見た通り、Jリートが運用しているホテルの立地は地方が5割を超えている。日本には大都市だけではなく、全国に観光資源がある。国内外の観光需要を呼び込むためには観光資源をうまく活用していかなければならない。例えば雪が降らない東南アジアの人たちにとっては、日本の降雪地帯にある雪が観光資源になって、東南アジアや台湾などから大勢の観光客を呼び込んでいるケースもある。

今はまだインバウンド需要の多くが大都市に集中しているが、地方の魅力をしっかり発信していくことで地方創生と観光立国の実現に近づく。ホテ



物件データ	
敷地面積 (㎡)	56,341.43
総延床面積 (㎡)	75,605.23
取得価格 (百万円)	9,310 百万円
雇用者数 (人)	1,000 名程度 500人規模で交代勤務
固定資産税	約 7,760 万円

日本ヘルスケア投資法人



安住健太郎

大和リアル・エステート・アセット・マネジメント株式会社
営業推進部長

社会貢献ニーズの高まり

国土交通省は2025年までに高齢者人口に対する高齢者向け住宅の充足率を4%にする目標を掲げていますが、現状はまだ目標の半分程度です。国の政策目標の達成には、公的資金だけでは難しく民間の資金導入が欠かせないと考えています。リートが高齢者施設の売却先となることをマーケットに認識してもらうことで、従来は所有と運営を一体で行っていた所有者(=オペレーター)が施設を売却し、売却資金を新たな施設の開発資金に回していくことで、バランスシートを膨らませずに施設の供給を増やせます。売却先の受け皿となり得るリー

トの社会的な役割は大きいと思います。

欠かせないオペレーターとの対話

本投資法人がヘルスケア施設を取得することに対して、当初抵抗感を示されたオペレーターもいました。リートとは、賃借人と不動産賃貸者の間柄でしかないのに、なぜ色々と情報開示をしなければならないのかという思いが、一番大きな理由です。リートにとって、安定した運営をしている施設への投資、その施設の継続モニタリング、また投資家への情報開示のために必要な情報なのですが、オペレーターにとっては、必要以上に開示を迫られたり、競合への情報流出等が懸念となっていました。これについては、オペレーターと投資法人間で、情報開示の目的及び必要とされる情報について認識を共有し、不要な情報まで求めるものではないことをご理解頂けたことで、物件売却へと話をスムーズに進めることが出来ました。

日本全国共通の課題

当社は、「大和証券オフィス投資法人」「大和証券レジデンシャル・プライベート投資法人」も運営していますが、オフィス物件等は特に賃料上昇期待の面から東京

ル・旅館はそのための受け皿であり、Ｊリートが投資し保有していく意義は大きい。ホテル・旅館はオペレーターの善し悪しで収益性が決まる。地

方に進出するオペレーター、あるいは地方に存在するオペレーターを育てるという意味でもＪリートによる投資が期待されている。

日本プロロジスリート投資法人 プロロジスパーク多賀城 宮城県		日本プロロジスリート投資法人 プロロジスパーク岩沼 1 宮城県		日本プロロジスリート投資法人 プロロジスパーク仙台泉 宮城県	
					
物件データ		物件データ		物件データ	
敷地面積 (㎡)	19,877.94	敷地面積 (㎡)	45,704.30	敷地面積 (㎡)	24,451.84
総延床面積 (㎡)	36,851.74	総延床面積 (㎡)	39,957.47	総延床面積 (㎡)	26,279.71
取得価格 (百万円)	5,370 百万円	取得価格 (百万円)	5,670 百万円	取得価格 (百万円)	4,820 百万円
雇用者数 (人)	約 120 人	雇用者数 (人)	約 270 人	雇用者数 (人)	非開示
固定資産税	約 39 百万円	固定資産税	約 42 百万円	固定資産税	非開示

主要5区に注力して取得しています。一方、ヘルスケア施設は東京に投資を集中させる必要がありません。勿論、三大都市圏はその有力なターゲットになりますが、今後高齢化率が高まり高齢化人口も集中すると見込まれる地域であれば、日本全国がターゲットになり得ます。施設が入居される方にアンケートを通じて、入居場所の選定理由を聞いたところ、多くの方が、自分が住み慣れた場所に近かったからと回答されました。施設の主な商圏は概ね3～5km圏内と考えられるため、やはり人口が集中している箇所が有力な候補地となります。地方でも中核都市部などで、地元離れていない60～70代が多いところは、入居者の予備軍がいてと見ることもでき、そういう地域は施設の開発にも運営にも適していると思われます。

物件取得について

物件取得には幾つかルートがありますが、スポンサーである大和証券グループからの情報提供等のサポートもその一つです。大和証券の支店の顧客が所有する物件の売却ニーズが持ち込まれ、取得が実現した事例もあります。また、オペレーターと情報交換を密に行うことで、土地の売却情報をベースとした開発案件への取

組も行っています。開発は時間を要するプロジェクトですが、中長期的な外部成長を見据え、今後も取り組んでまいります。

ヘルスケアリートの難しさと役割

地方物件の特性として、土地価格が低い場合、建物の減価償却が大きくなりがちです。減価償却が大きいほど簿価が減っていきます。リートという商品特性上、P/L上の配当が評価されるため、償却が大きい分、利回りの高い物件を買う必要があるという難しさはあります。

また賃借人であるオペレーターに施設内の運営の多くをお任せすることになるため、不動産的視点で施設を確認するだけでなく、オペレーターとしての信用力・運営力についての確認も、非常に重要なポイントとなります。

リートを通じて全国の投資家や金融機関の資金が地方に流れる意義は大きいです。ヘルスケアリートは、地方のオペレーターに出口の機会を与えることに加え、地方の高齢者に対する施設の供給の役割も担っています。また何より現地での雇用は地方創生の根幹です。施設では基本的に地元の方々を採用しており、地方の労働人口の創出に寄与出来ていると考えています。

物流施設が地方への企業進出を呼び込む起爆剤に

物流施設は、従来型の荷物を保管するだけの倉庫ではなく、様々な生活必需品を流通させるための生産地と消費地を結びつける拠点であり、経済の血液としての役割を担う存在だ。いまや道路や鉄道、空港、港湾などと同様に、国民生活の重要な基幹インフラとなっている。地方の工業団地で開発された物流施設が新しい企業を進出させる起爆剤になっているケースもある。物流施設内では荷分けやピッキングなどの流通加工作業を行うため、多くの作業員が必要となり、雇用の創出にもつながっている。

Jリートが運用している物流施設の多くは、消費地

への輸送アクセスが良い便利な立地にあり、耐震性など最新鋭のスペックを備えた大規模な A クラス物件である。こうした近代的な物流施設は日本の物流マーケットの中でまだ 3 ～ 4% 程度しかないと言われている。とくに地方ではまだ少なく、地方への投資が拡大していく可能性は高いと思われる。

物流施設が近代的になった背景には、E コマースなどの新たな事業形態の発達や物流事業のオペレーションを手掛ける 3PL 事業者の台頭などがある。E コマースの最大の利点は大都市や地方を問わず、全国どこでも同じサービスを受けられることだ。そのため、物流施設の立地は大都市にこだわる必要はなく、大都市と大都市を結ぶ拠点となる地方も重要になっている。

ヘルスケア&メディカル投資法人



中井 喜信

ヘルスケアアセットマネジメント株式会社
取締役 投資部長
(ARES マスター M1004085)

投資対象地域と現状のポートフォリオ

本投資法人は、主として三大都市圏、すなわち首都圏（東京都、神奈川県、埼玉県、千葉県）、近畿圏（大阪府、京都府、兵庫県）及び中部圏（愛知県）、並びに中核都市圏（三大都市圏以外の政令指定都市、県庁所在地及び地方中核都市）に立地するヘルスケア施設（高齢者向け施設・住宅及び医療関連施設等）に投資を行います。ヘルスケア施設は社会インフラとも言うべきアセットで、地方においても相応の需要が見込まれます。現在のポートフォリオは、全 18 物件中首都圏 10 物件と戦略的に投資比率を高めていますが、地方都市所在のヘルスケア施設についても

継続的に取得検討を行います。

地方アセットの魅力

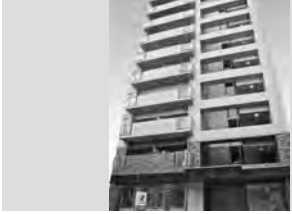
本投資法人は、2015 年 3 月の上場から 3 年後に資産規模約 500 億円、5 年後には約 1,000 億円に到達させることを目指しています。この達成には地方アセットの組入も重要と言えます。地方は首都圏に比べ相対的に高齢化率が高く、不動産の自社保有率も高いため、既存施設を中心に取得していきます。また、地方は首都圏に比べ不動産価格の変動が緩やかである上、投資利回り面でも、一般的に首都圏の物件に比べて高い場合が多く、不動産投資におけるメリットが存在します。当該地域の人口動態、経済環境、需給関係を踏まえて、事業継続性が認められるヘルスケア施設を取得することにより、持続的な資産の拡充と安定的な収益の確保をいたします。さらにはこれらを通じて、中長期的な投資主価値の最大化を実現していきます。

地域に根ざす優良オペレーターとの連携

ヘルスケア施設は、オペレーター（ヘルスケア施設の運営事業者）による施設運営力を始めとする経営力が物件の評価上、最重要である点が他のアセットと大きく相違するところです。従って、本投資法人にとっ

高齢社会のソリューション提供を目指す ヘルスケアリート

高齢社会への対応は日本全国が抱えている課題だ。団塊世代が後期高齢者になる 2025 年までに、高齢者人口に対する高齢者向け住宅の充足率を現在の約 2 倍となる 4%にする目標を政府は掲げている。財政難に苦しむ国にとっては、医療・介護の問題を含めた高齢者施設の充足こそ、民間からのソリューションを最も必要としている分野だ。施設の新規開発と既存施設の売却の受け皿になるという J リート本来の機能を果たすことが、ソリューションの提供になる。ヘルスケアリートの役割と期待は非常に大きい。

日本ヘルスケア投資法人 アルファリビング高松百間町 香川県	
	
物件データ	
敷地面積 (㎡)	466.5
総延床面積 (㎡)	1,922.18
取得価格 (百万円)	605 百万円
雇用者数 (人)	27 人
固定資産税	3,119,480 円

オペレーターは賃借人であるばかりではなくパートナーというべき存在になっています。高齢者向け施設・住宅のオペレーターは10,000社以上にのぼり、全国展開している大手もありますが、多くは地域密着型の中小の事業者です。規模の大小は問わず、その地域のニーズと実状に合った運営を堅実にやっているオペレーターも対象と考えています。

ちなみに本投資法人は、首都圏以外に8物件を保有していますが、このうち九州地方には福岡県に3物件（さわやか田川館、さわやか和布刈館、さわやか立花館）保有しており、これらはすべて北九州市に本社を置く株式会社さわやか倶楽部が運営しています。同社は有料老人ホームを全国展開している一方で、地元企業として地域との信頼関係を構築し、また地域におけるネットワークとブランド力を活用して多くの優秀な人材を確保しており、信頼できるパートナーとなっています。

地域経済への貢献の可能性

本投資法人が地方のヘルスケア施設を取得することにより、資本市場の資金が地方の介護・医療業界に供給されることになります。その結果、当該地域において必要なヘルスケア施設が増加し、高齢社会の

ニーズに応えるばかりではなく、地域における雇用創出効果も期待できるのではないのでしょうか。

地域経済と言えば、「日本版 CCRC」の検討が始まっています。我々は、日本版 CCRC だから投資することはなく、その事業の妥当性／継続性を目利きした上で投資の是非を判断します。

一方、我々が最重要視していることは、現状、政府は財政問題も踏まえ、『地域医療構想』の下、『地域包括ケア』体制を構築している途上だということです。この実現に向けて、ヘルスケアリートが資金調達の面で貢献できる局面もあると考えています。

病院不動産への取得に向けて

本投資法人は、有料老人ホーム16物件、サービス付き高齢者向け住宅2物件を保有していますが、まだ医療関連施設を取得するには至っていません。投資家の皆様からも医療関連施設、とりわけ病院不動産への期待は高く、今後とも積極的に取得検討を行っていきます。また、日本全国には老朽化して建て替えを検討している病院が相当数あり、これらの病院に資金調達の手段としてリートを活用していただくことで、地方における医療施設の改善・充実にリートが貢献していきたいと考えています。

ヘルスケア施設はホテルと同様、オペレーター的能力が収益性を左右する典型的なオペショナル・アセットである。ホテルと大きく異なるのは賃料のボラティリティがほとんどなく収益が安定していることだ。そのためにはオペレーターがしっかりしていることが前提となる。地方は人口減少という深刻な問題を抱えているが、高齢者人口の比率は増加しているため、ヘルスケア施設に対する需要は大きい。ヘルスケアリートにとって

ヘルスケア&メディカル投資法人 さわやか和布刈館 福岡県	
	
物件データ	
敷地面積 (㎡)	3,758.26
総延床面積 (㎡)	4,720.46
取得価格 (百万円)	1,380 百万円
雇用者数 (人)	53 人
固定資産税	非開示

ヘルスケア&メディカル投資法人 さわやか田川館 福岡県	
	
物件データ	
敷地面積 (㎡)	4,300.9
総延床面積 (㎡)	2,366.2
取得価格 (百万円)	390 百万円
雇用者数 (人)	27 人
固定資産税	非開示

ジャパン・シニアリビング投資法人



藤村 隆

ジャパン・シニアリビング・パートナーズ株式会社
代表取締役社長

地方が抱える問題

地方の抱える問題は幾つかありますが、「少子高齢化」「人口減少」「中心市街地の衰退」の3つに集約できると思います。そのソリューションのひとつとして地方都市の中心市街地への高齢者施設・住宅の誘致が考えられます。高齢者が中心市街地に集住することで徒歩での生活が可能となり、介護サービスも効率的に提供できます。高齢者施設を核とした“コンパクトシティ化”の推進は、高齢者の生活利便性が増すとともに行政のメリットにも繋がります。ヘルスケアリートが不動産の家主として高齢者施設・住宅を供給することによって、これらの地方が抱える問題

に対してソリューションを提供できると考えています。

地方案件の特徴はさまざま

本投資法人が投資している地方案件として、北海道恵庭市の「アルファコート恵庭駅西口再開発ビル」があります。恵庭市と民間企業と共同で開発した複合施設で、JR恵庭駅と空中廊下で直結しています。低層階はクリニックモール、認可保育所、郵便局、店舗、コミュニティスペース等、上層階は有料老人ホームとなっており、コンパクトシティ化と地域交流・多世代交流を実現させています。

多摩ニュータウンの「ゆいま〜る聖ヶ丘」は、高齢化率の高まる老朽化した団地を日本版CCRCのビジネスモデルで再生した「団地再生」のモデルケースです。1階には地域の誰もが利用できる様々な介護施設やレストランがあり、2階〜4階はアクティブシニア向けの住宅となっています。地域住民との交流の拠点として、また地域包括ケアの拠点としても機能しているこの様な日本版CCRCモデルは、地方の公営団地の再生でも応用できるビジネスモデルだと思います。

は投資対象の検討範囲がその分広がる。

高齢化対策として地方に高齢者のためのコミュニティ村を整備する「日本版 CCRC」の構想がある。実現するためのハードルは高いが、ヘルスケアリートに期待する役割は大きい。ヘルスケア施設は1件当たりの規模が小さい案件が多いため、リートの資産規模を拡大するのが難しいという課題がある。しかし、日本版 CCRC の成功事例ができれば資産規模の拡大が進む可能性がある。

また、施設の老朽化や経営難の課題を抱えている病院の再生にもヘルスケアリートは挑もうとしている。地域にとってなくてはならない病院を再生して収益性を高めていくことは、高齢社会となった日本の地方創生のために必要なソリューションだ。

物件データ	
敷地面積 (㎡)	3,939.14
総延床面積 (㎡)	9,718.77
取得価格 (百万円)	1,600 百万円
雇用者数 (人)	22 人
固定資産税	非開示

オペレーショナルアセットの特色

ヘルスケア施設は、人口動態、経済環境、需給関係の全ての点から、地方都市でも長期安定的な稼働が期待できるという、他のアセットとは決定的に異なる特徴を有しています。加えて、「不動産投資+事業投資」というハイブリッド型投資としての側面があることから、オフィスビルやマンションと比較して不動産としての立地の適格性が低い地域でも、事業としての確実性が高ければ投資価値が認められるという特徴もあります。逆にオペレーションリスクを負っていることにより、立地が良くてもオペレーターの信用力や事業収支が悪化すると価値も低下するため、オペレーションリスクを的確にマネジメントすることが重要です。

地方にヘルスケア施設を供給するために

今、全国約260の地方自治体が日本版CCRC（生涯活躍の街）事業を総合戦略に掲げて地方創生を推進しようとしていますが、その成否は想定通りに事

業を実現できるオペレーターを見つけられるかに懸かっています。我々も、全国各地の日本版CCRCの計画のお手伝いをしていますが、まずはオペレーターの開拓に注力しているところです。また、開発や事業運営については、許認可権を持つ行政の後押しが欠かせませんし、事業採算性を確保するためには、開発段階の建設費の助成や政府系のリスクマネーの供与、入居者の家賃補助なども有効だと考え、国や自治体に積極的に提言を行っています。

一方で、上場ヘルスケアリートができることには自ずと限界がありますので、地産地消の発想で、そのエリアのオペレーター、金融機関、投資家をうまく取りまとめた「ご当地ヘルスケアインフラファンド」といった私募ファンドの仕組みも面白いと思います。不動産証券化の様々な仕組みを活用して全国各地で成功事例が積み重ねられていくことが期待されます。

公的支援紹介：

耐震・環境不動産 形成促進事業について

一般社団法人 環境不動産普及促進機構
(略称：Re-Seed 機構)

1. 本事業の目的と仕組み

「日本経済再生に向けた緊急経済対策」（平成25年1月11日閣議決定）において、国土交通省及び環境省の共管事業として「耐震・環境性能を有する良質な不動産形成のための官民ファンド創設」が盛り込まれたことを受け、平成24年度補正予算において「耐震・環境不動産形成促進事業」が創設されました。

本事業は、老朽・低未利用不動産について、国が民間投資の呼び水となるリスクマネーを供給することにより、民間の資金やノウハウを活用して、環境不動産の形成（改修・建替え・開発事業）を促進し、地域の再生・活性化に資するまちづくり及び地球温暖化対策を推進することを目的とするものです。

一般社団法人環境不動産普及促進機構（以下「機構」という。）は、平成25年3月に本事業の基金設置法人として採択され、補助金の交付を受けて

「耐震・環境不動産支援基金」を造成しております。本事業は、次頁の図のとおり、当該基金を活用して、老朽・低未利用不動産の改修、建替え又は開発を行う事業者（特定目的会社（TMK）、合同会社（GK）などのSPC等）に出資等を行うLPS^{注1}に出資を行うスキームとなっています。

2. 本事業の流れ

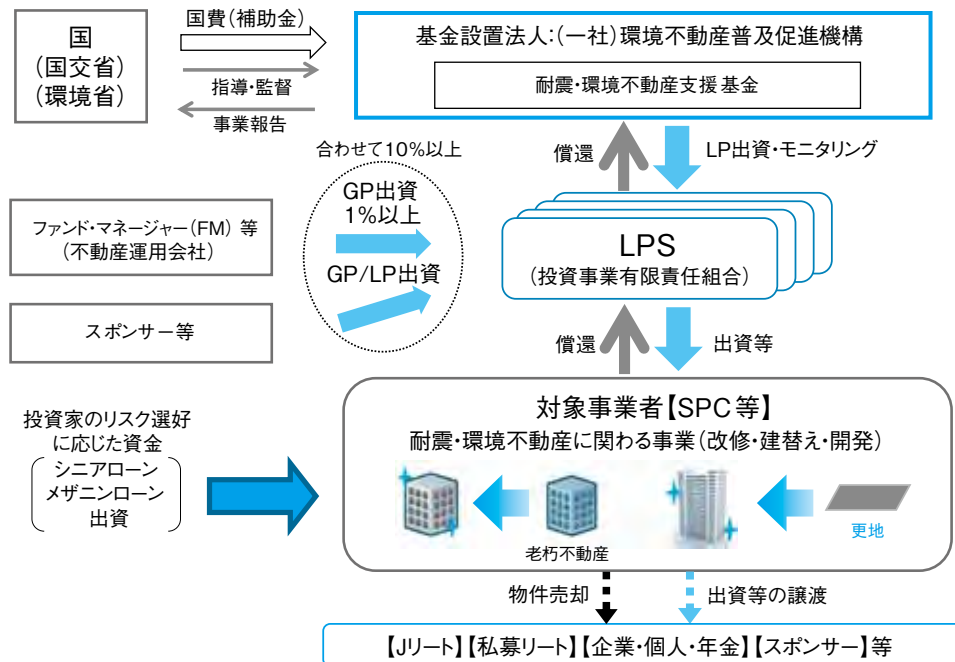
本事業の流れは、以下のとおりです。

- (1) 機構は、LPSの運営を行うファンドマネージャー（以下「FM」という。）を募集します。本事業において、LPSは1つに限定されず、複数のFMがそれぞれのLPSを組成することを想定しています。なお、FM等からLPSへの無限責任出資（以下「GP出資」という。）が1%以上、スポンサー企業等からの出資を含め10%以上の出資が、機構からの有限責任出資（以下「LP出資」という。）以外に必要です。

注 1

投資事業有限責任組合契約に関する法律に基づく投資事業有限責任組合（英文名称 Limited Partnership の略称）

耐震・環境不動産形成促進事業の仕組み



- (2) 応募するFMは機構に投資計画等の資料を提出し、機構は、投資計画の内容やFMの業務遂行能力等を総合的に勘案して、それぞれのLPSへの出資限度額（以下「コミットメント枠」という。）を決定します。なお、1つのLPSに対するコミットメント枠の上限・下限はなく、LPSやFMの数についても限定はありません。
- (3) 機構は、FMと協議して、必要な時期にLPS契約を締結します。なお、事業の進捗や資金需要など必要に応じて契約前にコミットメントレター^{注2}を発出する場合があります。
- (4) 機構は、LPS 契約に基づき、FM からのキャピタルコールに応じてLP出資を行い、LPSから対象事業者に対して出資等が行われます。LPSから対象事業者への出資等は対象事業に対する同順位トランシェ以下の民間出資等と同額以下を原則としています。また、LPSからの出資等は、原則としてメザニン出資としていますが、必要に応じて劣後出資、メザニンローンの貸付、

メザニン社債の取得も可能です。ただし、民間より劣後した単独の劣後性資金は提供しないこととなっています。また、投資期間としては原則10年以内を予定しています。

- (5) LPS契約締結後は、FMはLPS 契約に従ってLPSを運営し、対象事業の進捗状況等を含むLPSの運用状況等の報告や対象事業者からの配当等に応じたLPSの金銭分配等を行って頂くことになります。
- (6) なお、LPS から機構に償還された金銭は耐震・環境不動産支援基金に繰り入れられ、LPSへの新たなコミットメント枠の決定に向けた原資とすることが可能となっています。

3. FMの選定要件と随時募集の開始

FMの選定にあたっては、一定の要件を定めています。主要な要件としては、LPS の運営を円滑に遂行

注2
正式な契約締結前に出資等の意思を表明する文書

できる能力及び経験を有すること、十分な資本金を有すること、経営が安定的であること、情報管理体制や内部管理体制が整備されていること、等です。なお、FMについては平成26年3月に25者を選定済みでしたが、平成28年2月より、新たなFMについても随時募集を開始しています。

4. LPSからの出資等の対象事業の要件

LPSからの出資等の対象事業は、これまでは、国勢調査の結果に基づく人口集中地区内（いわゆるDID）等の地域要件がありましたが、平成28年2月に地域要件を撤廃し、対象地域を全国に拡大しました。整備後の建物の主な要件としては、改修の場合には、一定の耐震性能又は環境性能（建物全体のエネルギー消費量を15%以上削減する省エネ改修など）を有する建物が対象となり、建替え、開発の場合

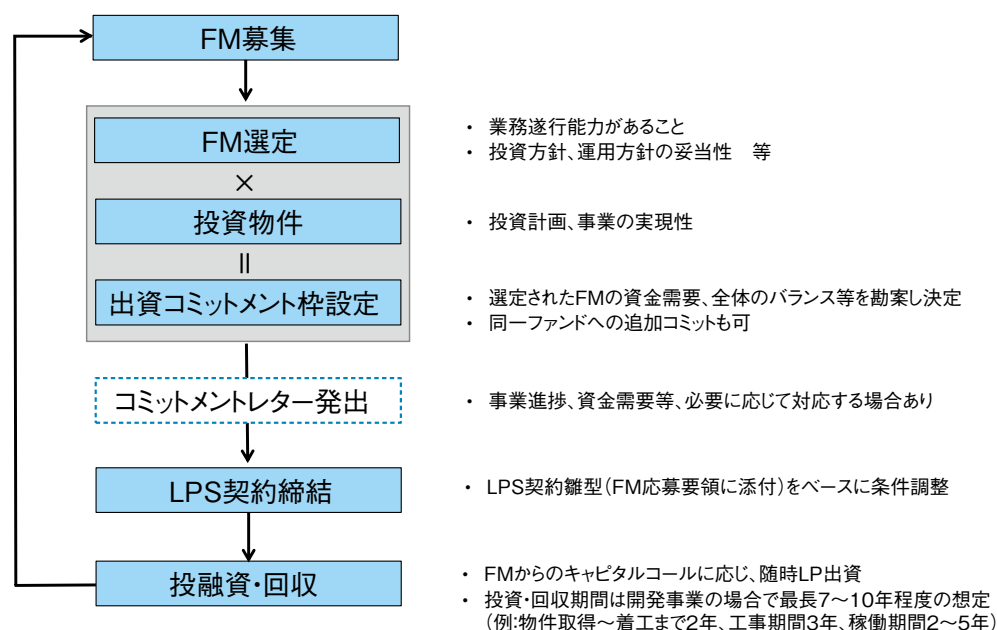
には、一定の環境性能（CASBEE「A」ランク以上など）を有する建物が対象となります。なお、サービス付き高齢者向け住宅等のヘルスケア施設の場合又は一定の地域^{注3}における旧耐震建物の建替えの場合においては、要件の特例があります。

また、出資等の対象事業者は、一般的に不動産証券化スキームで活用されているTMK、GK-TKスキームに加え、専ら会社や改正不動産特定共同事業法の特例事業者、投資法人（REIT）も対象としています。

より詳細な要件等につきましては、当事業のウェブサイト（<http://www.kankyofudosan.jp/>）のFM応募要領や事業説明資料などをご確認下さい。

機構では、本事業の実施により、老朽・低未利用不動産の再生・利活用を通じて、良質な環境不動産の供給を促進し、地域の再生・活性化に資するまちづくり及び地球温暖化対策の推進に寄与して参ります。

本事業の流れ



注 3

埼玉県、千葉県、東京都、神奈川県、大阪府、名古屋市、京都市及び神戸市以外の地域

特集：地方創生における不動産証券化の役割

公的支援紹介：

まち再生出資業務

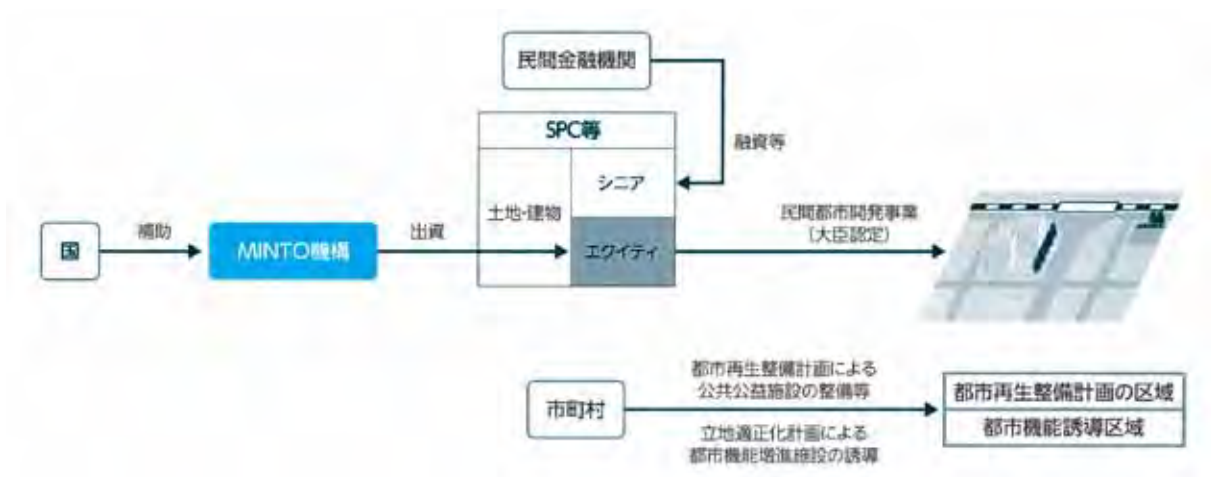
一般財団法人 民間都市開発推進機構

1. はじめに

一般財団法人 民間都市開発推進機構（MINTO機構）は、民間都市開発の推進に関する特別措置法に基づき国土交通大臣に指定された一般財団法人で、国からの無利子資金等を活用した出資、融資などの各種支援メニューを用い、昭和62年の設立以来、約1,200件、総額約1兆8千億円のプロジェクトを支援してまいりました。

本稿でご紹介するまち再生出資で特に最近ニーズが増えているのは、公的不動産（PRE）を民間に有効活用してもらおうとする「公民連携事業」への支援です。人口減少、少子・高齢化や逼迫した財政状況等を背景として老朽化した公共施設の整理統合により新たに生み出された土地などの有効活用に使われております。また、建物を新設する事業だけでなく既存の建物を活用したリノベーション事業に対する支援にも取り組んでおります。

公民連携事業やリノベーション事業は今後のまちづ



りの核となると共に、地方創生においても今後一層重要な役割を果たしていくものと考えます。

以下、まち再生出資の概要と制度を活用して各地で立ち上がった事業の事例をご紹介します。

2. まち再生出資とは

(1) 制度の概要

まち再生出資は、都市再生特別措置法を根拠法とし、市町村が定める特定の区域において行われるプロジェクトに対し、MINTO 機構が出資を行うことにより事業の立上げ支援を行う制度です。

出資の形態については、資産流動化法上の特定目的会社（TMK）への優先出資〔図2参照〕や合同会社への匿名組合出資（GK-TK）といった不動産証券化スキームを活用した事例、株式会社の優先株を引き受けた事例〔図3・4参照〕、また、不動産特

定共同事業のスキームを活用した事例もあります。事業に一番マッチしたスキームを選択することができます。

(2) 制度の特徴

○公的性格が強い出資により資本を増強、財務基盤の強化・事業の安定化

前例がなく収支予想の難しい事業や担保力に乏しい事業であっても、出資により支援することで、金融機関の融資を後押しする効果があります（呼び水効果）。

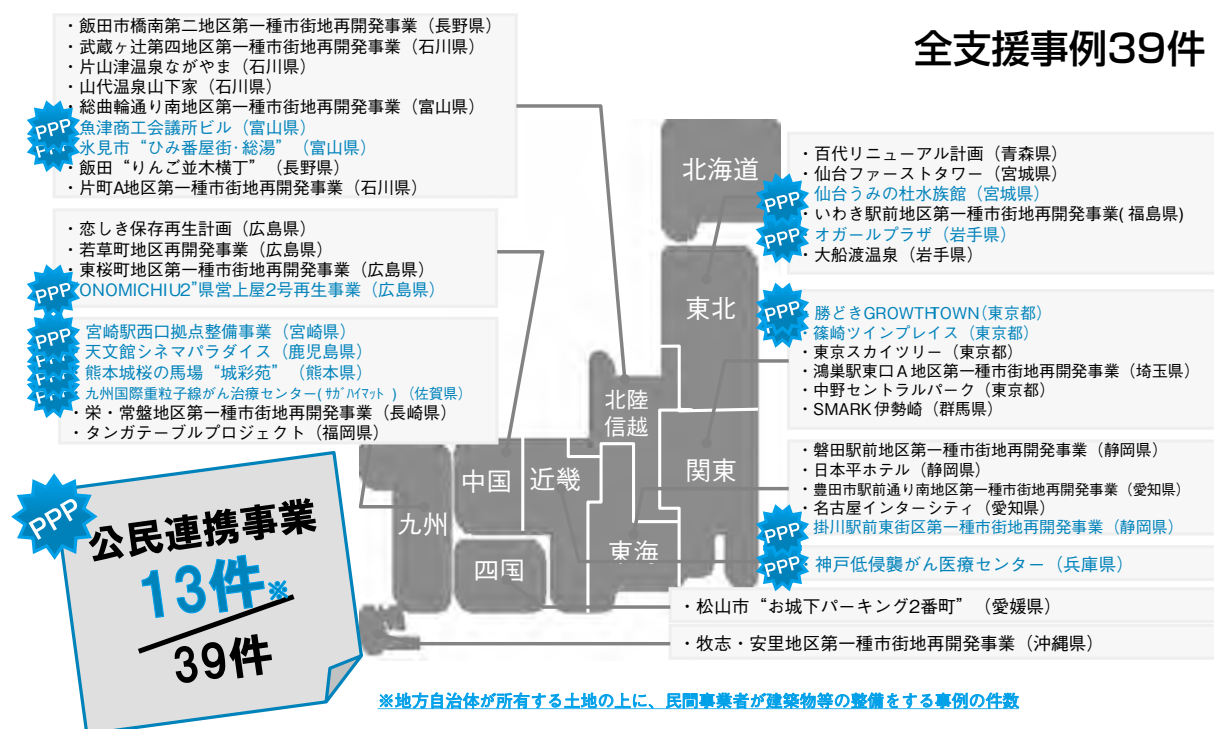
○担保不要

担保が不要なことから借地上での事業等でも対応が可能となります。

○国土交通大臣の認定

大臣認定を受けることにより、プロジェクトの政策的意義が明確化し、公的にオーソライズされます。

図1 まち再生出資のこれまでの支援実績(地域別)



○事業の継続性・内容を審査

審査の過程でいろいろな角度からアドバイスが得られ、磨きあげられた事業につくりあげることができました。

○事業採算性の目安

審査にあたっては10年以内に配当を行うことが確実と認められること等を事業採算性の目安とします。

原則として事業の安定稼働後には償還を求めます。

○デットファースト

出資の償還は、融資の返済が終わった後からとしており、金融機関の借入れとは競合しません。

(3) 平成28年度の制度拡充

今年度からPREを活用した事業や空き店舗等を活用したリノベーション事業など低未利用の既存ストックを活用した事業について制度拡充がなされました。

これらの事業の場合、市町村が定める区域に係る要件緩和や、面積要件も500㎡以上に緩和され使い勝手がよくなりました。

(4) これまでの実績

これまで「まち再生出資」は、全国で39件の支援実績があります〔図1参照〕。中野セントラルパークや東京スカイツリーなどのような大都市の大規模プロジェクトに活用される一方、地方都市では、地元企業等が設立したまちづくり会社や、市街地再開発事業において権利者等が保留床を買い取るために設立した会社などに対して支援することで、地域の活性化に貢献してまいりました。また、最近ニーズの増えている公民連携事業が13件、リノベーション事業は7件あります。

3. まち再生出資の 地方都市における事例

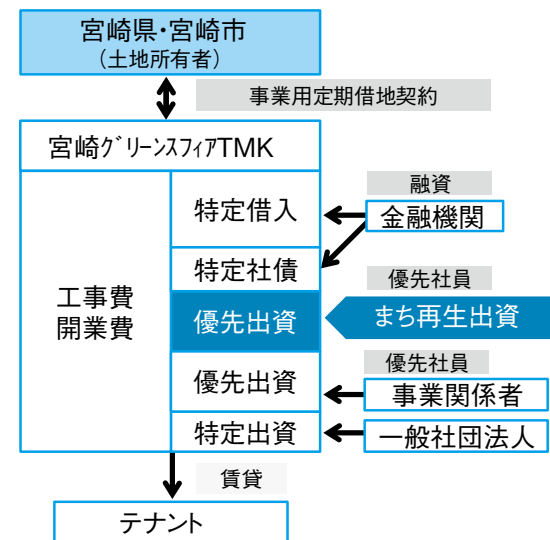
(1) KITEN(宮崎駅西口拠点施設整備事業)

～公民連携事業／TMKスキーム活用～



(平成23年8月竣工)

図2 KITENの事業スキーム図



宮崎の玄関口でもあるJR宮崎駅西口で土地区画整理事業により基盤整備が行われる中、県と市は「複合交通センター」を整備する種地を取得しましたが、事業化が長年の懸案となっていました。

民間事業者による事業提案競技を実施し、商工会議所を中心とするグループが選定されましたが、リーマン・ショックの影響により、出店予定テナントの相次ぐ撤退や資金調達が難しくなるといった事態となりました。地元企業からの出資も限界があり、公有地を借地して行う事業で土地が担保とならないことから金融機関からの融資も限界となっていました。

こうした中、国土交通大臣の事業認定および公的機関であるMINTO機構の出資が、地元の金融機関や企業等による出融資の呼び水となりました。

市の顔となる駅前敷地に、バスセンターなどの交通機能とビジネス拠点を整備したことにより、中心市街地と駅を結ぶ結節点の機能を有する施設の整備することができました。

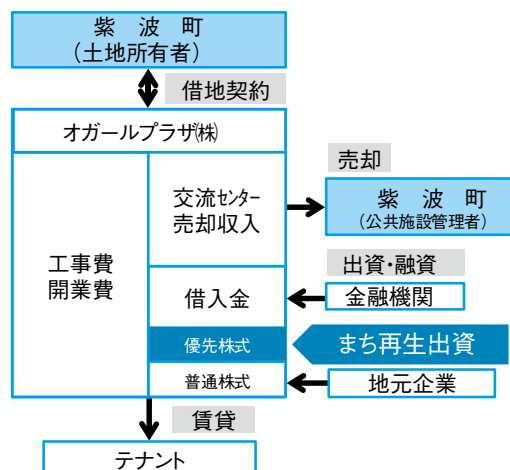
(2) オガールプラザ整備事業【岩手県紫波町】

～公民連携事業／公共施設・民間施設の合築～



(平成24年6月竣工)

図3 オガールプラザの事業スキーム図



請願駅「紫波中央」駅前の土地開発事業で整備された約10haの土地を紫波町が取得したものの、10年以上の間、空き地の状態のまま放置されていました。

町は、予算に制約がある中、図書館や市役所などの公共施設の更新も進める必要があり、新しいまちの起爆剤になる開発を民間のアイデアと資金で実現

することを目指しました。

町有地を借地し、官民複合施設を整備（竣工後、紫波町に図書館等を売却）・運営する主体（オガールプラザ（株））にMINTO機構が出資することにより、官民一体となった連携事業を後押しすることができました。

テナントを100%決めてから設計・建設工事に着手するという事業手法やMINTO機構の出資にあたり事業計画の精査を行うことで事業に信頼が得られ、地元金融機関による融資の呼び水となりました。

公益施設（図書館・子育てセンター）と民間施設（産直・クリニック・飲食店等）の合築、公益施設の賑わいが商業にも波及するPPPの好事例として注目を集めています。

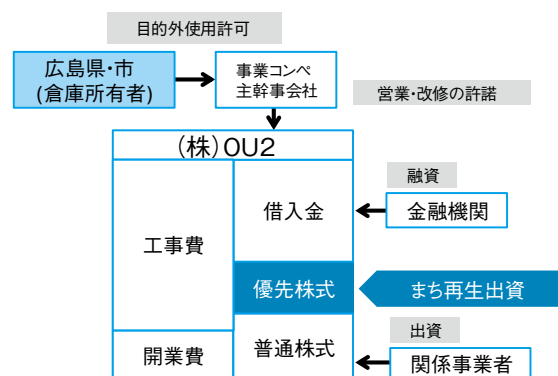
(3) ONOMICHI U2

～公民連携事業／リノベーション事業～



(平成26年3月竣工)

図4 ONOMICHI U2の事業スキーム図



JR尾道駅から徒歩約5分の海沿いに建つ築70年の県営上屋（港湾倉庫）をリニューアルして、サイクリスト向けのホテルや瀬戸内の産品を使ったレストラン等の観光拠点を整備したもので、日本初のサイクリスト向け複合施設として話題となっています。

広島県と尾道市は、「瀬戸内しまなみ海道」を自転車の聖地としての魅力を強化・発信していくため、サイクリングの拠点を整備したいというニーズがあり、民間の資金とノウハウを活用するため公募により地元の経営者を中心に設立した「(株)ディスカバーリンクセとうち」を選定しました。

同社が母体となり設立した整備主体（(株)OU2）が、リニューアル事業を進めましたが、土地・建物が県の所有であることから担保力に限界があること、前例のない新規事業で事業採算性が見通しづらいことなどにより、資金調達面で課題に直面しました。

MINTO 機構の出資制度を活用することにより、公共的意義の明確化や資本増強を図ることで金融機

関による融資を後押し、事業の立上げに寄与しました。

4. まずはお気軽にご相談を

MINTO 機構には、「まち再生出資業務」のほか長期安定的な融資型の金融支援メニューとして、「共同型都市再構築業務」、「メザニン支援業務」もあり、事業資金の調達手法・性格に応じ、個別のケースに最も適合した支援メニューをお選びいただけます。

また、NPOや住民等のまちづくり活動やクラウドファンディングを活用したまちづくり事業を支援する地域のまちづくりファンドに資金助成する「住民参加型まちづくりファンド支援業務」もあります。資金支援のほかにもまちづくりアドバイザーの派遣、PREメルマガの配信など情報発信等も積極的に行っております。

まずは、下記お問い合わせ先までお気軽にご相談下さい。

公的不動産（PRE）の活用推進

毎月1回程度、公民連携の新しい動きや関係各省庁の動向、公的不動産活用の事例や関連セミナーの紹介などのニュースをメールにより配信（PREメルマガ）しております。

配信登録は、こちらまで→ <http://www.minto.or.jp/products/mailmaga.html>

お問い合わせ先

一般財団法人 民間都市開発推進機構

【各業務総合窓口】 企画部企画課 TEL.03-5546-0797 FAX.03-5546-0794

■ 共同型都市再構築事業・メザニン支援業務	業務第一部	TEL.03-5546-0787
■ まち再生出資業務	業務第二部	TEL.03-5546-0777
■ 住民参加型まちづくりファンド支援業務	企画部調査計画課	TEL.03-5546-0797
※上記業務のうち港湾関係のもの	企画部（港湾担当）	TEL.03-5546-0786

〒135-6008 東京都江東区豊洲3丁目3番3号 豊洲センタービル8階 <http://www.minto.or.jp>

第14回

定時社員総会・懇親会を開催

一般社団法人不動産証券化協会は平成28年5月16日、帝国ホテル「桜の間」において、第14回定時社員総会を開催し、平成27年度事業報告及び決算の承認、役員の選任を行い、両議案が承認されました。

総会終了後、同ホテル「孔雀東の間」で懇親会を開催し、協会会員、友好団体等から約600名にご参加いただきました。

日時：平成28年5月16日（月） 午前11時～正午

会場：帝国ホテル「桜の間」



総会議案

第1号議案：平成27年度事業報告及び決算の承認に関する件

第2号議案：役員の選任に関する件

平成 28 年度事業計画

(自：平成 28 年 4 月 1 日 至：平成 29 年 3 月 31 日)

I 事業計画の考え方

1. 市場認識

我が国経済が緩やかな回復を続ける中、不動産投資市場は昨年度に引き続き堅調を維持している。Jリート市場は、上場53社、資産規模約14兆2,600億円(平成28年2月末日現在)に達し、私募市場も、オープンエンド型私募リートが年金等機関投資家の運用先として普及し、16銘柄、資産規模1.4兆円を超えた。また、投資対象資産の多様化も進み、平成27年度には、対象資産をヘルスケアやホテルに限定したリートの新規上場も行われ、市場は幅と厚みを着実に増やしている。一方、市場の健全な発展には、各当事者の冷静な状況判断に加え、高い規範意識に基づく倫理行動によって投資家の信頼に込めていくことも必要である。

2. 重点課題

第五期中期事業計画(目標:「更なる進化への挑戦とニューフロンティアの開拓」)の中間年である平成28年度は、「更なる進化に向けた活動を具体化する年」と位置付け、協会の掲げる量的目標及び不動産のアセットクラス化を実現するためには、ヘルスケア施設をはじめ投資対象資産の更なる多様化並びに投資適格不動産の創出の促進が喫緊の課題であるとの認識のもと、昨今の投資対象資産の逼迫状況を踏まえて、以下の重点課題に取り組む。

- (1) CRE・PRE等投資適格不動産の増加を促す具体的方策の検討
- (2) インフラ対応への協会の基本姿勢確認、推進方法の検討(切り出し可能な資産の洗い出し、取組み可能資産の絞り込み、実務課題の抽出等)
- (3) ヘルスケア、インフラ等新領域のオリジネーターやプレーヤーへのチャネル開拓と制度改善・新領域開拓に資する海外情報収集(機能強化)
- (4) アウトバウンド投資拡大に向けた機会と課題の探索
- (5) 金融収縮期対応研究の継続

3. 各事業の基本方針

<政策提言事業>

平成27年度の活動を踏まえ、次のステージに向けた具体的な改善策や新たな方策を検討し、関係法制の改正動向や、改正後の実務への展開状況の把握に努めるとともに、会員の意向を踏まえながら、必要な制度改善、税制改正要望等を行う。

<不動産証券化普及事業>

公的年金をはじめとする機関投資家、個人投資家の不動産証券化市場への更なる投資促進を図り、長期安定資金を市場に導入するための諸活動を行う。特に投資判断に必要な情報の整備と発信については、投資家の特性を踏まえたメニューの充実に努める。

また不動産証券化事業の浸透と市場拡大のため、ヘルスケア・インフラ等新領域の事業者に対する普及活動のためのチャネル開拓を行う。

<調査研究事業>

実務に根差した情報収集、現状把握、調査・研

究・分析、課題抽出を行い、その成果を投資家に対する普及活動や政策提言事業に活かしてゆく。特に年金等の機関投資家に不動産がアセットクラスとして位置づけられるためには、不動産投資市場の規模拡大が必須となることから、制度改善や新領域開拓に資する各種情報、データ及び市場動向の収集・把握・分析を行う。

また当該分析等を踏まえたオリジナリティーのある情報発信に努めるとともに、投資資産多様化、投資適格不動産の増加、地方創生支援、不動産投資のグローバル化促進等のための各種調査・研究を実施し、これらに立脚した提言につなげる。

さらに市場の活況期にこそ、危機対応への備えが必要であるとの反省から、平成27年度の活動を踏まえ、金融収縮期対応への研究も継続する。

<国際連携活動>

「REESA代表者会議」の京都での主催(2016年10月)や、「MIPIM JAPAN - ASIA PACIFIC 2016 (大阪)」等海外友好団体のカンファレンスへの協力など、関係団体と連携してグローバルな不動産投資市場発展のための活動を行う。また、海外友好団体との関係については、双方向性の情報提供や往訪による連携強化を図る。

<教育事業>

マスター資格の普及と資格者の増加のため、特に会員外への受講者拡大を促す活動を展開するとともに、マスターに対する倫理教育の強化や継続教育の充実に努め、マスター資格に対する更なる信頼性の強化を図る。

<投資家保護事業>

会員及びマスターに対する規律の徹底と苦情相談室の体制整備に努める。

<協会運営>

不動産投資市場、不動産証券化ビジネスの拡大に対応し、新たなステージに適合する運営方針の検

討を幅広に行う。

Ⅱ 事業内容

1. 政策提言事業

関係法制の改正動向や、改正後の実務への展開状況を把握し、会員の意向を踏まえて、必要な制度改善及び税制改正要望を行う。

あわせて投資対象資産創出に資する方策等、市場拡大のための新たな施策の可能性を追求する。

(1) 制度改善要望活動

- 投信法、金商法：金融審議会での投資運用業に関する検討への留意と対応
- 不動産特定共同事業法：法改正要望に向けた対応
- 平成29年度制度改善要望：要望アンケート結果を踏まえ、対応する。
- その他関連法制への対応

(2) 税制改正要望活動

- 平成29年度税制改正要望：要望アンケート結果を踏まえ、対応する。
- その他関連税制への対応

(3) 会計基準関連

- 国際会計基準とのコンバージェンス等への対応を継続して行う。
- 不動産協会、経団連、REESA等の関係諸団体と連携して要望活動を行う。

(4) 欧州ヘッジファンド規制(AIFMD)への継続対応

2. 不動産証券化普及事業

公的年金をはじめとする機関投資家、個人投資家の不動産証券化市場への更なる投資促進を

図り、長期安定資金を市場に導入するための諸活動を行う。また、会員社と投資家の属性に応じた情報の整備と発信に努める。

平成28年は、Jリート市場創設15周年に当たることから、15年間の総括と今後の更なる発展をテーマに、シンポジウムを開催する。

(1) 個人投資家に対するJリート等普及のための情報発信の充実

個人投資家への情報発信強化とメディアへの情報提供力強化に注力する。

①各種イベントの開催

- ・既存投資家や新たな投資家との良好なコミュニケーション、IR活動の場としての「Jリートフェア」の開催、「東証IRフェスタ」への出展
- ・「Jリート全国キャラバン」の継続による地方への普及

②メディアへの情報提供

- ・「記者向け基礎セミナー」、「記者懇談会」の開催
- ・Jリートフェア等各種イベントや、協会独自の調査結果公表等と連携したアプローチの強化

③「J-REIT.jp」の改善

「J-REIT.jp」の利便性向上(タブレット対応等)及びJリート情報、NISA関連情報等コンテンツの拡充を図る。

(2) 機関投資家に対する不動産投資の普及活動

①投資家登録制度の普及

- ・年金、地銀等への登録拡大に加え、登録メンバーとのリレーション構築の促進

②インデックス(AJPI・AJFI)のプレゼンス向上

- ・潜在的ユーザーへの広報活動の本格化
- ・プロダクト拡充の検討
- ・海外インデックス機関との連携の方向性の検討

③私募ファンドガイドライン

- ・定例アンケートの実施と内容の見直し要否の確認

④委員会、研究会活動

- ・「投資家小委員会」:継続
- ・J-REIT商品特性研究会:平成27年度にて終了

⑤イベント

- ・年金フォーラム
- ・インデックスセミナー

⑥投資家小委員会を通じた不動産投資啓発活動の活発化

(3) 海外投資家に対する我が国不動産投資市場の普及活動

①ホームページの英文情報整備:

海外投資家の必要とする情報提供(英文の不動産証券化関連法令、日本の不動産取引の慣行、Jリート特有の仕組み(外部運用の特徴等))のため、掲載サイトへのリンクを充実するなどして、海外投資家にとって使い勝手の良いホームページを目指す。

②MIPIM JAPAN - ASIA PACIFIC 2016(大阪)

(平成28年9月8～9日開催予定)への協力

③特別研修会等への海外投資家の招聘

④RICSとの連携:海外での提携イベントの企画など

(4) ヘルスケア、インフラ等新領域事業者に対する普及活動

リート等不動産証券化事業の浸透並びに市場拡大に資するため、ヘルスケア、インフラ等新領域のオリジネーター、オペレーターへのチャネル開拓を行う。

(5) Jリート市場創設15周年記念シンポジウム

(6) その他情報提供

①Jリート関連:J-REIT Report(毎月)

ARES・Jリートダイジェスト(年2回)

- ②メディア関連：懇談会、広報推進委員とのメディア情報面での連携
- ③不動産証券化ジャーナル：会員サービスの見直しの一環として、配布方法の見直し等を検討する。
- ④協会オリジナルの各種調査結果の効果的発信の検討と実施

3. 調査研究事業

公的年金をはじめとする機関投資家に不動産セクターが主要対象資産として認知されること、そのためにリートをはじめとする不動産投資市場の規模を拡大することを目指し、必要な市場動向の把握、情報発信及び提言活動等に資するデータの収集、各種調査・研究の実施と、当該調査研究に基づく提言を行う。

(1) 研究・啓発活動

①投資対象の多様化に関する研究

- ・ヘルスケア、病院リート：周知活動の継続（「ヘルスケアセミナー」への協力等、所管官庁との協働）
- ・インフラ：「インフラ・PRE検討ワーキンググループ」において、インフラに関する概念整理（どこまでが不動産の範疇か）、当協会のインフラ・PREへの対応（どこまで当協会の対応領域とするのか）、並びにその推進方法に関する検討を行う。

②CRE並びにPREに係る海外事例の研究：新規

③環境不動産に関する啓発、研究活動

ESG、国連PRIなど、最新動向の把握、調査を行うとともに、GRESBの調査の支援や国土交通省の検討委員会への参画を継続する。

④金融収縮期も念頭においた、改正投信法で解禁された諸制度やデット調達条件等の課題研究：継続

平成27年度に行ったリーマンショック時のヒアリング等を踏まえ、ライツオフアッシング、自己投資口保有、デットのコベナントやコミットメントライン等に関

する課題の研究と改正投信法によって担保された手段の有効性の検討を行う。これらを踏まえて、リスクシナリオやストレステストの共有化の可能性を検討する。

⑤地方における案件支援のための情報提供・交流活動：継続

地方の官民組織（自治体、地方金融機関、地方経済団体等）や国の関連機関等と連携して、証券化対象不動産となりうる投資案件や開発案件を支援するための情報提供・交流活動を継続する。

その前提として、地方における不動産投資の実態と新規投資・開発案件支援のための課題整理を行う。

⑥改善された制度等の利用状況と課題の検証：新規

金商法、投信法並びに不特法改正によって、改善、導入された制度の利用状況を把握し、さらなる課題の有無等を検証する。

⑦諸外国法制等の規制研究：新規

会員の不動産投資事業の阻害要因となっている諸外国の法制等のケースについて、調査・研究等を行う。

(2) 調査活動

証券化市場のデータ収集や市場アンケート調査等を継続して行う。このうち、定例のアンケート調査に関しては外部機関の導入等による効率的運営を検討、実施する。

また、海外市場調査に関しては、情報収集機能の強化を図るため、場合によっては、外部シンクタンクやリサーチ会社と連携して行い、チャネルの整理や開拓等にも役立てる。海外諸団体とは双方向性の情報提供や往訪により、情報収集・連携を強化する。

①証券化市場のデータ収集・分析・提供

- ・「J-REIT.jp」へのデータ統計集の提供：継続

②市場アンケート調査

- ・不動産私募ファンド実態調査：継続
- ・機関投資家アンケート：継続

- ・個人投資家に対するJリート認知度調査（隔年）：継続

- ・不動産投資短観調査への協力

共同調査から、早稲田大学大学院ファイナンス研究科川口研究室への調査協力に位置づけを変更

③アウトバウンド投資拡大に向けた機会と課題に関する調査：新規

日本企業の海外事業展開に伴う不動産投資の実際とオフバランスニーズ等に関する調査を行う。本年度は重要性や調査可能性も踏まえて、対象国ならびに対象資産を選択した上で実施する。

④その他調査

- ・海外インデックス機関の新たな動向に関する調査：継続

4. 国際連携活動

REESA参画団体を中心とした海外関係団体と連携してグローバルな不動産投資市場の発展に寄与する。

2016年10月には、京都でREESA代表者会議（2016年REESA Japan）を主催する。

5. 教育事業

マスター資格の普及とプレゼンス向上に努めるとともに、新システムの活用による継続教育プログラムの充実を検討する。また、マスター受講者拡大（特に会員外）のための活動を展開する。

（1）マスター制度普及、プレゼンス向上

- ・新システムの本格稼働
- ・受講者拡大策（地方への周知、他団体との連携、広告の再開等）の実施
- ・被災3県の資格取得支援（最終年）、投資家登録制度の優待制度：継続

（2）継続教育、コンベンション

- ・新システムを活用した継続教育プログラム充実の検討
- ・マスターフォーラムの開催（6回/年）
- ・地方におけるマスター活動の支援（仙台、名古屋、大阪、福岡）
- ・RICSとの連携による活動（ダイレクトエントリー）

（3）コンプライアンス研修

- ・マスター制度の倫理教育の強化

6. 投資家保護事業

投資家からの信任を確固たるものとするため、投資家保護活動に引き続き注力するとともに、公正適確遂行法人（金融ADR制度）としての役割強化、会員及びマスターの規律の徹底に努める。

（1）苦情対応

（2）会員及びマスターの規律保持

7. その他の事業

（1）研修事業

会員等が制度改正、海外の規制状況、内外の市場動向等に関する情報をキャッチアップできるよう、タイムリーに実務研修会を開催する。

また、関係団体と共同で、二種業協会に加盟していない当協会会員たる二種業者への研修を引き続き行う。

（2）出版事業

①不動産証券化ハンドブック2016の発行

内容に応じて分冊化する等、製作・発行の効率化を検討する。

②不動産投資法人（Jリート）設立と上場の手引き（再改訂版）の発行

8. 協会運営、組織改正等

(1) 組織改正:

設置 「不動産証券化協会の運営方針検討に関するワーキンググループ」

終了 「J-REIT 商品特性研究会」

「マスターフォーラム・ワーキンググループ」

(2) 協会の運営方針の検討

不動産投資市場、不動産証券化ビジネスの成長・拡大に対応し、協会運営に関しても時宜に適ったものとするため、会員制度、会費、サービスのあり方、普及活動のコンセプト等について、「不動産証券化協会の運営方針検討に関するワーキンググ

ループ」において幅広く検討を行う。

(3) 事務局体制の充実と人材育成のための基盤整備

各種業務へのより効率的な対応のため、事務局体制の充実を図るとともに、人材育成のための基盤整備を行う。

(4) 情報セキュリティ強化と適正な運用

平成27年度に導入した管理体制を確実に実施、点検、改善し、協会の情報セキュリティを強化するとともに、マイナンバー制度導入に伴い再整備した個人情報管理体制についても適正に運用する。

Jリート市場創設 15 周年 記念シンポジウム 開催のお知らせ

不動産証券化協会と日本取引所グループは、本年10月13日（木）に、
「Jリート市場創設 15 周年記念シンポジウム」を開催します。
本シンポジウムでは、世界経済と日本経済の動向に関する講演のほか、
日本経済の発展と課題、そしてJリート市場の展望に関する
パネルディスカッションを行います。

主 催：一般社団法人 不動産証券化協会、株式会社 日本取引所グループ

開催日：平成28年10月13日（木）

会 場：東京大学 伊藤国際学術研究センター 伊藤謝恩ホール

※詳細な内容やお申し込み方法は、ARES ホームページ等で順次公開していきます。

役員 (役職順・同一職中順不同・敬称略)

(平成 28 年 7 月 1 日現在)

会長 (代表理事)	三井不動産株式会社 代表取締役会長	岩 沙 弘 道
副会長	三井住友信託銀行株式会社 特別顧問	高 橋 温
副会長	東急不動産株式会社 取締役会長	金 指 潔
副会長	野村證券株式会社 取締役会長	古 賀 信 行
副会長	三菱地所株式会社 取締役会長	木 村 恵 司
副会長	株式会社 三菱東京 UFJ 銀行 相談役	永 易 克 典
副会長	丸紅株式会社 取締役会長	朝 田 照 男
理事	SMBC 日興証券株式会社 代表取締役会長	久 保 哲 也
理事	オリックス株式会社 取締役兼代表執行役社長・グループ CEO	井 上 亮
理事	住友不動産株式会社 取締役副会長	小 野 寺 研 一
理事	東京建物株式会社 相談役	畑 中 誠
理事	野村不動産株式会社 取締役会長	中 井 加 明 三
理事	みずほ証券株式会社 取締役社長	坂 井 辰 史
理事	株式会社 三井住友銀行 頭取兼最高執行役員 (代表取締役)	國 部 毅
理事	三井住友トラスト・ホールディングス株式会社 取締役会長	常 陰 均
理事	ジャパン リアルエステイト アセット マネジメント株式会社 代表取締役社長	梅 田 直 樹
理事	日本ビルファンドマネジメント株式会社 代表取締役社長	田 中 健 一
理事	JP モルガン証券株式会社 代表取締役社長兼 CEO	李 家 輝

理事	大和証券株式会社 代表取締役社長	日比野 隆司
理事	大成建設株式会社 代表取締役社長	村田 誉之
専務理事 (業務執行理事)		内藤 伸浩
監事	牛島総合法律事務所 代表弁護士	牛 島 信
監事	株式会社 さくら総合事務所 代表取締役	杉 本 茂
監事	農中信託銀行株式会社 代表取締役社長	鳥井 一美

(注) 専務理事以外は非常勤

懇親会

総会後は同ホテルにて懇親会を開催しました。牧島かれん内閣府大臣政務官、津島淳国土交通大臣政務官に祝辞をいただきました。

日時：平成28年5月16日(月) 正午～午後1時30分

会場：帝国ホテル「孔雀東の間」

主催者あいさつ



岩沙 弘道

一般社団法人不動産証券化協会 会長

はじめに、4月14日以降発生した熊本地震で亡くなられた方々に対しお悔み申し上げますとともに、被災された方々に心よりお見舞い申し上げます。

昨年度の日本経済は、新興国経済の先行き不透明感や原油価格の下落等を背景に、株式市場や為替市場においてやや不安定な動きとなりましたが、不動産投資市場は、良好なファンダメンタルズ、超低金利等を背景に堅調な状況を維持し、着実な成長を続けることができました。

Jリート市場は昨年度、4件のIPOと33件のPOが実施されました。物件取得額についても、一昨年度と並ぶ1兆6千億円を超えています。現在、銘柄数は54、資産規模は14兆円を超え、時価総額は約12兆円に達するなど引き続き順調に成長を遂げることができました。一方、私募リート市場は現在、16銘柄、資産規模は1兆6千億円を超えました。年金や生保等に加え地域金融機関や一般事業法人からの投資意欲も盛んであり、今後もさらなる拡大が期待されます。

さて本年は、Jリート市場が東京証券取引所に開設され、2001年9月に二つの投資法人が上場して以来、15周年を迎えます。Jリートは、導入当初やリーマンショック後の厳しい時期など、困難な局面に遭遇しながらも、関係各位の熱意とご努力に支えられ、今日の規模にまで成長しました。草創期より市場の発展に尽力してきた当協会として

も、この15周年を皆様と共に迎えることができるのは、大きな喜びであると共に感慨もひとしおです。

当協会は昨年、「Jリート及び私募リート等の資産総額、30兆円」を中期目標として掲げましたが、今年度は、その実現に向けた諸活動を、より本格化することが求められます。そこで、当協会は平成28年度を「更なる進化に向けた活動を具体化させる年」と位置付けました。

先般、国土交通省の政策懇談会においても、「名目GDP 600兆円の達成に向け、2020年頃にリート等の資産総額を約30兆円に倍増する」という成長目標が示されました。官民で目標を共有できたことは、大変心強く、また意義深いことだと考えます。

現在、わが国においては、急速に進む少子高齢化や財政再建、グローバル化への対応等、解決すべき課題が山積しています。不動産投資市場は、その資金循環機能を通じて、ヘルスケア施設の拡充や老朽化したインフラの更新、さらにはコンパクトシティの実現等、課題解決の一翼を担う役割が期待されています。これらについては、当協会としても、投資対象資産の多様化や市場規模の更なる拡大というテーマに、積極的に取り組むべきと受け止めています。

関係各方面の皆様方には、引き続きご指導、ご支援を賜りますようお願い申し上げます。

来賓あいさつ



牧島 かれん氏

内閣府大臣政務官

はじめに、熊本地震におきまして、亡くなられた方々に心から哀悼の意を表しますとともに被災された方々にも心からお見舞いを申し上げます。引き続き、被災地の不安な気持ちにしっかりと寄り添いながら、状況を的確に把握しつつ、政府の総力を結集して取り組むことをご報告させていただきます。

本日は、不動産証券化協会の第14回定時社員総会が、つつがなく終了されましたこと心からお喜び申し上げます。また、岩沙会長をはじめ協会の皆様には、日頃より市場の健全な発展にご尽力いただいております。この場をお借りして深く敬意を表するところです。

安倍内閣における3年間の経済再生に向けた取組により、日本経済は緩やかな回復基調が続いており、雇用・所得環境の改善が続いております。引き続き民需主導の好循環を確固たるものにしていかなければなりません。「強い経済」の実現に向けて、これまでの経済政策を一層強化してまいります。

こうした中で、金融庁の役割は、昨年9月に発表いたしました「金融行政方針」でお示した通り、経済の持続的な成長を金融面から支えていくところにあります。そのために、金融機関による質の高い金融仲介機能の発揮、及びそれを支える金融システムの健全性の維持と市場の公正性・透明性の確保により、企業・経済の持続的な成長と安定的な資産形成などによる国民の厚生増大の実現を目指していく所存でございます。

こうした中であって、不動産市場と金融市場を結び、資金の仲介を行う不動産証券化市場の重要性も

ますます高まりつつあります。

また、日銀のマイナス金利政策などにより長期国債利回りもマイナス圏での推移となる中、投資妙味がさらに高まったJリート市場の時価総額が史上最高額を更新するなど、投資資金の流入が続いています。

本日はせっかくの機会ですので、最近のリートに関する主な取組を申し上げます。

ご承知の通り、平成26年11月に国内初のヘルスケア、すなわち高齢者介護施設等に特化したリート、いわゆるヘルスケアリートが上場しましたが、昨年にも新たに2銘柄が上場し、現在では合計3銘柄が上場しております。ヘルスケアリートについては、昨年閣議決定された「日本再興戦略改訂2015」において、「更なる普及・啓発に向けた取組を加速する」ことが盛り込まれており、貴協会と国土交通省、東京証券取引所、金融庁が協働し、昨年11月以降、全国4箇所ヘルスケア施設関連事業者に対するリートの活用に向けたセミナーを実施いたしました。引き続き、貴協会と関係機関が協力し、ヘルスケアリートの活用に向けた普及・啓発活動に取り組んでまいりたいと考えておりますので、ご協力をお願い申し上げます。

市場の担い手であります皆様方におかれても、投資家に対する受託者責任を誠実に果たしつつ、これまで以上に創意工夫あふれる取組みに励んでいただき、ますます魅力ある不動産証券化市場が実現することを大いに期待申し上げます。

最後になりましたが、皆様方のご健勝を祈念いたしまして簡単ながら挨拶とさせていただきます。

来賓あいさつ ●



津島 淳氏

国土交通大臣政務官

本日、一般社団法人不動産証券化協会第14回定時社員総会が滞りなく終えられ、懇親会がこのように盛大に開催されますことを、心よりお喜び申し上げます。

また、ご来場の皆様には平素より国土交通行政全般にあたり格別のご支援ご協力をいただき誠にありがとうございます。この場をお借りして厚く御礼申し上げます。

まず、熊本地震で被災された方々に対しまして心からお見舞い申し上げますとともに、被災者の支援や復旧・復興に取り組まれる方々に対して改めて敬意を表します。国土交通省においても応急仮設住宅の供給支援や各種インフラの復旧などを全力で進めており、今後とも被災地域の復旧・復興と被災者の生活の安定に向けて引き続き取り組んでまいります。

さて、我が国の不動産投資市場の中核的存在であるJリート市場は、アベノミクスによる景気回復に伴い成長を続けています。運用資産総額は約14.6兆円に達し、時価総額も約12兆円に至っており、運用資産もホテル、物流施設、ヘルスケア施設、海外不動産など多様化が進んでいます。

不動産投資市場は、我が国の国民生活と経済成

長を支える不動産ストックの質的・量的向上のために欠かせない存在となっています。この不動産投資市場の発展を不動産証券化協会と歩調を合わせて進めるため、国土交通省としまして、2020年頃にリート等の資産規模を約30兆円に倍増するという目標を打ち出しました。この目標の達成に向けて、関係省庁と連携し、観光やヘルスケアなどの成長分野の不動産供給の促進、志ある資金等を活用した空き家等の再生、公的不動産、PREの有効活用などを通じた都市力の向上や地方創生を実現し、2020年頃の名目GDP600兆円という政府の目標達成に貢献したいと考えております。

特に本年度末にはJリートによる不動産取得の際の流通税の軽減措置や事業用資産の買替特例が適用期限を迎えることから、これらの措置の継続・拡充に向けて不動産証券化協会と緊密に連携をしつつ取り組んでまいり所存でございます。皆様におかれましても一層のご支援とご尽力を賜りますよう重ねてお願い申し上げます。

結びに、不動産証券化協会のさらなるご発展とお集まりの皆様の益々のご活躍を心より祈念いたしまして、私のご挨拶とさせていただきます。

乾杯の発声 ●



古賀 信行

一般社団法人不動産証券化協会 副会長

はじめに、4月14日以降発生した熊本地震で亡くなられた方々に対しお悔み申し上げますとともに、被災された方々に心よりお見舞い申し上げます。

本年1月末に日銀によりマイナス金利政策が導入されましたが、摩訶不思議なことに、タンス預金目的に家庭用金庫が大変売れるという現象が起きているようです。ところで、最近の相場環境は、円高進行の影響もあって、日経平均株価は上値が重い展開となっていますが、Jリート市場は非常に堅調に推移しております。この背景には、外国人投資家によるJリート買いが進んでいることがあります。今年2月には1,100億円の買越し、3月には800億円の買越しと、月間の買越し金額としては、2月が過去2番目、3月は過去3番目という記録的な水準の買越しを続けました。このように外国人投資家が積極的な投資行動をとる一方で、国内では家庭用金庫が売れているような状況ではいけません。「貯蓄から投資へ」を一層加速させる必要性を痛感

しております。

今年のJリートマーケットにおいては、グローバルな動きがいよいよ顕在化してくる予感がしています。本年上場したラサールロジポート投資法人、スターアジア不動産投資法人はいずれも外資系スポンサーのJリートですが、このような流れは今後も続くとみられます。また現在、オーストラリア・リート市場に上場している銘柄が、同市場から撤退し、Jリート市場へ再上場しようという動きもあるようです。

Jリートは、数ある金融商品の中で、マイナス金利の恩恵を最も受ける金融商品の一つではないかと思います。この異次元金融緩和というフォローの風が吹く中、当協会の目標である資産規模30兆円に向けて、関係各方面の皆様と協力し、叡智を結集させ、インバウンド・アウトバウンド需要も取り込みながら、邁進して参りたいと思います。

ご列席の皆様には引き続き、ご支援を賜りますようお願い申し上げます、乾杯の挨拶とさせていただきます。



平成29年度 「制度改善要望」・「税制改正要望」 の概要

不動産証券化協会では、制度委員会が制度改善要望を、税務・会計委員会が税制改正要望をとりまとめ、各要望につき、平成28年7月14日の理事会承認を得た。

制度改善要望については、金融庁、国土交通省、内閣府規制改革ホットライン（一部要望を除く）及び日本経済団体連合会に、税制改正要望については、金融庁及び国土交通省にそれぞれ提出した。

制度改善要望項目は、「投資法人の監督役員の欠格事由の緩和」、「不動産ファンドおよび不動産投資法人が運用財産相互間取引として不動産信託受益権の売買を行う際の規定の緩和」および「投資法人が税会不一致による二重課税の解消手段を行使する際の任意積立金の取扱いに係る改正」とする。

また、税制改正要望項目は、「投資法人等が不動産を取得等する際の登録免許税・不動産取得税の軽減措置の延長及び一部拡充」、「特定の事業用資産の買換え特例措置の延長」、「不動産特定共同事業法上の特例事業者に対する登録免許税・不動産取得税の軽減要件の緩和」及び「投資法人等が海外不動産に投資した際に支払う直接外国税額の控除方法等の改正」とする。

今後、これらの要望の早期実現に向けて、関係各方面でのご協力をお願いしていく。

（不動産証券化協会 業務部）

制度改善要望

1. 投資法人の監督役員の欠格事由の緩和

投資法人の監督役員の欠格事由のうち、その親族が資産運用会社の親会社等若しくは主要株主の使用人又はそれらの子会社の使用人である場合の「使用人」の範囲を、会社法の社外取締役・社外監査役の要件と同様の「重要な使用人」に限定されたい。また、監督役員が資産運用会社の親会社等若しくは主要株主の役員等であった者との要件につき、同じく会社法に倣い就任前10年間に限定されたい。

平成26年12月に施行された改正投信法施行規則により、投資法人の監督役員の欠格事由が大幅に拡大され、スポンサー企業等と利害関係を有すること等が追加された。このうち監督役員の親族^{注1}が、資産運用会社の親会社等^{注2}若しくは主要株主^{注3}の役員等^{注4}又はそれらの子会社の役員等であることが欠格事由として新たに追加されている。

一方、平成27年5月に施行された改正会社法においても、社外取締役・社外監査役の資格要件の厳格化が成されたが、その親族の就業の有無の対象となる役員若しくは使用人の範囲は、「株式会社の取締役若しくは支配人その他の『重要な』使用人」に限定されている。

資産運用会社のスポンサー企業の中には、多数

の会社を有するグループ企業体も多く、使用人の範囲が限定されていない現行の規定では、その該当者数が数万人から数十万人にも上るケースが生じている。その結果、欠格事由への該当の有無を適宜把握するための、資産運用会社及び監督役員本人の負担が相当重いものとなっている。

「重要な使用人」以外の使用人が、その所属する会社及び関係する資産運用会社(並びに投資法人)に与える行使力や影響力を実務的に考えた場合、当該使用人が監督役員の親族であったとしても、投資法人との間で当該使用人の意向に基づく利益相反取引を行う蓋然性は低いにもかかわらず、欠格事由の該当範囲があまりにも広範に渡っており、明らかにバランスを欠いた過重な規制であると考えられる。

また、当該欠格事由規定は、二親等以内の親族の就業や婚姻、企業再編やM&A等による該当会社の突然の増加等により、全く意図せぬうちに法令違反の状況をもたらしかねず、制度上の安定性の面からも早期に改善の必要があると考えられる。

ついては、監督役員の親族が、資産運用会社の親会社等若しくは主要株主の使用人又はそれらの子会社の使用人である場合の「使用人」の範囲を、会社法の「重要な使用人」と同等の範囲に限定するよう措置されたい。また合わせて、監督役員の人材確保の観点から、資産運用会社の親会社等若しくは主要株主の役員等であった者との欠格事由については、会社法に倣い監督役員就任前10年

間に限定されたい。

2. 不動産ファンドおよび不動産投資法人が運用財産相互間取引として不動産信託受益権の売買を行う際の規定の緩和

不動産ファンドおよび不動産投資法人が、運用財産相互間取引として不動産信託受益権の売買を行う際の同意要件につき、信託法の利益相反取引規定と同様に、権利割合の過半数とするよう措置されたい。

同一の投資運用業者が運用する不動産ファンド間若しくは不動産ファンドと不動産投資法人(以下「リート」という。)間での不動産信託受益権売買は運用財産相互間取引となり、金商業等府令第129条第1項第2号イ本文により、すべての権利者(リートの場合はすべての投資主)の同意を得ることを条件に売買が行えるとの規定^{注5}となっている。しかしながら、「一名でも」同意が得られない場合(同意書の受領が遅れる等の事務手続き上のミスも含む)には、売買が行えないことから、実務上大きな障害となっている。

昨今、年金、保険、地銀等の長期安定運用を志向する投資家から、運用期間が無期限で投資口価格のボラティリティの低い私募リートへの投資ニーズが急速に高まっている。そして、同一の投資運用業者が不動産ファンドと私募リートの両方を運

注 1

投信法施行規則第113条第1項第1号イの規定により、配偶者並びに二親等以内の血族及び姻族をいう。

注 2

金商法施行令第15条の16第3項に規定する親会社等をいい、資産運用会社の親会社やそのさらに親会社等が該当する。

注 3

金商法第29条の4第2項に規定する主要株主をいい、資産運用会社の発行済株式の20%以上(一定の場合には15%以上)を保有する株主をいう。

注 4

投信法施行規則第244条第1項第1号の規定により、役員若しくは使用人をいう。

注 5

金商業等府令第129条第1項第2号イ括弧書きにより、不動産ファンドにおいては、権利者の半数以上かつ権利割合の4分の3以上の同意を取得し、同意しない権利者から買い取り請求があった場合にこれに応じることを以て、運用財産相互間取引が行える規定があるが、リートは適用外となっている。

用しているケースが多いことから、両者間における不動産信託受益権の売買に特に大きなニーズがある。

また、運用財産相互間取引を行うことが投資家にとって最良の執行と思われる場合^{注6}も存在する。こうした場合であっても、すべての権利者の同意を取得しないと売買取引が行えないという現在の規定は、却って投資家の利益を害している場合があると考えられる。この問題は、単に投資運用業者とその投資家間の問題に留まらず、持続的な成長が期待される健全な不動産投資市場の発展にもマイナスの影響を与えていると考えられる。

一方、信託の引き受けを業として行う信託会社は、信託業法の定めにより、信託契約においてその取引を行う旨及び当該取引の概要について定めがあり、かつ、信託財産に損害を与えるおそれがない場合には、信託財産相互間の取引などの利益相反取引を行うことができる^{注7}。また、信託法においては、受託者が受益者に対して、当該取引について重要な事実を開示して受益者の承認を得た場合には、利益相反取引が許容されている^{注8}。そして、受益者が複数の場合には、受益者集会での議決権の過半数による意思決定を行うことが定められている^{注9}。

個別の資産から得られる収益を配分するという点において、信託法の受託者と受益者の立場は、金商法における投資運用業者と投資家（投資主）と同様と考えられる。また、信託受託者は、信託法及び信託業法上、善管注意義務及び忠実義務

を負い、投資運用業者も受託者責任と同質の責任を負っている。

については、不動産ファンドおよびリートが、運用財産相互間取引として不動産信託受益権の売買を行う際の同意要件を、信託法の利益相反取引規定と同様に、権利割合の過半数とするよう措置されたい。

このような規定がなされたとしても、投資運用業者は金商業者として、投資家に対して善管注意義務及び忠実義務を負い、かつ投資家への最良執行義務を果たす必要があるため、合理的な方法により算出した価額、即ち不動産鑑定士による鑑定評価を踏まえて調査した価格により行う取引であれば、これまでの投資家保護の水準と同等のレベルを確保することは可能と考える。

3. 投資法人が税会不一致による二重課税の解消手段を行使する際の任意積立金の取扱いに係る改正

投資法人が税会不一致による二重課税解消手段として利益超過分配を行う場合に、圧縮積立金および買換特例圧縮積立金を取崩さなくて済むよう措置されたい。

平成 27 年度税制改正により、投資法人計算規則第 2 条第 30 号に新たに定義された「一時差異等調整引当額」を計上することにより、税会不一致金額を税法上配当と取扱われる利益超過分配とする

注 6

現物不動産や不動産信託受益権は、そもそも取引の個別性が強く、代替の利かない資産であり、任意のタイミング、金額で売買できるものではない。そのため投資家側から見ても、自己が出資するファンドが、同一の投資運用業者が運用する他のファンドとの間で不動産信託受益権を適切なタイミングで売買することが、最良執行の観点からも望ましい場合が想定される。

注 7

信託業法第 29 条第 2 項。

注 8

信託法第 31 条第 2 項第 2 号。

注 9

平成 18 年の信託法改正により、複数受益者による意思決定方法として受益者集会の制度が導入された。信託法第 105 条第 1 項、同条第 2 項および第 113 条第 1 項。

事が認められ、「投資法人における税会不一致による二重課税の防止」の為の手当てがなされた。

しかしながら、投信法令における利益超過分配の規定では、利益を構成する任意積立金を残したまま利益超過分配を行うことはできないと解されており、任意積立金のうち、圧縮積立金および買換特例圧縮積立金を計上している投資法人は、当該積立金を全額取崩さなければ、利益超過分配による二重課税の解消手段を行使することができない^{注10}。

圧縮積立金は投資法人の裁量で自由に取崩すことができるものの、積立額が大きい場合は、全額取崩しを行うと当該期の分配金に与える影響が大きくなる。また、買換特例圧縮積立金は取崩し要件が対象資産の売却・除却・減価償却等に限定されており、全額取崩しのためには対象資産を売却し

なければならない。よって、税会不一致が生じた場合、任意積立金を有する投資法人は、「一時差異等調整引当額」計上による二重課税の解消が事実上困難な状況である。

元来運用手法として認められている任意積立金制度を利用しているか否かによって、税会不一致による二重課税解消手段の行使の可否に差が生じている状況であることから、圧縮積立金および買換特例圧縮積立金を取り崩すことなく、税会不一致による二重課税解消手段を行使できるような制度改正が望まれる。

については「一時差異等調整引当額」として、税法上配当と取扱われる範囲までは、圧縮積立金および買換特例圧縮積立金を取崩さずに利益超過分配を可能とするよう措置を求める。

注 10

任意積立金のうち、配当準備積立金や分配準備積立金については、取崩しにより、税会不一致による二重課税額の減少効果を得ることができる。一方、圧縮積立金および買換特例圧縮積立金については、取崩し額を充当しても上記の減少効果を得ることができないため、税会不一致による二重課税解消手段を行使するためには、その全額を取崩す必要がある。

税制改正要望

1. 投資法人、特定目的会社及び特例事業者等が不動産を取得等する場合の登録免許税・不動産取得税の軽減措置の延長

投資法人、特定目的会社及び特例事業者等が不動産を取得等する場合に設けられている登録免許税・不動産取得税の軽減措置を延長する。

(1) 現状の規定

- ・ 現在、投資法人、特定目的会社及び特例事業者等(以下本要望において「ビークル」という。)は、不動産取得に際し、登録免許税は税率の軽減措置が、不動産取得税は課税標準額の軽減措置が設けられているが、いずれも適用は平成 29 年 3 月 31 日迄となっている。

【登録免許税】

投資法人	所有権移転：本則 2% から 1.3% に軽減
特定目的会社	所有権移転：本則 2% から 1.3% に軽減
投資信託	所有権移転：本則 2% から 1.3% に軽減
特例事業者	所有権移転：本則 2% から 1.3% に軽減 所有権保存：本則 0.4% から 0.3% に軽減

【不動産取得税】

投資法人	課税標準額：2/5 に軽減
特定目的会社	課税標準額：2/5 に軽減
投資信託	課税標準額：2/5 に軽減
特例事業者	課税標準額：1/2 に軽減

(2) 要望理由

- ・ Jリートをはじめとする不動産証券化は、不動産投資市場を通じた資金循環の仕組みの中で、金

融資産と不動産を繋げる役割を担っており、不動産ストックの整備・更新による安全で快適なまちづくりに民間資金を役立てていく上で、資金供給のパイプ役として重要な機能を果たしてきた。また、日本再興戦略 2016 によると、「2020 年頃までにリート等の資産総額を約 30 兆円に倍増することを目指す」とされ、不動産証券化市場は、更なる成長が期待されている。

- ・ 特例事業者に関しては、租税特別措置法においても優遇措置の対象として「建替えが必要な建築物に係る建替え」及び「都市機能の向上に資する建築物の新築又は改築」等が挙げられている通り、不動産ストックの形成、整備及び更新による安全で快適なまちづくりに寄与することが期待されている。
- ・ 今後の我が国の成長のためには、大都市の再生・地域活性化が欠かせないが、国・地方の財政負担を抑える必要がある中、これを実現するためには、Jリート等の不動産投資市場を通じた資金供給機能を一層強化し、安全で快適なまちづくりへの民間資金等の活用を促進する必要がある。
- ・ Jリート等の流通税が増えることとなれば、Jリート等を継続的な買い主体とする不動産流通市場の活性化に向けた歩みを止めることになり、その結果、不動産投資市場を通じた民間資金等の活用に支障をきたす恐れがある。
- ・ ビークルによる物件取得を促進し、資産デフレへの後戻りを防止し、不動産証券化市場の継続的な成長による民間資金等の活用を通じた都市・地域活性化に資するため、本軽減措置の延長を要望する。

注)適用期限が平成 29 年 3 月 31 日までとされている「土地の売買による所有権の移転登記等の税率の軽減措置、土地の所有権の信託の登記に係る登録免許税の軽減措置」も併せて延長されることを要望する。

【土地の売買による所有権の移転登記等の税率の軽減措置】

個人及び法人 所有権移転 : 本則2%から1.5%
に軽減
信託登記 : 本則0.4%から0.3%
に軽減

2. 投資法人が「ヘルスケア施設等」を用途とする不動産を取得した場合の不動産取得税の軽減措置の拡充

投資法人が事務所・住宅・店舗等を用途とする不動産を取得する際には認められている、不動産取得税の課税標準額3/5控除の対象となる範囲を「ヘルスケア施設等」を用途とする不動産にも拡充する。

(1) 現状の規定

- ・現在、投資法人が事務所・住宅・店舗等を用途とする一定の不動産を取得する際には不動産取得税の課税標準額3/5控除の特例が設けられている(適用期限は平成29年3月31日迄)が、ヘルスケア施設等を取得する際には、下記の通り軽減措置を受けられない。

現行の不動産取得税の軽減措置対象 ○:適用対象、×:適用対象外

取得主体	事業所、住宅、店舗等	ヘルスケア施設等		
		サ高住・有料老人ホーム等	病院	診療所
投資法人	○	×	×	×
特定目的会社	○	○	○	○
不動産特定共同事業法上の特例事業者	○	○	○	○

※不動産特定共同事業法上の特例事業者の軽減措置は課税標準額1/2控除

(2) 適用対象として要望するヘルスケア施設等の類型について

- ・サービス付き高齢者向け住宅
- ・デイサービス
- ・有料老人ホーム
- ・介護老人保健施設
- ・認知症高齢者グループホーム
- ・病院

- ・小規模多機能施設
- ・診療所

3. 特定の事業用資産の買換え特例措置の延長

所有期間が10年を超える事業用資産の買換えを行った場合、譲渡した事業用資産の譲渡益について一定の課税繰延べを認めている長期保有資産の買換え特例措置を延長する。

(1) 現状の規定

- ・現在、企業等が長期保有(所有期間が10年超)する事業用資産(土地・建物等)を譲渡し、新たに事業用資産を取得した場合、譲渡した事業用資産の譲渡益について下記のとおり一定の課税繰延べが認められる措置が設けられているが、適用期限が平成29年3月31日までとされている。
- ①地域再生法の集中地域(三大都市圏)以外の地域から一定の集中地域内(東京23区)への買換え:圧縮割合70%
- ②地域再生法の集中地域(三大都市圏)以外の地域から集中地域内の土地建物への買換え:圧縮割合75%
- ③上記以外の買換え:圧縮割合80%

(2) 要望理由

- ・「日本再興戦略2016」(平成28年6月2日閣議決定)において使命とされた「戦後最大の名目GDP600兆円」を実現する為には、設備投資等による内需拡大が効果的であり、不動産取引の活性化や土地・建物の有効利用の促進は、内需拡大において非常に重要な役割を担っている。そのため、不動産の流動性を高める税制上の措置は必要不可欠な手当てである。
- ・含み益がある不動産の所有者は、当該物件の売却時に多額の課税が発生することにより物件売却のインセンティブが削がれることがあるが、本特例措置によって物件売却時において課税繰延

べが可能となる。その結果、買換え時の負担が軽減されることで、企業の長期保有資産を利用した設備投資の促進及び土地の有効利用等が図られ、日本経済のデフレからの脱却にも寄与することとなる。

- ・また、本特例措置は日本全国において適用することが可能なことから、都市・地域再生の観点からも必要不可欠な特例措置であるとともに、本件特例措置は不動産業だけでなく、他業種にも幅広く活用されている。
- ・平成 25 年度の税制改正により、投資法人の導管性要件が緩和され、買換特例圧縮積立金制度が導入された。これにより、投資法人の含み益を有する資産の入れ替えが促進されるとともに、築年数の経過等による資産の陳腐化を回避することができる。この制度は、本件特例措置の存続が前提となっているため、延長を要望する。

4. 特例事業者に対する登録免許税・不動産取得税の軽減要件の緩和

不動産特定共同事業法上の特例事業者に対する登録免許税・不動産取得税の軽減措置要件を緩和する。

(1) 現状の規定

- ・不動産特定共同事業法上の特例事業者（以下、「不特法SPC」という。）が不動産取得の際に課税される登録免許税及び不動産取得税については、一定の要件を満たす場合に軽減措置が設けられている。しかし、軽減措置を受けるための要件である、「取得後2年以内の着工」、「竣工後10年以内の譲渡」が制約となり、事業計画の変動等不測の事態が生じた際に不特法SPCの安定性が損なわれる虞があることから当該スキーム利用を妨げる一因となっている。また、軽減措置の対象となる既存建物が、耐火（準耐火）建築物で無い等の要件を満たす、非常に限定されたものであること、さらには、「土地及び

建物を取得すること」が必要であることから、建物のみを取得する場合（借地権付き建物の取得）には、要件を満たせない。

平成 25 年度税制改正により軽減措置が設けられたものの、上述の要件を満たすことが困難なことから、当該軽減措置を適用された事例がない。

(2) 要望理由

- ・不動産特定共同事業法の一部が改正され、不特法SPCが営む不動産特定共同事業は、民間施設の整備や建築物の耐震化など都市機能の向上に民間資金の導入を促進する効果が期待されている。
- ・不動産特定共同事業法は、投資信託及び投資法人に関する法律や資産の流動化に関する法律と同様に不動産証券化手法の一つであるが、簡素な手続きにより、既存の証券化スキームでは対応が困難な、地方の小型案件や老朽施設の再生、耐震性の劣る建築物の耐震改修や建替えに活用が見込まれ、地震等自然災害への対策が急がれている我が国では、より積極的な制度利用が求められる。
- ・都市機能の向上に民間資金の導入を促進するという法改正の趣旨に鑑み、制度の利用を税制面でも支援するため適用要件の緩和が必要であると考え。よって、不特法SPCが取得する不動産に対して課税される登録免許税及び不動産取得税について、着工要件、譲渡要件、建物要件及び土地建物の一体取得の要件の撤廃等、軽減措置の適用要件の緩和を要望する。

5. 投資法人等が海外不動産に投資した際に支払う直接外国税額の控除方法等の改正

投資法人等が海外に不動産を取得・保有する場合に、海外で支払いが発生する直接外国税額について、投資主の配当金受取方式を問わず外国税額控除が受けられることとする等の措置を要望する。

(1) 現状の規定及び要望内容

- ・ 現行制度では、投資法人が外国税当局に納付した外国税額と、海外SPCを経由して投資している場合における海外SPCから投資法人への配当に係る外国源泉税額の合計(以下、併せて「直接外国税額」という。)は、投資法人が投資主に分配金を支払う際に徴収する国内源泉所得税を限度とする範囲で、その国内源泉所得税から控除できることとされている。
- ・ しかしながら、現状において、投資主が配当金を受け取る方法に係る選択肢の一つである「株式数比例配分方式」を選択した場合、投資法人から投資主に支払われる分配金に係る国内源泉所得税の徴収義務者が証券会社等となること等から、この場合には、直接外国税額控除はできないものと解されている。
- ・ 配当金を受け取る方式の選択によって、直接外国税額控除の有無が異なるものとされていることから、本来外国税額控除を受けても差し支えないと考えられる一定の投資主について不利益が生じている。
- ・ 以上のことから、直接外国税額について、投資主の配当金受取方式を問わずに控除が可能とす

る措置の導入を求めたい。

- ・ また、集団投資信託では、所得税の一部として外国税額控除の対象となる復興特別所得税と、国外株式等の配当の際には二重課税調整の対象となる地方税とを、投資法人等が外国税額控除の対象とできることを要望する。

注)投資法人が、海外SPC等を通じて海外不動産に投資している場合において、外国子会社合算税制(タックスヘイブン対策税制)の対象となる所得が、二重課税とならないよう所要の措置を講ずることを併せて要望する。

(2) 要望理由

- ・ 投資法人による海外不動産投資については、平成25年度の法令改正で一定の要件を満たす場合に海外SPCを通じた間接投資が認められるなど、その促進が待たれるところである一方、実際に海外不動産の取得を検討する際に、直接外国税額控除に係る現状の規定が取得の障害となりうる。
- ・ 国内源泉所得税を限度とし、直接外国税額控除を受けられるべき投資主が、「株式数比例配分方式」を選択することで一律直接外国税額控除を受けられないこととされている現行制度は、他の配当金受取方式を選択している投資主と比して、一定の不公平が存在する。
- ・ 直接外国税額控除に係る改正がなされ、投資法人による海外不動産投資が促進されることとなれば、アジア等の諸外国の著しい成長を取り込んだ日本企業の海外進出を不動産保有の観点から投資法人がサポートすることにより、日本企業の海外展開の活性化に繋がることが期待できる。

不動産証券化協会 東京証券取引所 共催

『不動産投資法人(Jリート)設立と上場の手引き〔第三版〕』

発刊記念特別セミナー

「Jリート設立と上場実務のポイント」開催のご案内

不動産証券化協会では、従来からご好評を得ていた「不動産投資法人（Jリート）設立と上場の手引き」を関係各位のご協力を得て再改訂し、本年５月に第三版として発刊いたしました。

これを記念するとともに、本年がJリート発足１５周年にあたることから、株式会社東京証券取引所との共催にて、発刊記念特別セミナーを開催いたします。

本セミナーでは、ご執筆頂いた専門家の方々を講師としてお招きし、各章のポイントについてご解説を頂きます。また、本年４月に上場されたスターアジア不動産投資法人の資産運用会社であるスターアジア投資顧問株式会社の加藤社長より、Jリート組成と上場実務の留意点についてご解説いただく予定です。

今後、不動産投資法人の設立・上場等を検討されている、若しくは、不動産投資法人にご興味をお持ちの事業会社および資産運用会社の皆様のご参加をお待ちしております。

● 開催概要

主 催 一般社団法人不動産証券化協会、株式会社東京証券取引所
日 時 2016年9月5日（月）13:00～16:00（12:30 受付開始、13:30 受付終了）
会 場 東京証券取引所ビル 2 階 東証ホール（東京都中央区日本橋兜町 2-1）
<http://www.jpx.co.jp/corporate/jpx-profile/access/index.html>
※西口の見学受付よりご入場ください。（駐車場は用意しておりませんので公共交通機関をご利用ください。）

● 講 師（予定）（所属法人等名・講演順）

森・濱田松本法律事務所
株式会社東京証券取引所
野村證券株式会社
PwC あらた有限責任監査法人
PwC 税理士法人
長島・大野・常松法律事務所
スターアジア投資顧問株式会社

■ 資 料 「不動産投資法人（Jリート）設立と上場の手引き〔第三版〕」を無料で配付いたします。

- 参 加 費 ： 無料
- 募集人数 ： 160 名（先着順）
※参加申込者多数の場合、一社当たりの参加人数を制限させていただく可能性がございますこと、予めご了承ください。
- 申込方法 ： 下記専用ページよりお申込みください。
<https://www.ares.or.jp/seminar/user/summary/132>
※お申し込み完了後に自動送信されるメールが受講票となりますので、当日必ずご持参ください。
- 申込期限 ： 2016 年 8 月 31 日（水）17:00 ※定員に達し次第、受付終了とさせていただきます。

<お申し込みに関するお問合せ先>
不動産証券化協会 企画広報部
Tel: 03-3505-8001 E-mail: jitumu@ares.or.jp

<内容に関するお問合せ先>
不動産証券化協会 業務部
Tel: 03-3505-8001

日本の成長戦略を支える アセットマネジメント



日比野 隆司

大和証券株式会社
代表取締役社長

「資本市場を通じて、 経済の発展、豊かな社会づくりに貢献する」

これは、私が社長に就任して以来、入社式で新入社員に必ず伝えている「証券会社が果たすべき社会的使命」です。

わが国では、1990年代の金融ビッグバン以降、「貯蓄から投資へ」のキャッチフレーズが叫ばれて久しくなります。しかしながら、日本銀行の統計によれば、本年3月末時点で、個人金融資産は1,706兆円となっていますが、その過半の894兆円は依然として現預金のままで、有価証券は272兆円に過ぎません。

日本経済の持続的な成長のためには、膨大な個人金融資産が、企業活動に対するリスクマネーとして有効に活用されなければなりません。また、企業の成長を通じて、日本の大切な財産である個人金融資産が、より効率的に運用されていくことも重要です。まさに、資本市場を通じた「貯蓄から投資と企業成長の好循環」の実現が、日本の成長戦略を支えると考えています。

この社会的使命を果たすために、大和証券グループが注力分野の一つと位置付けているのが、不動産アセットマネジメント・ビジネスです。大和証券グループは、2009年7月、上場オフィスREITを運用するダヴィンチ・セレクト（現 大和リアル・エステート・アセット・マネジメント）を買収し、同ビジネスに参入しました。これまでに、運用対象をオフィスから住宅、そしてヘルスケア施設へと拡げ、運用資産残高は7,800億円へと順調に拡大しています。

不動産は、仕事する場（オフィス）、買い物する場（商業施設）、寝食する場（住宅・ヘルスケア施設）など、人間にとって不可欠な生活基盤です。証券会社は、不動産アセットマネジメント・ビジネスを通じて、自らが「目利き役」となり、投資家の資金を有効活用し、優良な不動産の供給拡大につなげることができます。また、不動産の利用者に高品質なサービスを提供するとともに、投資家に適正な収益を還元し、更なる資金の導入、不動産の供給拡大といった好循環につなげていくことが可能です。

超高齢化社会を迎える日本では、高齢者向け住宅の不足が社会問題となっています。65歳以上の人口が、2014年の3,300万人から2025年には3,657万人まで増加する見込みの中、政府は65歳以上の人口に対する高齢者向け住宅の充足率を、2014年の2.1%から2025年の4%まで引き上げる目標を設定しています。この目標達成には、単純計算で今後10年間に新たに77万人分もの高齢者向け住宅の建設が必要です。こうした状況を踏まえ、「民間資金を有効に活用した高齢者向け住環境の整備」が国の重要政策に掲げられています。

大和証券グループでは、2012年に国土交通省が「ヘルスケア施設供給促進のための不動産証券化手法の活用及び安定利用の確保に関する検討委員会」を設置したことを機に、ヘルスケア REIT の本格検討に着手しました。当時、米国ではヘルスケア REIT が高齢者向け住宅の有力な資金調達手段として定着していたのに対し、日本にはヘルスケア REIT が1銘柄もなく、未開の市場でした。

大和証券グループは、日本のヘルスケア REIT 市場を創設するという使命感を持って検討を重ね、2014年11月、日本初のヘルスケア REIT「日本ヘルスケア投資法人」の上場に漕ぎ着けました。当時、メディアの反響も大きく、社会的関心の高さを再認識したことを憶えています。

また、不動産アセットマネジメント・ビジネスでの経験を生かし、需要が急拡大している、インフラを投資対象とするアセットマネジメント・ビジネスにも積極的に取り組んでいます。

政府では、全電源に占める再生可能エネルギーの比率を、2030年度までに22～24%へと倍増させるこ

とや、火力発電の効率化などの施策を進めることにより、電力の安定供給とCO₂排出量削減の両立を目指す方針を掲げており、民間資金を活用したインフラ整備・運営の重要性が増しています。一方、投資家にとってインフラ資産は、経済動向の影響を受けにくく安定的なリターンが期待できることから関心が高まっています。

2012年に始まった固定価格買取制度を背景に、太陽光発電所を中心とした再生可能エネルギー発電所への投資が活発に行われています。大和証券グループでは、太陽光に加えて複数のバイオマス発電所への投資を進めるとともに、インフラ分野全般に広範な投資実績があるファンド運用会社の株式会社 IDI インフラストラクチャーズを子会社化するなど、同分野をテーマとした投資やファンド組成を進めています。

2001年9月に2銘柄の上場でスタートした J-REIT 市場は、2016年3月末時点で53銘柄・時価総額11.7兆円となり、東証第二部全銘柄の時価総額を超える水準まで成長しました。また、J-REIT 全体の運用資産規模は14.4兆円に達し、これに私募ファンド等での運用分を加えた、証券化された不動産の資産規模は約30兆円とされています。とは言え、日本の「不動産」は全体で約2,400兆円、このうち法人所有の収益不動産は200兆円を超えるとされ、個人や公的セクターで保有する収益不動産も含めると、不動産アセットマネジメント市場には大きな拡大の余地があります。

大和証券グループとしては、今後も不動産やインフラ分野のアセットマネジメント・ビジネスの強化を図り、「経済の発展、豊かな社会づくり」に貢献していきたいと考えています。

●トピックインタビュー

スターアジア不動産投資法人

スターアジア投資顧問株式会社

代表取締役社長

加藤 篤志氏に聞く

スターアジア不動産投資法人（証券コード：3468）が、2016年4月20日、東京証券取引所に上場しました。本投資法人は、東京圏を中心としたアセットタイプ分散型ポートフォリオ、また投資物件は100億円未満のミドルサイズアセットを中心とする総合型 REIT です。

資産運用会社となる、スターアジア投資顧問株式会社 代表取締役社長 加藤篤志氏にお話を伺いました。（インタビューは2016年7月に実施）

ー スポンサーであるスターアジアとそのサポートについて、また J-REIT 上場までの経緯を教えてください。

スターアジア不動産投資法人の母体であるスターアジアグループは、「投資家利益第一主義」を大原則として、日本の不動産関連マーケットにおいて実績を積み重ねてきた独立系のファンドマネージャーです。同グループは増山太郎と Malcolm MacLean の両名により2007年（平成19年）1月に設立され、運用を開始し、これまで主として日本の不動産及び不動産関連資産を対象とした投資活動を行ってきました。その投資家層は、米国の財団やアイビーリーグを含む大学の基金、年金、ファミリーオフィス等、洗練された大手海外機関投資家が中心です。

2007年のスターアジア設立当初は、CMBS、メザニンローン、ノンリコースローンを含む不動産関連債権への投資を手がけていました。その後、リーマンショックにより日本のマーケットから大手の競合他社が退出しましたが、スターアジアグループは主要な投資家からの継続的支援もあり事業を継続してきました。市場環境の変化に伴い、2011年以降は複数のプライベートエクイティファンドを立ち上げ、現物不動産への投資も積極的に実行してきました。

その投資スタイルは、不動産に関連する債権や株式等への投資を通じた不動産の取得、極めて短期間で不動産の現金化を必要とする売主への流動性提供、適切な管理運営を行うことによりバリューアップの見込まれる不動産の取得、一定の時間と資金的支出により治癒可能な軽微な瑕疵のある不動産の取得等であり、機動的かつ多面的なアプローチにより不動産を割安に取得し、収益機会を確保してきました。こうした投資スタイルにより、累計で2,700億円超（2015年末現在）の日本国内の様々なタイプの不動産関連資産への投資を実行しています。

継続的な投資活動により運用資産残高が拡大してきたこともあり、長期的に日本の不動産市場にコミットするためには、上場不動産投資信託（J-REIT）が最適であると考え、数年前よりスターアジアグループが主体となる J-REIT の準備をしてきました。2015年に資産運用会社である当社を設立し、必要な許認可取得・登録を行い、スターアジア不動産投資法人の設立に至っています。

スターアジア不動産投資法人は、様々なタイプのアセットへの投資実績や、その投資活動により蓄積されたスポンサーグループの持つ知見を踏まえ、総合型 REIT としています。



スターアジア投資顧問株式会社
代表取締役社長 加藤 篤志氏

2016年1月にはスターアジアグループが運用する不動産ポートフォリオの中から、11物件437.4億円をスターアジア不動産投資法人に組み入れ、同時に発行された95,000口の投資口をスターアジアグループにて取得しています。現在も97,000口（設立時に発行された投資口(2,000口)を含む）を保有しています。これは、現時点での総発行口数の約28.1%を占めており、スポンサーグループのスターアジア不動産投資法人への強固なコミットの顕れであると考えます。また、スターアジア不動産投資法人は、スポンサーとの間でスポンサーサポート契約を締結しており、運用中の物件及び第三者からの売却物件情報の共有、ウェアハウジング機能の提供、人的リソースのサポート等が約束されており、長期的にスターアジア不動産投資法人の内部、外部成長に対して強力な支援が期待できます。

—IPOの際、投資家の反応はいかがでしたか。

スターアジアグループは、国内の金融機関や不動産マーケットにおけるプレイヤーの間では、意思決定の迅速さ、取引の確実性等から高評価された存在であると自負しています。しかしながら、J-REITの投資家に対するプレゼンスは、既上場J-REITのスポンサーと比較した場合、高くはありませんでしたので、

最初にスターアジア不動産投資法人のスポンサーであるスターアジアグループの紹介をさせていただきました。

スターアジアグループは、多面的なアプローチと機動的な意思決定により日本の不動産関連マーケットにおいて累計で2,700億円超の投資実績を持つこと、この投資実績は主として米国の洗練された機関投資家に支持されたものであること、グループとして今後も日本の不動産マーケットにコミットし、投資活動を継続し、スターアジア不動産投資法人の外部成長に資すること、グループ内に蓄積されている不動産管理運営ノウハウ等を提供すること等を説明し、ご理解を得られたと思われます。

また、外部成長の蓋然性や内部成長の方策についてのご質問も多くいただきました。まず外部成長に関しては、スポンサーグループの持つ物件取得能力の最大限の活用、具体的には、不動産として取得するに留まらず、不動産関連債権や不動産保有会社の株式の取得等を通じての不動産の取得など、競合関係の少ない中で案件を獲得し最終的には不動産として保有できる状況にする能力、これまでの投資活動を通じて培ってきた海外の投資家、金融機関や不動産マーケットにおけるプレイヤーとのリレーションシッ

プを活用した良質な物件情報の獲得、これらに加えて資産運用会社のメンバーの持つ広範なネットワークからの物件情報の獲得により、力強い外部成長を目指していくことを説明しました。

次に、内部成長ですが、スポンサーグループはその実績が示すとおり、また資産運用会社にも不動産の管理運営に関して経験豊富なメンバーが揃っており、賃料収入の最大化・安定化、賃貸費用の適正化を行う能力を有していること、また、独立系のスポンサーグループであるが故にしがらみなくプロパティマネジャーを選定し、モニタリングできること等により、内部成長を実現していくことを説明しました。

今後は、スポンサーグループとの協働による外部成長及び内部成長を実現し、投資主の皆様の利益に資するような運用をして参る所存です。

—総資産の5%以内の範囲でメザニンローン債権への投資も行うとされています。意図をお聞かせください。

投資主の皆様のご大切な資金をお預かりしているファンドマネジャーとして、現物不動産への投資に留まらず、収益獲得機会の多様化を実現しようと考えてのことです。

不動産売買マーケットが過熱しているような状況の際に、物件取得のみを狙うのではなく、最劣後部分ではないメザニンローン債権への投資は収益機会獲得の有効な手段であると考えています。メザニンローン債権は減価償却せず、また金利収入により安定した収益を見込むことのできる投資対象であると考えられます。投資基準としては、対象不動産について価格以外が投資基準に合致しているような場合であっても、スターアジア不動産投資法人が取得する鑑定評価額の85%以下の範囲内であれば、メザニンローン債権への投資を検討できることとしています。償還を前提として厳選して投資する予定ではありますが、万一の場合には、スポンサーグループによる対象不動産の取得、スターアジア不動産投資法人による対象

不動産の取得などの方策を考えています。

メザニンローン債権への投資においては、不動産関連債権への投資実績を豊富に有しているスポンサーグループの知見を活用できることも強みであると思われます。

—今後の成長戦略についてポートフォリオ構築方針と併せてお聞かせください。

スターアジア不動産投資法人の投資対象アセットタイプは、オフィス、商業施設、住宅、物流施設、ホテルであり、これら5つのタイプに分散投資しますが、投資対象エリアは東京圏を中心としています。

ポートフォリオの構築に際しては、収益の安定性と成長性を軸として、3つの切り口から方針を策定しています。

第一に、投資対象エリアの選定です。どのタイプの不動産においても、人／もの／金が集まる東京圏は、不動産に対する需要が底堅いと考えられることから、取得価格ベースで70%以上を東京圏へ集中的に投資します。

第二に、アセットタイプの分散を意識しています。アセットタイプごとの特性を見極め、安定性と成長性を取り込むことのできるポートフォリオを構築していきます。

第三に、取得機会の豊富なミドルサイズアセットの集積です。ミドルサイズアセットには、潜在的なテナント需要も厚く、収益の安定性に寄与すると考えています。

加えて、都心5区に限定して100億円以上のラージサイズアセットも戦略的に投資を行います。分散投資に配慮しつつ、安定的な収益基盤の構築を図るため、都心5区に限定したラージサイズアセットへの戦略投資を検討します。

今後も収益の安定性と成長性を軸として、スポンサーグループが運用している資産の活用、スポンサーグループ及び資産運用会社に所属するメンバーの持つ多岐に亘るネットワークの活用を通じての案件情報の獲得により、成長を加速させ早期に2,000億円の資産規模達成を目標としています。

不動産市場のセクター別見通し CBRE フォーラム 2016 より



大久保 寛

CBRE リサーチ
エグゼクティブディレクター

CBREは2016年6月3日に毎年恒例のCBRE フォーラムを開催し、各セクターの市況の見通しについてご説明させて頂いた。いずれのセクターも足元では未だ需給がタイトな状況が続き、オフィスならびに物流施設においては賃料も上昇している。しかし、地政学リスクの高まり、中国をはじめとする新興国の景気減速、更にこれらを背景に米国の金融政策にも不透明感が高まるなど、日本の不動産をとりまく状況は予断を許さない。こういった中で、不動産市場そのものにおいても潮目の変化がみられ始めている。本稿は、各セクターの今後の見通しについて、フォーラムでの講演内容を中心にまとめたものである。

【オフィス市場】

賃料は2018年に ピークアウトを予想

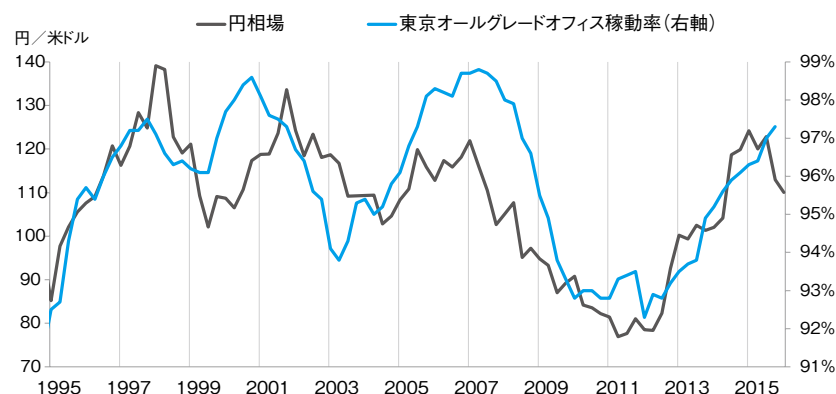
東京オフィス市場では、オールグレード(延床面積1,000坪以上、原則として新耐震基準に準拠したビル)の稼働率が2012年第2四半期末(=6月末)に92.3%でボトムを打って以降、約4年連続で上昇した。2016年3月末時点の稼働率は97.3%で、2008年第3四半期(7-9月期)以来、約8年ぶりに97%を上回って需給は極めてタイトな状況にある。為替が円安に進んで企業業績が拡大したことを背景に、賃貸オフィス市場でも2013年から2015年にかけて拡張移転や館内増床の動きが増加した。

過去からの為替相場とオフィス稼働率のトレンドを見ても、両者には一定の相関性が認められる。しかしこの過去のトレンドに鑑みると、2015年夏以降、ドル安・円高方向に進んでいる為替相場は、オフィス稼働率が

早晩ピークを打って下落に転じる可能性が高まっていることを示唆している(図表1)。

東京オフィス市場のこれまでのサイクルそのものもまた、2017年から

図表1 ドル円レートとオフィス稼働率

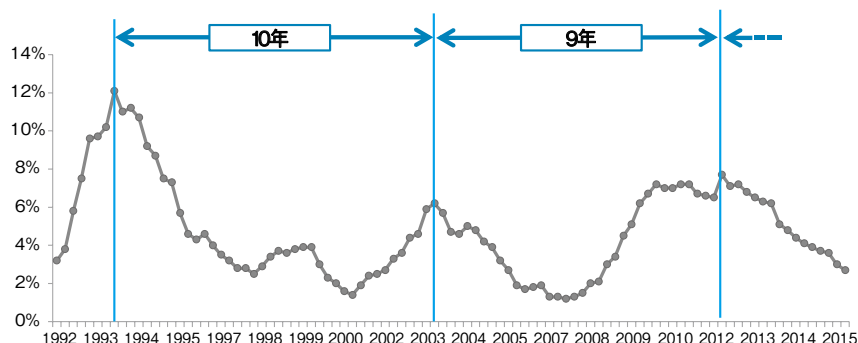


出典：CBRE

2018年にかけて市況が転換点を迎えることを示唆している。図表2のとおりに、東京オフィス市場の空室率には、9年から10年の周期で低下と上昇を繰り返すパターンがこれまでみられた。今回のサイクルは、2012年をピークに空室率は低下に転じている。今回も過去のパターンを踏襲するとすれば、次の空室率のピークは2021年ないし2022年と推測される。そうであるならば、その中間点である2017年前後のタイミングで空室率がボトムを打つことが考えられる。

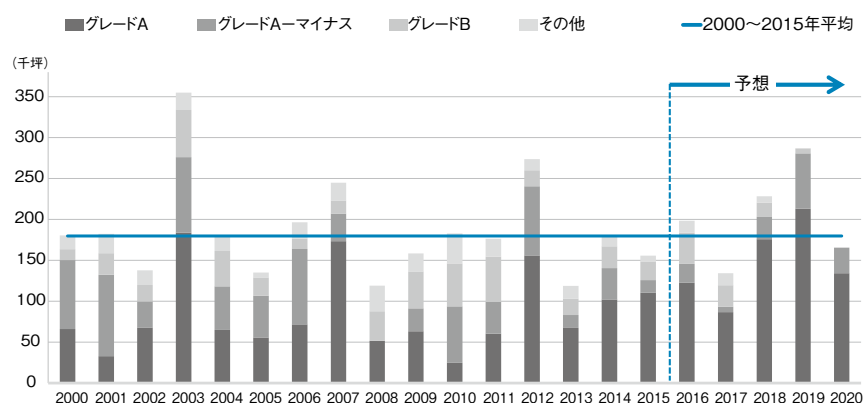
一方、新規供給も今後更に増加する。東京では2018年と2019年のいずれも過去平均を上回る水準の規模が計画されている(図表3)。現時点で見込まれている新規供給は、2018年はオールグレードで約23万坪(オフィス貸床面積ベース)、2019年は約29万坪で、過去15年間の年間平均の約18万坪をそれぞれ3割弱、6割弱上回っている。また、新規供給全体に占めるグレードAビルの比率は2018年が77%、2019年は74%で、これも過去平均の47%を上回っている。プライム立地にクオリティの高いビルが竣工することで、テナントにとっては質の高い移転先の選択肢が増えることになる。一方、これら新築ビルについては相場観さえ誤らなければリーシングの懸念は低いとみられるものの、テナント層が重なる既存グレードAビルもしくはグレードAマイナスビルにおいては、景況感によっては二次空室の発生・長期化も考えられる。

図表2 東京オールグレードオフィス空室率



出典: CBRE

図表3 東京のオフィス新規供給



出典: CBRE

CBREでは、これら新規供給の動向と、予想GDP*から推測される需要動向をもとに今後のオフィス需給を予想し、これを踏まえて賃料予想を行っている。2011年末を底に2015年末までに約20%上昇した東京のオフィス賃料は、更に10%上昇して2018年上期中にピークを打ち、それ以降は緩やかな調整局面に入ると見込んでいる。

*日本経済研究所センターの予測に基づく

【物流市場】

需要は引き続き旺盛だが、需給バランスのエリア間格差は拡大

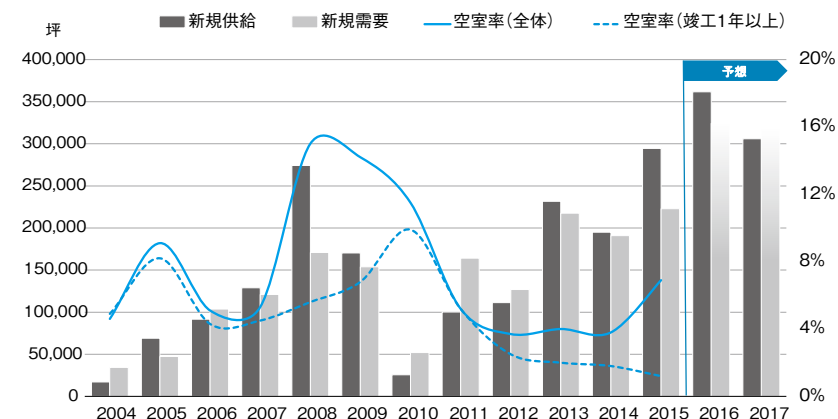
首都圏物流施設市場は、オフィス市場同様、2012年以降4年間にわたってタイトな需給環境が続いた(図表4)。特に2013年から2015年にかけての3年間では、毎年 평균新規供給が24万坪と、それ以前の平均(約11万坪)の倍以上で推移したにも関わらず、同期間の空室率は平均して約4%という低水準で推移している。需要の主な牽引役は、言うまでもなく電子商取引=eコマース

市場の拡大である。

ただし、2015年下期以降はやや変化がみられる。2015年第4四半期（10－12月期）の新規供給は、四半期としては過去最高の約15万坪を記録した。そしてその約半数が空室として残ったため、2015年末の首都圏全体の空室率は6.9%と前期に比べて3.4ポイント上昇した。ただし、新規需要は2015年に22万坪超と、こちらも過去最高を記録しており、需要が減退した兆候はみられない。実際、竣工1年以上の、いわゆる「既存物件」の空室率は1.2%と、過去最低を更新している。先進的物流施設の床面積が倉庫市場全体の5%程度と推定されることや、今後のeコマース市場の更なる成長ポテンシャルに鑑みると、大型の先進的物流施設に対するニーズは、今後も堅調に持続すると考えられる。

とはいえ、今後の新規供給案件の多くは、物流エリアとしては新興のエリアに計画されている。そのため、2016年から2017年にかけての2年間は、エリア間で需給バランスの格差が広がることとなろう。CBREでは、2015年初以来、首都圏の物流施設市場を4つのサブマーケットに分けて分析している（図表5）。東京湾岸沿いの「東京ベイエリア」を中心に、「外環道エリア」、「国道16号エリア」、「圏央道エリア」と、いずれも環状線の開発に伴って拡大してきたのが首都圏物流施設市場のこれまでの歴史である。この中で外側2エリアの「国道16号エリア」およ

図表4 首都圏物流施設の需給動向



出典：CBRE

図表5 首都圏物流施設のサブマーケット



出典：CBRE

び「圏央道エリア」には、2016年から2017年に計画されている新規供給の8割が集中している。そして、もともと新興の「圏央道エリア」には、約4割が集中している。当該エリアは新興であるため、既存ストックそのものが少なく（首都圏全体の2割弱）、物流施設のマーケットとしての認知度も高いとは言えない。このため、「圏央道エリア」で開発されている物件の中には、空室を残して竣工するケースが既に散見され、今しばらくはこの傾向が続くだろう。その結果、内側のエリアは引き続き需給がタイトで賃料も上昇するとみ

られる一方、「圏央道エリア」を含む外側2エリアにおいては空室率の高止まりを背景に賃料は弱含むものと予想する。ただし、同エリアも、次第に主要物流エリアの一つとしてポジショニングが確立されるであろう。今でこそ主要な物流拠点として認知されている千葉県の柏や埼玉県の久喜なども、物流施設が開発されるようになった当初はリースアップに時間がかかっていた。今後、圏央道の全線開通が近づくにつれて物流エリアとしての認知度も高まり、中期的にはリースアップのペースも加速するとみられる。

【リテール市場】

消費性向の変化が
リテラーのマインド
にも影響

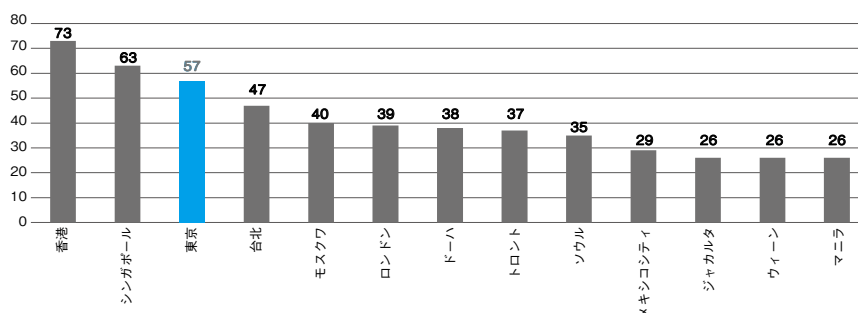
銀座や表参道などのプライムリテール市場においても、少しずつ潮目が変わりつつある。インバウンド需要の変化を受け、出店戦略を見直すリテラーも出始めている。

CBREが毎年集計している「海外ブランド初出店ランキング*」では、2015年は1位が香港(73件)、2位がシンガポール(63件)で、東京は57件で3位となった(図表6)。世界主要都市の中でアジア太平洋地域の都市が上位3位を占めており、同地域へのリテラーの進出意欲は引き続き高いと言える。2014年の同調査では、東京は63件で1位であった。2015年調査では出店件数が減少し、順位も3位に下がったが、これは海外ブランドによる出店需要が特に強い銀座や表参道のハイストリートで空室が少なく、出店余地が限られていたことが主因と考えられる。2015年の段階では、海外ブランドの日本への出店意欲は依然として強かったと言っていい。

*海外で発祥したブランドが、発祥国以外の世界主要都市に1号店を出店した数のランキング

また、海外ブランドによる進出は、中長期的にはまだまだ続く可能性が高い。ブランドの進出済み比率を世界全体でみると、東京は43.4%で世界の主要都市の中で9位にとどまっ

図表6 海外ブランド初出店ランキング(2015年)



出典: CBRE

図表7 海外ブランドの進出済み割合

2016年ランキング	都市	2016年進出割合
1	ロンドン	57.9%
2	ドバイ	57.0%
3	上海	54.4%
4	ニューヨーク	46.6%
5-	シンガポール	46.0%
5-	モスクワ	46.0%
7	香港	45.0%
8	パリ	44.3%
9	東京	43.4%
10-	北京	42.7%
10-	ベルリン	42.7%

出典: CBRE

ている(図表7)。57.9%で1位のロンドンは日本を約15ポイント上回っており、3位の上海(54.4%)とも11ポイントの開きがある。従って、他国の主要都市と比べ、東京にはグローバルブランドの進出する余地が未だあると言える。

2015年の日本の消費のけん引役は、国内富裕層と訪日外国人であった。日本百貨店協会が発表した2015年の年間の全国百貨店売上高において、高額品(美術品、宝飾、貴金属)の売上高は対前年比で8%増加した。これは、化粧品の12.5%に次ぐ増加率である。株高による資産効果や円安により、国内富裕層や訪日外国人の消費が旺盛であったと考えられる。しかし、2016年に

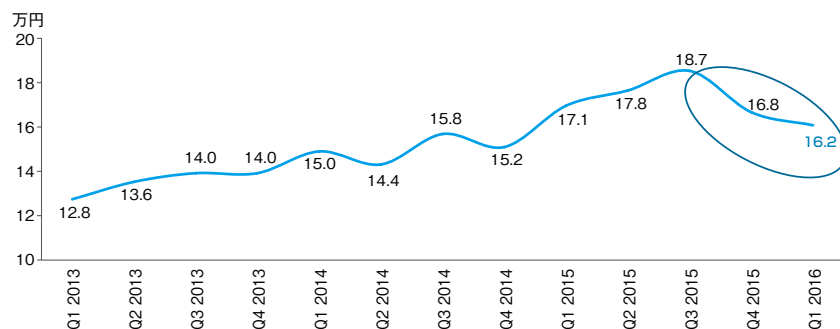
入ってからは高額品の売れ行きが鈍っている。株安により国内富裕層の消費意欲が減退したとみられるほか、円高により訪日外国人の購買商品が高額品から日用品にシフトしたことが理由である。

2015年に過去最高の1,974万人を記録した訪日外国人数は、2016年も増加傾向が続いている。観光庁によると、2016年1月～5月期の訪日外国人数は973万人で前年同期を29%上回った。また2016年6月中には、前年より1カ月以上早く1,000万人を超えた。訪日外国人の消費額も引き続き増加している。2016年1月～3月期は9,305億円で前年同期を32%上回った。しかし一方で、訪日外国人1人当たりの旅行支出

は、ピークだった2015年第3四半期の18.7万円から2016年第1四半期(1-3月期)には16.2万円に減少している(図表8)。訪日外国人の消費をけん引してきた中国人の消費の変化が主因。2015年の夏以降は為替相場が円高にシフトしていることに加え、中国政府が高級品の関税率を引き上げたことなどが背景とみられる。SNSへの書き込みの集計で見ると、中国人が日本で購入したい商品の1位と2位は「化粧品」と「医薬品」であり、高額品にあたる「ブランド腕時計、バッグ」は13位にとどまっている。日本百貨店協会による、外国人観光客に人気のあった商品ベスト5の調査においても、2015年初頭から2016年3月にかけておおむね1位が続いていた「ハイエンドブランド」が4月にはランク外となった。5月は2位に再浮上したものの、「爆買い」の担い手であった中国人の購入性向は、明らかに変化している。

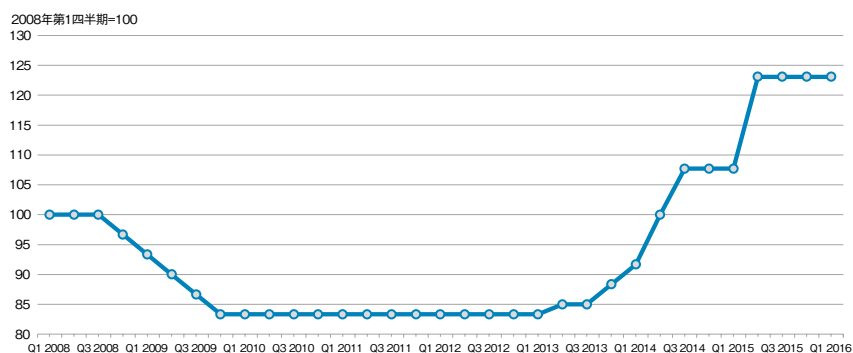
消費者のこういった変化を受け、足元ではリテラーも出店あるいは

図表8 訪日外国人1人あたりの旅行支出



出典：観光庁、CBRE

図表9 東京プライムリテール賃料指数



出典：CBRE

店舗拡張に慎重になっている。CBREが推計している東京プライムリテール賃料は4四半期連続で対前期比横ばいの状況が続いた(図表9)。中国をはじめとする新興国経

済の減速、英国のEU離脱を背景に、為替相場が再び円安に向かうことが考えにくくなっている現状では、当面はプライムリテール賃料の上昇余地も限定的と考えられる。

おおくぼ ひろし

CBRE Japan のリサーチ部門の責任者として、オフィス、物流施設、商業施設の賃貸市場ならびに売買市場のリサーチ業務を統括。製鉄会社および投資銀行勤務を経て1997年から2013年まで証券アナリストとして株式リサーチ業務に従事。2000年からはJREITを中心に不動産セクターを担当。UBS証券、ゴールドマンサックス証券、マッコーリーキャピタル証券、みずほ証券を経て、2013年10月より現職。

第11回

空港事業の民営化とコンセッション方式⑥
～その他の空港の民営化検討状況と課題(上)～

福島 隆則

株式会社三井住友トラスト基礎研究所
投資調査第1部
主席研究員

はじめに

海外では1990年代に既に本格化していた空港事業の民営化が、ようやく今年、我が国でも始まった。関西国際空港と大阪国際空港（以下、関空・伊丹）では4月1日から、仙台空港では7月1日から、いずれもコンセッション方式を活用した民間による空港運営がスタートしている。今後も同様の動きが広がっていくかどうかは、先行して民営化されたこれら3つの空港の運営に対する評価にも依存するが、少なくとも法制度面やプロセス面においては、こうした先行事例ができた意義は大きいだろう。実際、ほかのいくつかの空港でも、コンセッション方式を活用した民営化の検討が進められているようである。

今回は、こうした空港の中から、高松、福岡、静岡の3つの空港を取り上げ、これまでの検討の経緯や現状、今後の課題などについて考察していきたいと思う。なお、これらの空港については、現在、高い頻度で新しい情報が発信されているところではあるが、本稿は原稿執筆時点（2016年7月上旬）の情報に基づいていることにご留意いただきたい。

高松空港の民営化検討状況と課題

関空・伊丹、仙台空港の次に民営化が行われる空港は、高松空港であろう。高松空港の民営化については、「空港事業の民営化とコンセッション方式③～仙台空港など国・地方自治体管理空港の民営化^{注1}」で

一度言及しているが、その後の状況も含め、再度考察してみたいと思う。

高松空港は国管理空港の一つで（図表1）、現在、空港施設は国が、ターミナルビルは香川県、高松市、ANA ホールディングス、日本航空、日本政策投資銀行、百十四銀行などが出資する高松空港ビル株式会社が、駐車場は一般財団法人 空港環境整備協会が運営している。

旧高松空港は1958年供用開始と古いが、滑走路が1,200mと短かったこともあり、1989年に現在の場所に移転・開港している。現在の滑走路は2,500mの1本で、運用時間は7時～22時である。

乗降客数は2011年度を底に増加し続け、2015年度は過去最高を記録した模様。また、この間の増加率は国際線の方が際立っていた。現

注1

本連載の第8回（ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.28, 2015 November-December）

在の国際線は、台北（桃園）便、上海便、ソウル便の3路線であるが、本年7月から香港便が新たに加わるため、更なる乗降客数の増加が予想されている。一方で貨物取扱量は、近年、減少傾向にある（図表2）。

国土交通省の試算によると、高松空港は、2012年度を底に収益面でも拡大が続いており、2014年度の航空系事業 EBITDA^{注2}と非航空系事業 EBITDAを合算した EBITDAは、約4億円の黒字となっている（図表3）。海外の事例を参考にすると、空港事業の買収価格は一般的に EBITDA の15～20倍程度となっているため、これを2014年度の合算 EBITDA に当てはめると、高松空港の運営権対価（コンセッション価格）は60～80億円。直近4年度の平均に当てはめると、45～60億円と推定できる。

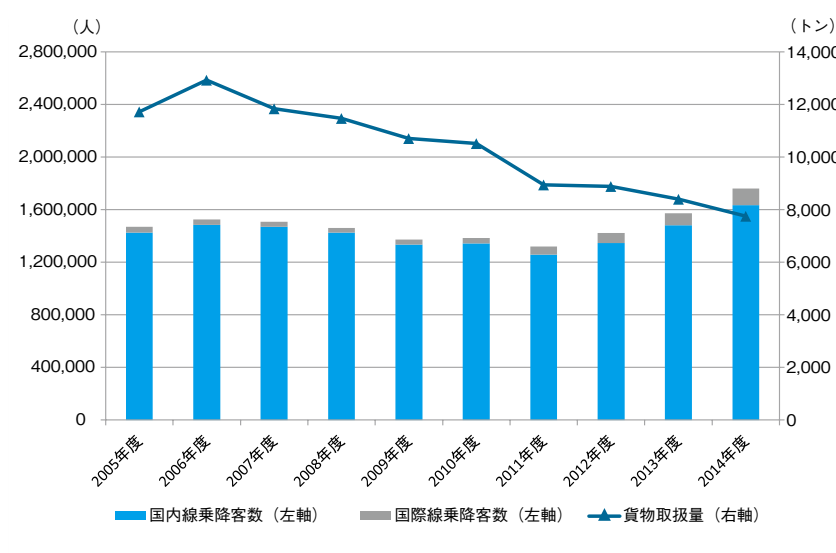
高松空港の民営化についての議論は、2013年度に香川県が、国土交通省の「先導的官民連携支援事業」を活用した「高松空港運営権委託導入検討調査」を実施したのを機に本格化し、2015年10月には、「高松空港特定運営事業等 基本スキーム（案）」が発表されるに至っている。基本スキーム（案）では、事業期間は最長55年間（当初15年間+オプション延長35年以内、不可抗力等による延長）。運営権者は、滑走路等の運営とターミナルビル等の運営を一体的に実施することとなっている。また、この基本スキーム（案）

図表1 我が国の空港種別（2016年4月1日現在）

	空港会社管理	国管理	地方自治体管理
拠点空港 (28空港) 国や空港会社が 設置する拠点空港	成田、伊丹、 関空、中部 (4空港)	羽田、新千歳、稚内、釧路、 函館、仙台、新潟、広島、 高松、松山、高知、福岡、 北九州、長崎、熊本、大分、 宮崎、鹿児島、那覇 (19空港)	<特定地方管理空港※> 旭川、帯広、秋田、山形、 山口宇部 (5空港) ※国土交通大臣が設置し、地方自治体 が管理する空港
地方管理空港 (54空港) 地方自治体が 設置する重要な空港			中標津、紋別、女満別、青森、 大館能代、花巻、庄内、福島、 静岡、富山、能登、福井、松本、 神戸、南紀白浜、鳥取、出雲、 石見、岡山、佐賀 (20空港) <離島空港> 利尻、礼文、奥尻、大島、新島、 神津島、三宅島、八丈島、佐渡、 隠岐、対馬、小値賀、福江、 上五島、吉岐、種子島、屋久島、 奄美、喜界、徳之島、沖永良部、 与論、粟国、久米島、慶良島、 南大東、北大東、伊江島、宮古、 下地島、多良間、新石垣、 波照島、与那国 (34空港)
その他の空港 (15空港) 自衛隊等との共用空港、 コミュニティー空港等		札幌、千歳、百里、小松、 美保、徳島、三沢、岩国、 八尾 (9空港) ※下線は共用空港	調布、名古屋、但馬、岡南、 大分中央、天草 (6空港)
合計 (97空港)	4	28	65

出所 国土交通省「空港分布図」（2016年4月1日現在）などをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表2 高松空港の年間（年度）乗降客数と貨物取扱量の推移



出所 国土交通省「暦年・年度別空港管理状況調査」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注2

EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) は、利払い前・税引き前・償却前営業利益を意味し、1年間の営業活動を通じて得られるキャッシュフロー（実質的な利益水準）を表している。

に対して実施されたマーケットサウンディングでは、93社^{注3}の民間事業者から関心が寄せられている。

そして本年7月8日、「高松空港特定運営事業等実施方針」が発表され、図表4に示すスケジュール（予定）で今後民営化プロセスが進められていくこととなった。実施方針では、香川県など関係自治体による10%以下の出資や、非常勤取締役1名と常勤職員1名の派遣が明記されたことが特徴的と言える。

最後に、民間ビジネスとして見た場合の高松空港は、足元の業績は好調であるものの、決して大きくない事業規模や将来的なアップサイド・ポテンシャルに、やや難がある。特に後者については、近隣に徳島、岡山、広島など競合空港を多数有する四国・中国エリアの中で、差別化された成長戦略をどのように描いていけるかがポイントとなるだろう。まさに、民間の知恵とアイデアの見せ所のような案件と言えるかもしれない。

福岡空港の民営化検討状況と課題

福岡空港も国管理空港の一つで（図表1）、現在、ターミナルビルは日本航空、九州電力、ANAホールディングス、西日本鉄道、福岡県、福岡市などが出資する福岡空港ビルディング株式会社が運営している。

図表3 高松空港の航空系事業+非航空系事業の収支（EBITDA）の推移

（単位：百万円）

	航空系事業 EBITDA	非航空系事業 EBITDA	合算 EBITDA
2011年度	▼24	275	251
2012年度	▼90	266	176
2013年度	61	331	392
2014年度	43	361	404
直近4年度平均	▼3	308	306

出所) 国土交通省「空港別収支の試算結果について」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表4 高松空港の民営化に関する今後のスケジュール（予定）

2015年 10月 ～ 11月	マーケットサウンディング
2016年 7月 8日	実施方針等の公表
2016年 9月	募集要項等の公表
2016年 12月 ～ 2017年 1月	第一次審査
2017年 2月 ～ 5月	競争的対話
2017年 6月 ～ 8月	第二次審査
2017年 8月	優先交渉権者の選定
2017年 10月	運営権設定 実施契約の締結
2017年 12月	ビル事業の開始
2018年 4月	空港運営の開始

出所) 国土交通省航空局「高松空港の運営委託に向けたスケジュール」（2016年7月8日）

福岡空港の歴史は、1944年に旧陸軍が飛行場として建設したことに遡る。その後、終戦で米軍に接収された後、1972年に返還。現在の福岡空港としての供用が開始されている。滑走路は2,800mの1本で、（定

期便の）運用時間は7時～22時となっている。以前、「空港事業の民営化とコンセッション方式^④～関空・伊丹の民営化（上）～^{注4}」で取り上げた大阪国際空港（伊丹空港）の状況と類似しているが、福岡

注3

仙台空港のマーケットサウンディングでは、「70にのぼる企業・団体が参加」（国土交通省航空局）とされていたため、高松空港の民営化には、仙台空港を大きく上回る関心が寄せられたことになる。

注4

本連載の第9回（ARES不動産証券化ジャーナル Vol.30, 2016 March-April）

空港も市街地から極めて近く、利便性が高い反面、騒音・環境問題への配慮から運用時間には一定の制限がかかっている。

また、歴史的な経緯から、空港用地の約3分の1が民有地となっており、年間80億円超と言われる借地料は、収益面における大きな負担となっている。ただ近年は、非航空系事業の収益が大きく拡大してきており、国土交通省の試算でも、航空系事業 EBITDA と非航空系事業 EBITDA を合算した EBITDA が、2年度続けての40億円超えとなっている（図表5）。前述の高松空港と同様に、福岡空港の2014年度の合算 EBITDA を15～20倍してみると、670～890億円。直近4年度の平均では、460～610億円となる。

乗降客数は2011年度を底に増加し続け、2014年度には年間2千万人の大台を突破し（図表6）、発着回数とともに、羽田、成田両空港に次ぐ全国第3位の空港となっている。ただし、羽田空港には4本の滑走路、成田空港には2本の滑走路があり、1本の滑走路しか持たない空港としては福岡空港が第1位である。一方でこのことは、福岡空港が既に過密状態にあることを意味しており、実際、ピーク時の慢性的な遅延の発生は大きな問題となってきた。国土交通省も本年3月27日、福岡空港を航空法上の「混雑空港」に指定。1時間あたりの発着回数に上限が定められ、定期便の新規就航は（届出制から）許可制となった。

こうした過密問題への対応については、国や地元の福岡県、福岡市が

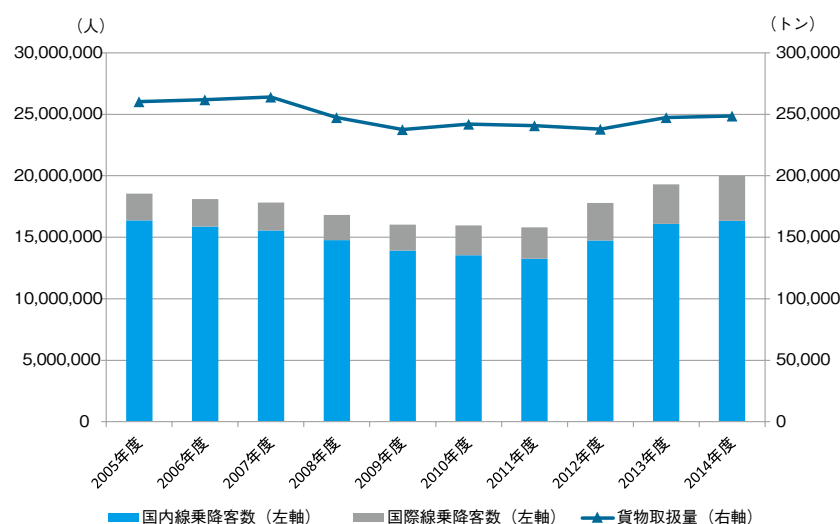
図表5 福岡空港の航空系事業+非航空系事業の収支（EBITDA）の推移

（単位：百万円）

	航空系事業 EBITDA	非航空系事業 EBITDA	合算 EBITDA
2011年度	▼3,766	4,766	1,000
2012年度	▼2,853	4,846	1,993
2013年度	▼610	5,350	4,740
2014年度	▼1,748	6,199	4,451
直近4年度平均	▼2,244	5,290	3,046

出所）国土交通省「空港別収支の試算結果について」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表6 福岡空港の年間（年度）乗降客数と貨物取扱量の推移



出所）国土交通省「暦年・年度別空港管理状況調査」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

中心となり、既に2003年度から検討が行われている。その中で、現状のままでは将来の需要の増加に対応できないとして、「（現空港における）滑走路の増設」と「新たな空港の建設」という2つの方策が示され、その後の検討で「滑走路の増設」を支持することが表明されている。ただ、ここでも市街地にある空港のマイナス面が露見し、2本目の滑走路（2,500m）は敷地の制限から、現在の滑走路のわずか210m 西側に

平行して作られるため、増設しても発着回数は1.3倍程度にしか増えない。なお、滑走路増設の事業費は約1,640億円。完成は2024年度を予定している。

そして、2014年11月、国土交通省と福岡県、福岡市は、福岡空港の運営権の売却収入を滑走路増設の事業費に充てることを前提に、コンセッション方式を活用した民営化を進めることを相次いで表明。現在、2019年度からの民営化を目指し、検

討が進められているところである。

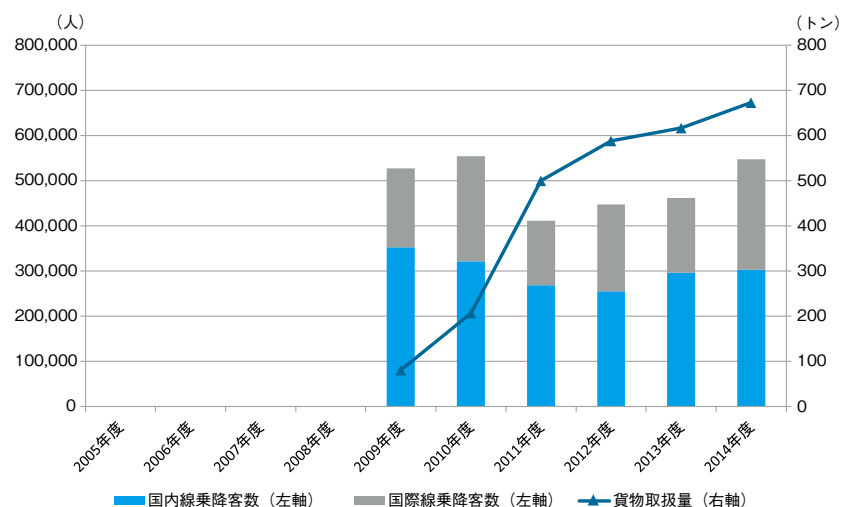
最後に、民間ビジネスとして見た場合の福岡空港は、非常に恵まれたロケーションで魅力的に映る反面、前述の物理的制限からアップサイド・ポテンシャルに一定の限界があることや、高額な借地料負担の問題、周辺住民等への環境対策の問題など、やや難易度の高い問題が多く残されていることが課題と言えるだろう。

静岡空港の民営化検討状況と課題

静岡空港^{注5}は、静岡県が設置・管理する地方管理空港の一つである（図表1）。滑走路など空港基本施設の建設は静岡県によって行われたが、ターミナルビルも含めた空港運営は、現在、指定管理者制度を活用する形で、地元民間企業の出資により設立された富士山静岡空港株式会社が行っている。なお、ターミナルビルは、もともと富士山静岡空港株式会社が建設・所有・運営を行っていたが、2014年4月に静岡県に譲渡されており、現在は2018年度の供用開始を目指し、増築・改修工事が行われようとしているところである。なお、完成後のターミナルビルは、現在の約1.5倍の規模になる予定である。

また、グランドハンドリングと呼ば

図表7 静岡空港の年間（年度）乗降客数と貨物取扱量の推移



出所）国土交通省「暦年・年度別空港管理状況調査」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

れる地上業務を行うのも、地元の物流会社である鈴与が100%出資する株式会社エスエーエスで、系列のフジドリームエアラインズのみならず、日本航空や全日本空輸の地上業務も受託している。

静岡空港の開港は2009年6月と新しく、滑走路は2,500mの1本で、運用時間は7時30分～22時である。

乗降客数は2011年度を底に増加し続けており、2015年度は70万人弱と過去最高を記録した模様（図表7）。特に昨年度は、中国路線の相次ぐ新規就航で国際線の利用が大きく伸び、国内線の乗降客数を初めて上回ることとなった。もっとも、足元での国際線乗降客数の伸び率は鈍化してきており、その対策は今後の大きな課題となっているが、開

港当初は不要論も多く、所謂「立ち木問題^{注6}」で当時の知事が辞職に追い込まれるなど、散々なスタートとなった静岡空港が、ようやくその存在感を示し始めたとも言えるだろう。

ただ、収益面では依然コスト負担が大きく、赤字経営が続いている。静岡県によると、静岡空港の2014年度収支は5億円弱の赤字で、これで開港以来6年連続の赤字となった。ターミナルビルの県有化で利用料金納入金が増加したことなどにより、赤字幅は前年度から縮小したが、滑走路などの施設の点検・補修費や人件費で、7億円超にまで拡大した支出を埋めるまでには至らなかった。なお、減価償却費を反映した企業会計の手法で計算した経常

注5

「富士山静岡空港」という呼称は、「静岡空港」の愛称である。

注6

空港反対派が所有する航空法の高さ制限を超える立ち木が存在したため、その伐採や滑走路の短縮（2,200m）という対応を取らざるを得なくなり、当初の開港が“暫定開業”という形になったもの。

損益は、18億円超の赤字。静岡県と富士山静岡空港株式会社の合算 EBITDA は、2億円超の赤字となっている。

静岡空港の民営化についての議論は、2012年度に静岡県が、国土交通省の「先導的官民連携支援事業」を活用した「富士山静岡空港運営改善検討調査事業」を実施したのを機に本格化し、その後の県の有識者検討会でも、「短期的には指定管理者制度を活用しつつも将来的にはコンセッション方式を活用する」という提言が出されるに至っている。

そして本年5月19日、静岡県は、コンセッション方式を活用した静岡空港の民営化について、「富士山静岡空港特定運営事業等 基本スキーム案」を公表。マーケットサウンディングも実施された。基本スキーム案では、事業期間は最長45年間（当初20年間+オプション延長20年以内、不可抗力等による延長）。事業方式は、公募により選定された民間事業者（優先交渉権者）が株主となる SPC に運営権を設定。運営権者

図表8 静岡空港の民営化に関する今後のスケジュール（予定）

2017年度	実施方針の公表 募集要項の公表 優先交渉権者の選定
2018年度	運営権の設定 実施契約の締結
2019年度	運営開始

出所）静岡県文化・観光部空港振興局「富士山静岡空港における公共施設等運営権制度導入に係るマーケットサウンディング（民間事業者意見の募集）の実施」（2016年5月19日）

となった SPC と実施契約を締結するものとなっている。

また、SPC については、以下の2つのパターンが想定されている。

- ① 優先交渉権者が富士山静岡空港株式会社の株式を取得し、同社を SPC とする
- ② 優先交渉権者が新たに SPC を設立し、富士山静岡空港株式会社の事業・人材を引き継ぐ

マーケットサウンディングの案内とともに発表された今後のスケジュールは、図表8に示したとおりである。

最後に、民間ビジネスとして見た場合の静岡空港は、中国路線の依存度が高く、既に伸び率が鈍化しつ

つある国際線の乗降客数をいかに増やしていくかが今後の課題となるが、ロケーションを含めた将来的なポテンシャルや民間運営の自由度の大きさは、ノウハウを持つ事業者にとって魅力的に映るだろう。特に、指定管理者として空港基本施設の運営も手掛ける富士山静岡空港株式会社の獲得は、ほかの空港への活用も見込めるため、今後の事業展開の“有力な武器”となるだろう。

今回は、新千歳空港などにおける民営化検討状況と課題について考察を行う予定である。

参考文献

- Anne Graham、「MANAGING AIRPORTS 4th Edition:An international perspective」
国土交通省、「空港分布図」（2016年4月1日）
国土交通省、「暦年・年度別空港管理状況調書」
国土交通省、「空港別収支の試算結果について 平成23年度」
国土交通省、「空港別収支の試算結果について 平成24年度」
国土交通省、「空港別収支の試算結果について 平成25年度」
国土交通省、「空港別収支の試算結果について 平成26年度」
高松空港ビル株式会社 HP（<http://www.takamatsu-airport.co.jp>）
一般財団法人 空港環境整備協会 HP（<http://www.aeif.jp>）
国土交通省航空局、「高松空港特定運営事業等 基本スキーム（案）」（2015年10月）
国土交通省航空局、Press Release「高松空港の運営の民間委託に関する今後のスケジュール」（2016年4月26日）
国土交通省航空局、「空港経営改革について」（2016年5月）
香川県、Press Release「平成27年度高松空港利用状況について」（2016年5月6日）
香川県、「高松空港の今後の方向性と運営の民間委託について」（2016年5月26日）
国土交通省航空局、「高松空港特定運営事業等実施方針」（2016年7月8日）
国土交通省航空局、「高松空港特定運営事業等実施方針（概要）」（2016年7月8日）
国土交通省航空局、「高松空港の運営委託に向けたスケジュール」（2016年7月8日）
福岡空港 HP（<http://www.fuk-ab.co.jp>）
福岡県空港計画課 HP（<http://www.pref.fukuoka.lg.jp/contents/kuko2.html>）
国土交通省大阪航空局 HP、「福岡空港」（<http://ocab.mlit.go.jp/about/jurisdiction/fukuoka>）
福岡空港プロジェクト HP（<http://www.pa.qsr.mlit.go.jp/fap>）
福岡空港運営検討協議会、「福岡空港の民間委託について」（2014年10月）
福岡県、「福岡県の空港の将来構想 ～福岡空港と北九州空港の役割分担と相互補完～」（2014年11月）
国土交通省九州地方整備局、国土交通省大阪航空局、「福岡空港滑走路増設事業に係る環境影響評価書のあらまし」（2015年10月）
国土交通省九州地方整備局、国土交通省大阪航空局、「福岡空港滑走路増設事業に係る環境影響評価書 要約書」（2015年10月）
静岡県 HP、「富士山静岡空港資料室」（<https://www.pref.shizuoka.jp/kuukou/contents>）
富士山静岡空港 HP（<http://www.mtfuji-shizuokaairport.jp>）
株式会社エスエーエス HP（<http://sas-web.jp>）
静岡県 HP、Press Release「平成27年度及び平成28年3月の富士山静岡空港利用状況」（2016年4月8日）
静岡県文化・観光部空港振興局、「富士山静岡空港における公共施設等運営権制度導入に係るマーケットサウンディング（民間事業者意見の募集）の実施」（2016年5月19日）
静岡県、「富士山静岡空港特定運営事業等 基本スキーム案の概要」（2016年5月19日）
静岡県、「富士山静岡空港特定運営事業等 基本スキーム案」（2016年5月19日）

ふくしま たかのり

早稲田大学大学院ファイナンス研究科修了（MBA）。内外の投資銀行でデリバティブやリスクマネジメント業務に従事し、現職ではインフラ投資に係るコンサルティング、アドバイザリー、リサーチ業務。自治体向けの公的不動産（PRE）やPPPコンサルティング業務に従事。経済産業省「アジア・インフラファイナンス検討会」委員。国土交通省「不動産リスクマネジメント研究会」座長。国土交通省「インフラリート研究会」委員。国土交通省「不動産証券化手法等による公的不動産（PRE）の活用のあるり方に関する検討会」委員など。早稲田大学国際不動産研究所招聘研究員。日本証券アナリスト協会検定会員（CMA）。著書に「よくわかるインフラ投資ビジネス」（日経BP社・共著）、「投資の科学」（日経BP社・共訳）など。

第11回

変わる東京オフィスマーケット

～ データでみる現状と需給動向からこれからを考える ～



中山 善夫

株式会社ザイマックス不動産総合研究所
代表取締役社長
(ARES マスター M0600051)

山方 俊彦

株式会社ザイマックス不動産総合研究所
マネージャー
(ARES マスター M1506272)

1.はじめに

我が国における不動産は約2,500兆円あり、そのうち企業不動産は約470兆円といわれている。その中でも一番割合が高いのはオフィスである。また、投資マーケットでは、昨今の金融情勢から、相対的に高い利回りが期待できるものとして実物不動産やJ-REITの注目度が高まってきている。投資対象用途が多様化してきたJ-REITは保有不動産額が14兆円を超え、その中でオフィスは約7兆円とほぼ半分を占めている。東京のオフィスマーケットは全体的には改善が続いているものの、昨今の国内外の社会経済情勢の変化により、景気の不透明さが増し、今後のマーケットのゆくえに関心が高まっている。企業あるい

は投資家にとって、最も主要なアセットタイプであるオフィスの価格動向に影響を与える賃貸マーケットの現状と今後を分析しておくことは重要である。

そこで、本稿では、まずザイマックス不動産総合研究所が四半期ごとに公表している「オフィスマーケットレポート東京（2016年Q1）」をベースに、現在のオフィス市況をみていく。そして、今後の東京のオフィスマーケットについて、「供給」と「需要」の両面における「量」と「質」の変化を考察していく。

2.東京オフィスマーケットの現状

① オフィスマーケットの概況

現在の市場関係者が感じているオ

フィスマーケット概況は「需給は改善しているが、賃料はそれほど上がっていない」がおおよそのコンセンサスと書いていいだろう。空室率は4年近く低下を続けて4%台になってきたが、賃料水準は2008年頃と比べてまだ見劣りする。

ザイマックス総研が四半期毎に発表している「オフィスマーケットレポート東京」では、「空室率」「新規成約賃料インデックス」「成約賃料DI（ディフュージョン・インデックス）」「支払賃料インデックス」「フリーレント」の5つの指標と主な竣工ビル、テナント移転等をまとめている。

なお、本稿執筆時点における最新レポートは【図表1】の2016年1～3月期の内容で、翌4～6月期につい

ては8月初旬に公表予定である。現在、確定前の作業中であるが、2016年Q2においてもQ1と大きな傾向の変化はないと思われる。

2012年以降、東京のオフィスマーケットでは、空室率は低下を続け、新規賃料も緩やかに上昇が続いてきた。事業拡大・人材確保による拡張移転や業務効率化といった前向きな移転を検討する企業が多く、オフィス需要は堅調に推移した。その一方で、2013年以降のオフィスビルの新規供給はそれほど行われなかったため、空室の解消が進んでいった。都心部に立地する築浅物件での空室在庫の減少や賃料上昇を受け、企業が希望する立地やスペックの基準を緩め、広い範囲で候補物件を検討するケースもみられた。主要オフィスエリアから離れた周辺エリアにもテナント需要は広がり、基準階100～200坪程度の中規模ビルにおいても空室在庫は減少している。入居テナントの

賃料改定の時期に合わせ、数年前に低水準の賃料で入居したテナントの値上改定もみられるなど、支払賃料の水準上昇が進んできた。

長期的なトレンドの変化を把握する

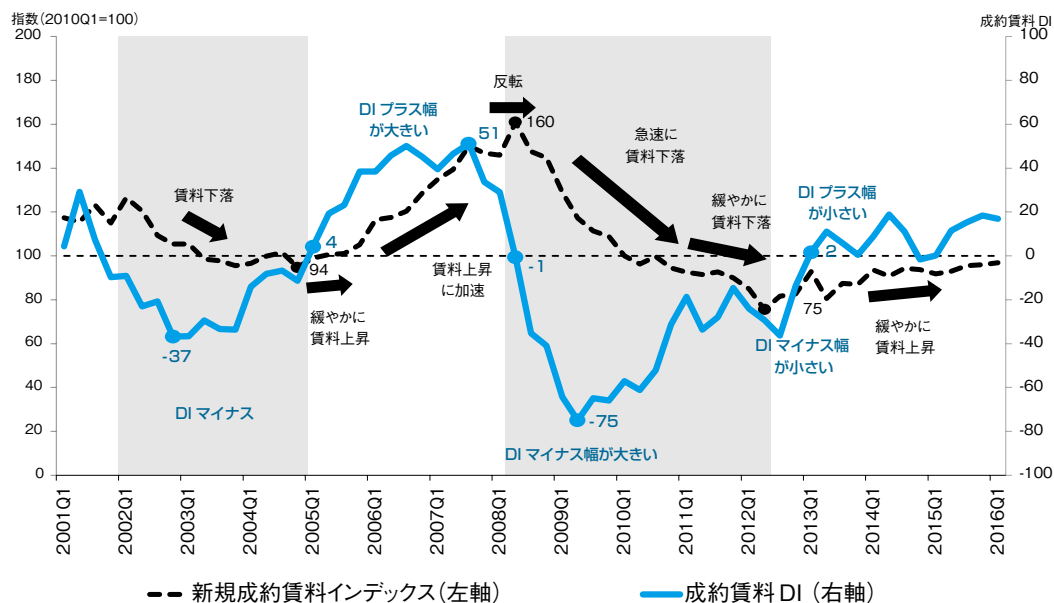
ために、上記の指標を使った分析を行ってみる。【図表2】は新規成約賃料インデックス（賃料単価の水準）と成約賃料DI（賃料変化のトレンド）を重ねたものである。これをみると

図表1 オフィスマーケット指標（2016年Q1）

空室率 ：需給バランスを表す
前期（2015年Q4）と比べ0.37ポイント下降し4.46%となった。空室率は2012年Q2の9.27%以降、15四半期連続して下降している。企業の集約移転ニーズを受け、大規模ビルを中心に空室が順調に消化されている。都心部の新築オフィスビルで竣工前に空室が消化されたケースもある。
新規成約賃料インデックス ：新規賃料の水準を表し、2010年Q1を100とした指数
2008年Q2の161から2012年Q2の76まで低下したが、現在は緩やかな上昇傾向が続き、2016Q1は前期と比べ1ポイント上昇して97となった。
成約賃料DI ：賃料の変化の方向性を表す。賃料が上昇した物件の割合から下落した物件の割合を引いた数値
成約賃料DIは2009年Q2の-75をボトムに上昇トレンドに転換し、2013年Q1にプラス（賃料が上昇したビルの割合の方が多い状態）となり、その後もほぼプラス圏で推移し、2016年Q1は+17と賃料を上げたビルの割合が多くなった。
支払賃料インデックス ：新規と継続の両方を含んだ賃料の指数。2010年Q1を100
2013年3Qの77をボトムに、上昇傾向が続いている。2016年Q1は前期と比べ2ポイント上昇し84となった。
平均フリーレント月数 ：契約開始から賃料発生時までの無料期間
フリーレント月数は2011年Q1の5.0か月をピークに減少傾向が続いている。2016年Q1は前期と比べ0.3か月増加し3.2か月となった。6か月フリーレントを付与する割合は6.6ポイント増の35.2%とこちらもやや増加した。

（出所）ザイマックス不動産総合研究所

図表2 新規成約賃料と成約賃料DI



（出所）ザイマックス不動産総合研究所

成約賃料DIが新規成約賃料に先行しているのがわかる。たとえば、2005Q2は、成約賃料DIが0のラインを下から上（マイナスからプラスへ）に抜け、賃料を上げたビルの割合が下げたビルを上回った時期である。それからやや遅れて新規成約賃料が上昇に転じている。また、その後DIの数値が大きくなる（賃料を上げたビルの割合が多い状態）と賃料の上昇に加速がついているのが観察できる。これは2008～09年にかけてなど、逆の下降局面でも同様の動きをしている。

2016年Q1の成約賃料DIは17とプラス圏で推移しており、これからみると、賃料のピークアウトにはまだ到達していないとみえる。

【図表3】は、新規成約賃料インデックス（賃料単価の水準）と平均フリーレント月数（全契約）を重ねたグラフである。マーケットの好不況の向きを合わせるため、フリーレントは軸の上下を反転させている。フリーレントの長短と新規成約賃料の上下は連動している中で、マーケットの上昇期はフリー

レントが先行して短くなり、遅れて賃料が上昇する傾向がみえる。フリーレントは実質的な収入を回復させるための調整弁の役割を担っていることがわかる。一方、マーケットがピークから後退局面に入る転換期にはフリーレントの長期化と賃料の下落が同時におきている。賃料単価を下げ、フリーレントを長くしてもテナント誘致を優先しているビルオーナーの行動が伺える。

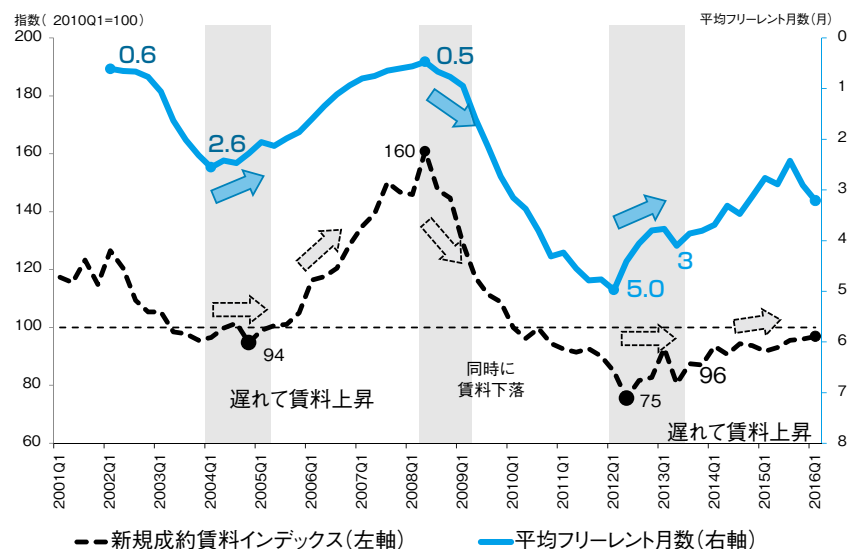
直近の2016年Q1では新規成約

賃料が上昇局面であるにもかかわらずフリーレント月数が増加した。この動きは一時的なものであるか、あるいは市況の変化に繋がるものか今後の動きに注意したい。

② 実体経済とオフィスマーケット

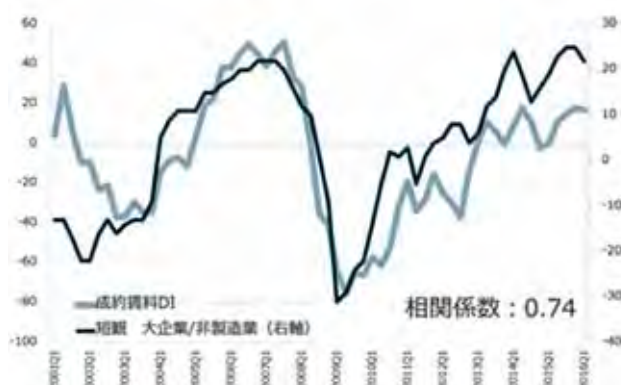
足元では国内外の景気の先行きに不透明感が増しつつある。固定費用となるオフィス賃料の増加に敏感になる企業が徐々に増え、不動産市況のピークは近いといった見方も一部に出

図表3 新規成約賃料インデックスと平均フリーレント月数



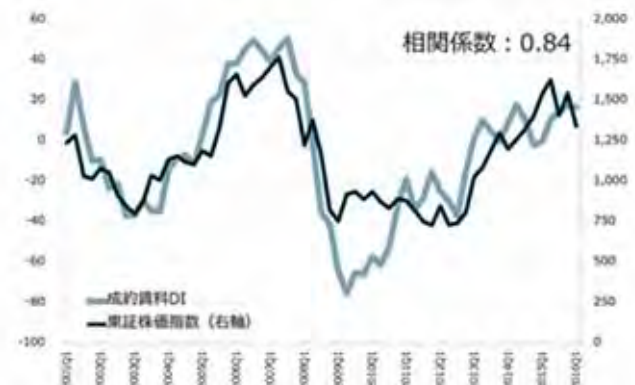
（出所）ザイマックス不動産総合研究所

図表4 成約賃料DIと日銀短観（大企業 / 非製造業）



（出所）ザイマックス不動産総合研究所、日本銀行

図表5 成約賃料DIと東証株価指数



（出所）ザイマックス不動産総合研究所、東京証券取引所

（注）東証株価指数は各四半期の月末終値

始めてきた。そこで市場の動きをより多面的に把握するため、不動産指標だけでなく様々な経済指標やデータと比較検討を行う。【図表4】【図表5】は景気全般の状況を示す際によく用いられる日銀短観、東証株価指数と成約賃料DIとをそれぞれ重ねたものである。一般に不動産市場は景気に遅行すると言われているが、成約賃料DIは短観や株価との連動性が高く、オフィスマーケットも実体経済の景気の影響をダイレクトに受けていることがわかる。

2016年3月の日銀短観（大企業／非製造業）は前の2期（2015年9月、12月）の25をピークに23へと若干下がっている。7月1日には6月の結果が公表され、19とプラス圏で推移しているものの2期連続して低下した。先行きに対しても17と2ポイント低下している。東証株価指数についても2015年12月以降、下落トレンド

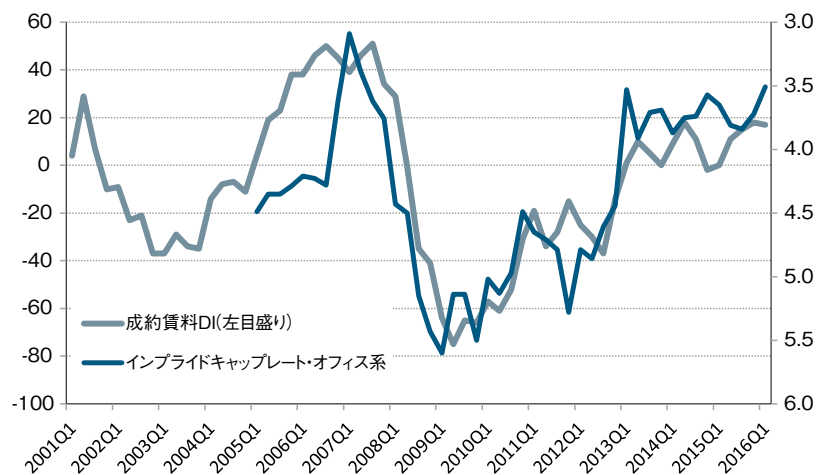
が続いている。6月23日にはイギリスでのEU離脱を問う国民投票の結果から、日本では円高が進み、株価は大きく下落した。

マーケット動向の変化を見ていく上で、このような実体経済を表す各種指標も注視しておく必要がある。

③ 不動産投資市場と オフィスマーケット

【図表6】はマーケットにおけるJ-REITに対する要求利回りを表す「インプライドキャップレート」と成約賃料DIを比較したものである。図表のとおり、賃貸市場の指標である成約賃料DIと不動産投資市場の相関性は高い。

図表6 成約賃料DIとJ-REITのインプライドキャップレート



（出所）三井住友トラスト基礎研究所「SMTRI J-REIT インプライドキャップレート」、ザイマックス不動産総合研究所

図表7 東京23区 新規供給量（賃貸面積）



（出所）ザイマックス不動産総合研究所

3. 「供給」からみたオフィスマーケットのこれから

ここでは、これからのオフィスマーケットについて、新規供給の「量」と「質」の変化と、オフィスビルのストック構成から考察する。「量」とは供給される床面積の総量であり、「質」はそれらを構成する個々のビルにおける立地や規模（グレード）等である。

① 新規供給の「量」

【図表7】は2003年以降の毎年の新規供給量（賃貸床面積）の推移と今後の見通しである。2018年、19年には20万坪を超える新規供給が見込まれ、大型ビルの竣工によって需給の悪化を懸念する声が出てきた。しかし、過去の大量供給があった2003年（35万坪）、2007年（26万坪）、2012年（27万坪）と比べると供給量は少なく、2003-2015年の13年間では年平均19万坪の供給であることから、ここ10数年間の平均的供給量ともいえる。東京都心では20万坪程度は消化できる需要量があり、巷で言われるほど大きな市況の変動要因ではないという見方もある。

ただし、2020年以降も大規模ビルの竣工が続く。政府の施策である「国家戦略特区」を背景に規制緩和等により事業のスピードアップが図られ、都心中心部における大型プロジェクトが多数推進されている。東京

図表8 バブル期とバブル前後におけるオフィスビルの分布



（出所）ザイマックス不動産総合研究所

都では5月に6つの都市再生プロジェクトが新たに追加され、合計28プロジェクトとなった。

② 新規供給の「質」

最近の新規供給の多くは主要オフィスエリアに集中している。2003-2015年にかけて「丸の内・大手町・有楽町」40万坪、「品川駅東口」17万坪、「赤坂」14万坪、「日本橋・八重洲・京橋」13万坪の供給が行われてきた。2016年以降もこの傾向は続き、先に挙げたエリア以外にも「虎の門」「渋谷」等の主要オフィスエリアで新規供給が計画されている。

次に一棟当たりの規模の変化をみると大型化していることが分かる。延床1万坪以上のビルで比較すると、2003-2015年の2.7万坪から2016-19年の3.5万坪へ延床面積が約3割大きくなっている^{注1}。この背景の一つには、オフィスに商業やホテル、住宅といった複合用途の大型ビルの増加があげられる。虎の門や品川では新駅

の開業が予定されるなど、今後、大型物件が竣工する周辺ではエリア全体の魅力をあげる取組みが同時に行われている。また、最近の傾向としては、オフィスビル自体のスペック面においても省エネ性能や環境認証の取得、耐震性といった社会変化の要請に応えた機能を備えたものが増加している。

③ オフィスストック変化

オフィスストックに目を向けると、新規供給が続いていることから増えている。棟数で見た場合、オフィスストックの9割は中小規模ビルで、そのうち築20年以上のビルは8割を超える^{注2}。特にバブル期には大量の中小規模ビルが竣工し、バブルの前後では供給がみられないような遠隔のエリアにオフィスビルが建てられてきた（図表8）。

これら中小規模ビルの所有者の多くは中小企業や個人オーナーである。

注1

2016-19年の計画物件は、リリースされている物件は比較的大規模ビルが多く、中小規模ビルは計画のリリースが着工直前に行われる、もしくはまったく行われない場合もあることから、中小規模ビルを除いて比較した。

注2

ザイマックス不動産総合研究所「オフィスピラミッド2016」（2016年1月29日付）

改修や建替えを行いたくても、資金的な問題だけでなく、所有者自身の相続の問題や事業承継等も絡んでなかなか実施できないのが現状だ^{注3}。市場全体では平均築年数の高年齢化が進む中で、大型の新規供給が登場してくる。

4. 「需要」からみたオフィスマーケットのこれから

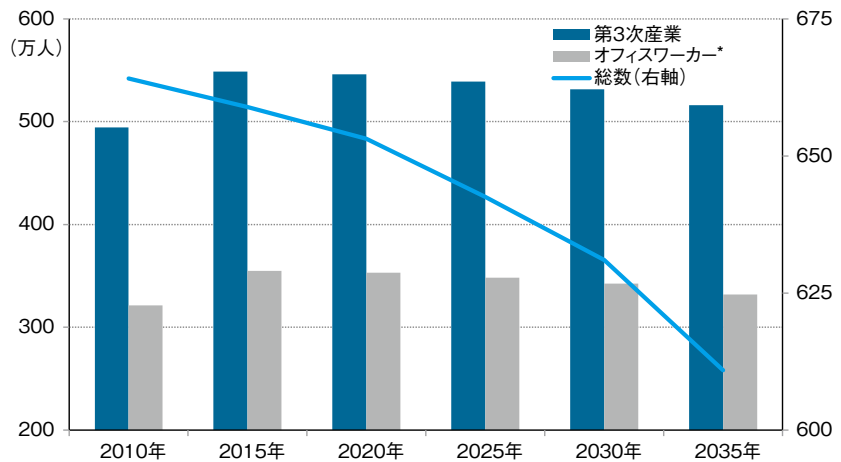
続いて、オフィスのこれからについて、需要の「量」と「質」の変化から考察する。「量」はテナントが賃借する床面積の総量で、「質」はテナントのオフィス床の使い方に関してである。

① オフィス需要の「量」

オフィスの需要量（床面積）は「オフィスワーカー数」と「1人あたりオフィス床面積」に分解できる。

東京都が2015年10月に公表した「東京都就業者数の予測」では、23区の昼間就業者数は2010年の664万人から5年後の2015年には659万人と5万人減少している。そのような中、オフィス利用者が多いと考えられる産業別の「第3次産業」では54万人、職業別の「管理的職業」「専門的・技術的職業」「事務」従事者では34万人とそれぞれ1割程度増加するとしている。しかし、産業別、職業別の過去のトレンドをベースで推計しているこの調査では、2020年以降は全体の就業者数の減少と同じよ

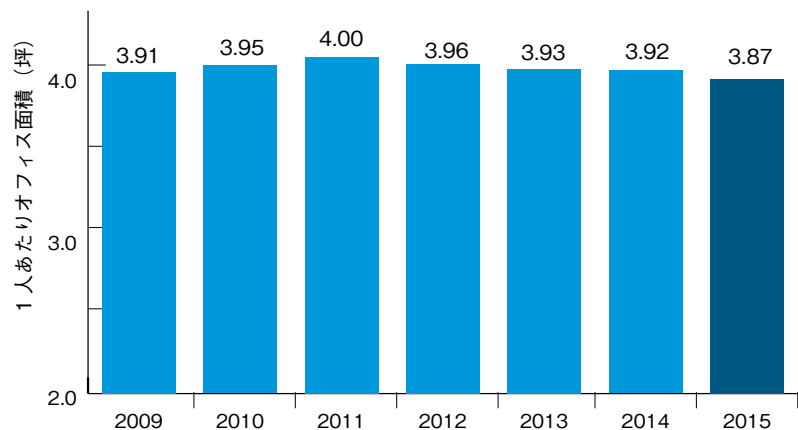
図表9 オフィスワーカー数の予測（東京23区）



(出所) 東京都「東京都就業者数の予測」平成27年10月をもとにザイマックス不動産総合研究所作成

(注) オフィスワーカーは職業別区分のうち「管理的職業従事者」「専門的・技術的職業従事者」「事務従事者」を合計したもの

図表10 1人あたりオフィス床面積（東京23区）



(出所) ザイマックス不動産総合研究所作成

うに、オフィスワーカーも減少すると見込まれている（図表9）。

今後、高齢者の雇用増や女性の社会進出が進めばオフィスワーカーは増加していくことも考えられる。また次項でみる企業の変革、働き方の変化、産業別、職業別の構成割合の変化はオフィスワーカー数の増加にも減少にもつながる可能性がある。ただし、少子高齢化が進む日本では、

人口の集中が続く東京といえどもオフィスワーカーは長期的には減少していかざるをえないであろう。

「1人あたりオフィス床面積」は過去7年、約4坪と大きな変化はないが、最近では若干縮小が続いている（図表10）。これはテナントが従業員を増やしながらか、賃貸借契約上の関係や空室の減少から移転先の候

注3

中小規模ビルの築古化問題について取り上げた本紙 vol.30 を参照

補が見当たらず、すぐに増床や移転をしたくてもできないといった理由が考えられる。さらに、次項でみる使い方の「質」の変化によって縮小していることも考えられる。

② オフィス需要の「質」

社会経済情勢、雇用環境等の変化に対応するため、個々の企業は生産性をいかに高めるか、そのためにいかに働く人達が快適に過ごせるかについて、さまざまな取組みを行うようになってきた。企業は知的生産活動の拠点であるオフィスを、それぞれのニーズや目的に合わせた使い方をし始めている。自社オフィスを一か所に集約する企業もあれば、従来のオフィスを代替してサードプレイスオフィス（サテライトオフィス）を活用したり、あるいは在宅での勤務を可能にしたりするなど、働く「場所」と「時間」の多様な選択が行われるようになってきた。またオフィス内においてもリフレッシュコーナーやカフェテリア、コミュニティスペースの設置など、企業のそれぞれに合った「スペースの役割」が多様化してきた。フリーアドレスの導入や、デザイン性を高める、観葉植物など緑を多く取り入るといった働く場所の快適性向上に取り組む企業も多くみられる（図表11）。

企業にとって、知的生産性を高めるオフィスの在り方の重要性は一層高まってきている。

5. オフィス市場のこれから

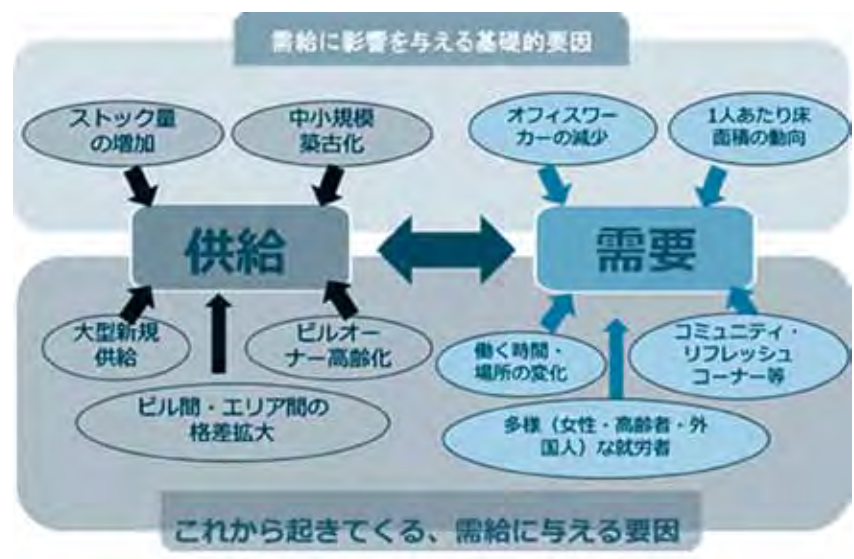
ここまでみてきたとおり、足元のオ

図表 11 最近の企業の働き方の変化（例）

企業名	遠隔オフィス、サテライトオフィス
富士電機	子会社の本社と2工場内にサテライトオフィス導入
富士ゼロックス	首都圏 11 か所にサテライトオフィス設置
パナソニック	国内 16 か所にサテライトオフィス設置、主に出張者が利用
リクルートホールディングス	在宅勤務とサテライトオフィス勤務の併用
日本生命保険	保険事務担当者を対象にサテライトオフィス勤務制度導入を目指す
ユニリーバ	在宅勤務に加え、カフェ、図書館も仕事場に、自由度をあげる
企業名	在宅勤務の導入、拡充
リクルートホールディングス	社員全員対象グループ2000人、上限日数なく
トヨタ自動車	1.3万人対象、8月にも総合職に
三井物産	在宅勤務、90分の時差勤務も試行
三菱UFJ銀行	在宅勤務、主要行ではじめて導入
日産自動車	2010年～全社員に在宅勤務制度導入、2014年～利用拡大
企業名	働き方の柔軟さ
ホンダ	在宅勤務導入、事業所内保育所の設置も検討
清水建設	フレックスタイム制度導入
味の素	2020年度の目標、現在より35分短い1日7時間労働へ
クロレックス日本法人	コアタイムの廃止、在宅勤務導入
マイクロソフト	働く場所やテレワークの回数の制限を取り払う
シーエーセールススタッフ	好きな日を選び出勤

（出所）各種報道資料等をもとにザイマックス不動産総合研究所作成

図表 12 オフィス市場の需給に影響を与える要因



（出所）ザイマックス不動産総合研究所作成

フィス市場は継続的に需給の改善が進み、空室率の低下と賃料上昇のトレンドが続いている。しかし、中長期の視点では、需要と供給の両面において、今までにない変化が生じており、これらが既存のオフィスマーケットにおける需給バランスにも影響を与えることになるだろう（図表12）。

少子高齢化の進展、労働人口の減少の側面だけをみて、オフィス市場の将来を悲観することは簡単である。しかし、高度経済成長時代から続いてきたワークスタイルは変わっていかざるを得ない時代に入っており、企業は働き方を見直し、働く人の「時間」「場所」の自由度を高めることが求められてきている。それは、今まで制約があって働くことができなかった人や

女性、高齢者、外国人など様々な人達の社会進出を促進させ、オフィスワーカーの増加にも寄与する。さらに、全体のオフィスワーカーが減少したとしても、多様で柔軟な働く機会の選択が可能になり、減少分を上回る1人あたり生産性が上がれば、企業の収益は改善して賃料負担力の向上につながることになる。これから『生産性向上に寄与するオフィスのニーズ』は高まりこそすれ低くなることはなく、このような需要を満たすオフィスの必要性は高まっている。

オフィスを提供する供給側はこのような需要側の変化にも対応していかなくてはならない。しかしこれらのニーズに応える用意があったとしても、オフィスストックの増加と老朽化により、今後はオフィスエリア間・ビル間の競争力格

差が一層広がると予測されることから、従来と同じスタンスのままオフィスを作り続けていては時代に取り残されてしまうであろう。

以上のように東京のオフィスマーケットには新たな変化が起きている。これからのマーケットを占う上では、供給面と需要面の変化とそれらに影響を及ぼす要因の動きに注目する必要がある。ザイマックス総研では、引き続き四半期レポート（発行月：2月、5月、8月、11月初旬）で東京オフィスマーケットのタイムリーな動きを発表していくとともに、各種テーマについては、総研レポートとしてホームページでの発表や本誌への寄稿などを通じて、世の中に発表していく予定である。

なかやま よしお

1985年一般財団法人日本不動産研究所に入所、数多くの不動産鑑定・コンサルティングに従事。2001年より11年間、ドイツ証券にてドイツ銀行グループの日本における不動産審査の責任者を務める。12年より現職。不動産全般に係る調査・研究およびザイマックスグループのPR等を担当。不動産鑑定士、MAI、MRICS、CCIM。不動産証券化マスター養成講座「102不動産投資の実務」及び「201不動産投資分析」の科目責任者。ニューヨーク大学大学院不動産修士 課程修了。からくさ不動産塾塾頭。

やまかた としひこ

1991年日本生命保険入社。不動産部にて投資用不動産の運営実務に携わり、1997年にニッセイ基礎研究所出向。オフィスマーケットの調査研究に従事。2003年ザイマックス入社。マーケティング部で不動産のデューデリジェンス等に従事し、2013年から現職（出向）。一貫して不動産マーケットの調査分析・研究を担当。不動産証券化マスター養成講座テキスト「102不動産投資の実務」"第Ⅱ部 不動産市場の指標と見方"を執筆担当。学習院大学経済学部卒業。

岡野先生の不動産歴史探訪 ②0

江戸から明治へ、
町並みの変遷

岡野 淳

青山リアルティ・アドバイザーズ株式会社顧問
早稲田大学大学院ファイナンス研究科・
中央大学商学部 非常勤講師
早稲田大学国際不動産研究所 招聘研究員
(ARES マスター M0600008)

おかの じゅん

早稲田大学商学部卒業、三井信託銀行（現三井住友信託銀行）勤務後、株式会社スペースデザイン社長などを経て、青山リアルティ・アドバイザーズ株式会社顧問。
早稲田大学大学院ファイナンス研究科及び中央大学商学部 非常勤講師
早稲田大学国際不動産研究所 招聘研究員
不動産証券化マスターで、マスター養成実務講座 202「不動産ファイナンス」の講師でもある。

明治時代に入り江戸の町並みは劇的な変化を遂げてゆきます。今回は、時代劇で見る江戸の町並みが、僅かな時間で近代的な町並みへ変貌して行く様子を垣間見て行きます。

さて、江戸は1868年7月17日に東の京都との意味合いもあり東京へ改称されます。同年9月には現在の千代田区内幸町にあった旧郡山藩上屋敷を東京府庁とし、正式に東京府が誕生することとなり、その三日後9月5日に明治に改元されました。その頃の東京は大区小区制のもと11区の行政区画とされ、総人口は約90万人（明治4年）ですが、その後行政区画は15区6群制→1889年（明治22年）には15区を東京市へ変更→1893年（明治26年）には三多摩地区を東京へ編入し、わずか20年弱で人口は2倍強の190万人に達しました。

結構順調に都市が発達していったように見えますが、明治維新直後の東京は、都市の70%近くを占めていた旧武家地の荒廃が激しかったようで、「夜中は別けて往来少なし、また強盗多し」と呼ばれるほど酷かったようです。やむを得ず、都心の一等地であってもこの荒廃地を活用するため、当時の東京府はこの土地を桑畑や茶畑への転用を推奨したようです。明治政府の掲げる殖産興業政策の流れの中で、当時の主要輸出品目の生糸とお茶の増産を目指した訳で、青山の15万9千坪を筆頭に約100万坪近くが転用されて行きました。ただ、この施策は首都機能の整備を始めとして急速な発展をする東京にはそぐわなかったようで、わずか2年で廃止となってしまいますが、しばらくは東京のど真ん中にお茶畑などが存在しており、現代の東京の風景からすると想像できない風景です。

一方、都市開発はどんどん進んでいきます。現在の銀座地区は1872年（明治5年）に大火に見舞われ、辺り一帯が焼き尽くされました。この大火を契機に、当時の明治政府は不燃化政策を進めるべく、銀座の街並みを煉瓦造りとし、道路を拡張し新たな銀座を作ろうとしました。新橋駅や築地の外国人居住区から丸の内の官庁街を結ぶ銀座地区に、

英国人トーマス・J・ウォートルスが設計を担当し、大蔵省建築局が建築に当たり、大火の翌年1873年には西洋風の銀座の街並みが出現し、文明開化の象徴の町として発展してゆきます。写真1は明治10年代後半の街並みを再現した模型ですが、市電も走る中、馬車も走る等、新旧が混じりながら発展をしていく様子を垣間見ることができて面白いですね。また、近代的な銀座煉瓦街には、言論の自由を勝ち取った多くの新聞社が本社を構え、文明開化の世を謳歌することになりました。写真2は現在の銀座4丁目交差点にあった朝野新聞本社屋の復元建物になります（現在の銀座和光の場所になるはずです）。

ところで、商業地や住宅地開発とともに、富国強兵・殖産興業の掛け声のもと、都内にも工場が多く作られていきました。特に隅田川沿いには札幌麦酒（現在の墨田区吾妻橋付近）、浅野セメント（現在の江東区清澄付近）、鐘淵紡績（現在の墨田区提通付近）、石川島造船所（現在の中央区佃付近）などが、また現在の東京ドームの場所には東京砲兵工廠（帝国陸軍の武器工場で明治5年から昭和10年までありました）が、目黒には目黒火薬製造所（現在の防衛省目黒駐屯地付近）などの軍需工場が作られました。東京ドームには現在でも当時の面影を残すように、工場に使われていた煉瓦の塊などが記念碑として飾られています。

更に、東京都内（実際には朱引内・・・江戸幕府が江戸の範囲を示すために使った用語で、現在の山手線の内側位に該当し、明治期までその呼び名が使われていました。地図を朱線で囲った地域ということで朱引と言います。）には、全国民に等しく教育を受けさせることを目的として、1872年（明治5年）に「学制」（欧米の教育制度を参考にし、全国を学区に分け、各学区に小学校・中学校・大学校を設置する政策）が施行され沢山の学校が作られました。東京府は当初1260校の公立小学校の設置を決めましたが、建設がなかなか進まず、江戸時代から続く寺子屋や家塾などが私立小学校として機能

写真1：銀座煉瓦街の模型写真



（江戸東京博物館；筆者撮影）

写真2：朝野新聞本社屋復元建物



（江戸東京博物館；筆者撮影）

するなどしながら、その数を増やしていきます。最初に作られた公立の小学校は6校でしたが、明治10年代には公立小学校は70校を超え、また私立小学校は445校にもなりました。但し、明治の後半になると、私立小学校は公立小学校の増加とともに、逆に減少し、公立小学校・私立小学校ともに130～140校程度であったようです。因みに、学制そのものは、当時の社会情勢と合わなかったようで、1879年（明治12年）に地方の自主性に任せた教育令が学制に代わって制定されます。更に、自由民権運動に対抗するように1890年（明治23年）に国家主義的教育の根本方針ともいえる「教育勅語」が確立されることになりました。

とは言え、明治30年代頃になると、高等教育機関への入学資格を持つ中学卒業者が多くなり、神田・本郷・早稲田・三田などの学生街が現れ、独特ともいえる街並みを形成して行くことになりました。

近代の夜明けである明治の風景は様々な顔を見せてくれて、面白いですね。

不動産関連取引実務に対する 民法改正の影響 (7)



井上 博登

長島・大野・常松法律事務所
弁護士



山中 淳二

長島・大野・常松法律事務所
弁護士



齋藤 理

長島・大野・常松法律事務所
弁護士

平成27年3月31日、民法改正法案^{注1}が閣議決定され、国会に提出された。そこで、当職らは、複数回に分けて、典型的な不動産取引に関連する諸契約を取り上げ、民法改正によりそれらの契約の作成実務にどのような影響があるかを検討することとしたい。本稿では、そのうち「業務委託契約」（前号からの続き）及び「建築工事請負契約」に対する民法改正の影響について述べることとする。

（前号からの続き）

（1） 委任契約の任意解除権

委任契約は当事者相互間の信頼関係を基礎とするものであることから、契約当事者間においてかかる信頼関係がなくなった場合にまで当事者を委任契約の拘束に服させるべきではないとして、『委任は、各当事者がいつでもその解除をすることができる。』とされている（旧法第651条第1項）。かかる規

定により、委任契約の当事者は、いつでも、特段の正当理由などを要することなく、委任契約を解除することができる。但し、『当事者の一方が相手方のために不利な時期に委任契約を解除したときは、相手方の損害を賠償しなければならない。ただし、やむを得ない事由があったときは、この限りでない。』とされる（旧法第651条第2項）。この委任の任意解除権の規定については、判例によりこれまで幾度か修正が加えられている。すなわち、上記の規定にもかかわらず、委任者の利益だけでなく受任者の利益^{注2}のためにもなされた委任は、委任者は旧法第651条第1項の規定により解除することはできないものとしつつ（大判大正9年4月24日）、例外的に、受任者の利益のためにもなされた委任であっても、受任者が著しく不誠実な行動にでるなどやむを得ない事由があれば委任者は解除できるとし（最判昭和40年12月17日）、さらに、上記のようなやむを得ない

注 1

本稿では、民法改正法案により改正予定の条文につき、予定される改正後のものを「新法」、改正前のもの（現行のもの）を「旧法」と表記し、改正が行われない予定である条文を引用する場合には「新旧民法」と表記するものとする。なお、条文を引用しない場合の「民法」とは、予定される改正前後を通じた民法典を指したものである。本稿を含めた本連載では、国会での法案修正がなされないことを前提として執筆していることに留意されたい。

注 2

ここでの「受任者の利益」について、受任者が委任契約に基づく業務を遂行することの対価として委任契約に基づき委任者から報酬を受け取ることは、ここでの「受任者の利益」には該当しないと解されている。

事由が存しない場合であっても、委任者が委任契約の解除権自体を放棄したものと解されない事情があるときは、委任者は解除できる^{注3}とされた(最判昭和56年1月19日)。

この委任契約の任意解除権について、新法第651条第2項第2号では、受任者の利益をも目的^{注4}とする委任契約であっても、委任者による任意解除権の行使を認め、ただ受任者に対する損害賠償を行わせることによって填補すれば足りる(さらに、やむを得ない事由があった場合は、損害賠償も不要とされる)という建て付けを採用している。この改正は、上記の判例法理と比較すると、「受任者が著しく不誠実な行動にでるなどやむをえない事由」の有無(最判昭和40年12月17日)や「委任者が委任契約の解除権自体を放棄したものと解されない事情」の有無を問わずに、委任者について委任契約の任意解除権の行使を認めるものである。この改正法の背景には、委任者が委任契約を解除したい場合には広範な任意解除権を認めるとしつつ、それにより受任者が被る不利益は委任者による損害賠償で填補されれば足りるという考え方があるとされる。

このように委任契約における委任者の任意解除権に関する新法の規定は、委任者に広範な解除権を認めるものであるところ、不動産流動化・証券化取引においては、スキームの安定性の観点から、アセットマネジメント契約、プロパティ・マネジメント契約又はビルマネジメント契約において、委任者にかかる広範な任意解除権を認めることは不都合なことが多く、それらの各業務委託契約において、契約当事者の契約解除権については解除条項により厳格に制限して規定されるのが通例である。この点、上

記の各種業務委託契約において、各案件毎に契約解除できる場面を適切にカバーした契約解除条項を規定するとしても、委任契約における当該契約解除条項をもって当然に契約当事者が新法第651条第1項及び第2項の任意解除権の規定の適用を排除する趣旨であると認められるとは必ずしも限らないことから、後日の紛争の予防の観点からは、この点に対する手当として、各種業務委託契約において、『委託者及び受託者は、本契約に明示的に定める場合を除いて、本契約を解除することはできない』旨(又は、より直接的に、新法第651条第1項及び第2項の任意解除権の規定の適用を排除する旨)の規定を置くことが考えられる。

3. 建築工事請負契約の各種条項に対する民法改正の影響

不動産取引実務の中でも、とりわけ開発型の不動産流動化・証券化取引においては、SPCなどが注文者となって、ゼネコンなどの工事請負業者との間で新築建物の建築のための建築工事請負契約が締結される。ここで適用されるのが民法の請負に関する規定である。なお、実務上は、ゼネコンなどの工事請負業者との間で締結される建築工事請負契約については、民間(旧四会)連合協定工事請負契約約款などの各社が利用する約款が用いられることが多く、そのため、今回の民法改正の実務に与える影響に関しても、当該民法改正を踏まえた約款の変更内容に左右されるということになる。ただ、現時点では、各社の利用する約款の変更内容は必ずしも明らかではないので、本稿では新法における請負に関する規定の改正内容の説明を中心とした検討にとどめることとする。

注3

判例は、この場合、受任者は、その被る不利益について委任者から損害賠償を受けることで填補されれば足りると考えているようである。

注4

ここでいう「受任者の利益」には、受任者が委任契約に基づく業務を遂行することの対価として委任契約に基づき委任者から報酬を受け取ることは含まない旨が、明文で規定されることとなった(新法第651条第2項第2号)。

(1) 請負者の割合的報酬

新法では、①注文者の責めに帰すことのできない事由によって仕事を完成できなくなった場合、又は、②仕事の完成前に請負契約が解除された場合において、請負者が既にした仕事の結果のうち、可分な部分の給付によって注文者が利益を受けるときは、その部分を仕事の完成とみなし、請負者は、注文者が受ける利益の割合に応じて報酬請求をすることができるとされる(新法第634条)。

新旧民法641条により、注文者は、請負者の仕事完成前までは、損害を賠償していつでも請負契約を解除できる。したがって、上記②については、この新旧民法641条の規定などにより請負者の仕事完成前に請負契約が解除された場合において、工事内容が可分であり、それにより注文者が利益を受ける場合には、請負者は、その割合に応じて報酬請求ができることを定めるものである。また、上記の①については、不可抗力などのいずれの契約当事者の責めにも帰すことのできない場合のほか、請負者の責めに帰すべき事由による場合が該当することになり、これらの場合において、請負者が上記の利益割合に応じた報酬請求をすることができることを定めている(なお、注文者の責めに帰すべき事由によって仕事を完成できなくなった場合には、請負者は新法536条2項に基づき報酬を請求することが可能となるものと思われる。)

(2) 請負者の担保責任の変更

請負契約における請負者の担保責任の内容については、新法で多くの変更が行われることとなっている。以下順を追って説明する。

まず、請負契約における請負者の担保責任については、これまで旧法634条に規定されていたが、新

法ではその規定が削除され、民法559条の規定^{注5}により、売買の規定が準用されることとなった。また、上記の規定削除に伴い、請負者の担保責任の期間を契約により伸張することを認める規定(旧法第639条)、及び、請負者の不担保責任特約に係る規定(旧法第640条)についても削除されることとなった。これにより、旧法では請負契約における請負者の担保責任に関しては請負に独自の責任が定められていたのに対して、新法では、売買における売主の担保責任と共通の規定とされることとなった。但し、売買の規定の準用にあたり、請負者の担保責任の内容を売買の担保責任の内容と同様とするか否かについては、解釈論に委ねられることとされている点には留意が必要である。

次に、旧法では、請負者のなした仕事の目的物に瑕疵がありそのために契約目的を達することができない場合には、注文者は契約解除権を有しており、ただ、建物その他の土地工作物については例外的に解除権が認められないとされている(旧法第635条)。これに対して、新法では、旧法第635条全体を削除することとし、その結果、旧法第635条が定めていたような場面については、契約解除に関する一般原則を適用して処理することとした。この結果、旧法下では建物その他の土地の工作物についての瑕疵の場合には請負契約の解除が認められていなかったが、新法下では解除できることになった。なお、この変更は、新法においては、契約解除について債務者の帰責事由を要件としないこととしたため、請負者のなした仕事の目的物に瑕疵がありそのために契約目的を達することができない場合の処理についても、契約解除に関する通則規定を請負契約にも適用するという整理で足りると考えられたことや、これまでも判例では建物について瑕疵があった場合に建替費用相当額の損害賠償が認められてい

注5

民法559条は、『この節(筆者注：民法における「売買」を規定する節を指す。)の規定は、売買以外の有償契約について準用する。但し、その有償契約の性質がこれを許さないときは、この限りでない。』としている。

ることとの整合性を考慮したものであると思われる。このように契約解除に関する通則規定が適用される結果、注文者は債務不履行が軽微でない限り催告による請負契約の解除が可能となっている(新法541条)。

さらに、旧法では、請負者の担保責任の期間を、『目的物の引渡時(又は仕事終了時)から1年以内』としていたところ(旧法第637条)、新法では、当該期間の起算点を『仕事の目的物が契約内容に適合しないことを注文者が知ったとき』とし、そこから1年以内に注文者が請負者に通知した場合に、注文者は担保責任の追及が可能としている。これまで、建物の建築における請負者の施工の瑕疵については、特にその施工箇所が建物の基礎部分や躯体内部のような場合には大規模修繕時まで長期間発見されず、また発見時には既に担保期間が経過してしまっており、注文者の請負者に対する担保責任の追及が困難な事例も見られたところであるが、新法では注文者が瑕疵を知ったときに担保期間の起算点とされるため、これまでと異なり、注文者が請負者

に対して担保責任を追及することが可能となる場合が増える可能性も考えられる。

また、請負者の担保責任の期間に関して、旧法では、建物その他の土地工作物や地盤の瑕疵については5年間、また石造、コンクリート造り、金属造りなどの場合には10年間としていたが(旧法第638条)、新法では、この土地工作物等についての瑕疵担保期間の延長の規定は全て削除されている。なお、この瑕疵担保の期間は契約において短縮することも可能と解されてきたため、例えば、これまでの民間(旧四会)連合協定工事請負契約約款第27条では、旧法の規定より短縮した瑕疵担保期間を定めるものとされていた。

これをもって『不動産関連取引実務に対する民法改正の影響』の連載は一旦終了となるが、今回の民法改正が不動産関連取引実務に与える影響については、現時点では予見できていない影響が今後新たに生じる可能性もある。今後議論の進捗があればまたご報告したい。

いのうえ ひろと

1998年東京大学法学部卒業、2000年長島・大野・常松法律事務所入所。2005年Columbia Law Schoolに留学しLL.M.を取得、2006年London School of Economics and Political ScienceにてLLM Banking Law and Financial Regulationを取得、2006年に帰国。2010年から2013年まで東京大学法学部非常勤講師。不動産、不動産ファンド、不動産ファイナンス、不動産証券化、JREIT等の案件を中心として取扱い、ジョイントベンチャー、MSAについても幅広い経験を有し、日本国内外を問わず、多様な業種のクライアントを代理している。

やまなか じゅんじ

1998年東京大学法学部卒業、2000年長島・大野・常松法律事務所入所、2005年DUKE大学ロースクール卒業。2005年9月から2006年9月までKirkland & Ellis LLP (Los Angeles Office)にて勤務。現在は、不動産開発、不動産ファンドやJREITの組成、不動産関連会社に関するMSA案件、CMBSなどの不動産証券化案件、その他不動産に関する取引を全般的に取り扱っている。

さいとう まこと

1999年東京大学法学部卒業、2000年長島・大野・常松法律事務所入所、2006年University of Michigan Law School卒業。ヘルスケア施設、ホテル等を対象とする不動産流動化・証券化、メガソーラー等インフラ案件を多数取り扱うほか、ファイナンス、コーポレート等、企業法務全般にわたりリーガルサービスを提供している。

不動産ファンドに関する国際財務報告基準

第43回 国際財務報告基準による 投資不動産に係わる開示 II



清水 毅

PwC あらた有限責任監査法人
パートナー
公認会計士
(ARES マスター M0600830)



太田 英男

PwC あらた有限責任監査法人
パートナー
公認会計士



藪谷 峰

PwC あらた有限責任監査法人
ディレクター
公認会計士

はじめに

本連載は、不動産ファンドに係る国際財務報告基準(「IFRS」)の動向およびIFRSの基本的な考え方を解説することを目的として連載しています。PwCは、定期的に、各産業別にIFRSに基づく財務諸表の例を公表しています。2015年11月に、「Illustrative IFRS consolidated financial statements 2015 - Investment property(以下「IFRS設例」とする)(<https://www.pwc.com/ee/et/home/majaastaruanded/2015%20illustrative%20investment%20property.pdf>)を公表しています。「IFRS設例」において、PwCは、投資不動産を保有する会社で架空の会社であるIPグループ社(以下IPグループ)のIFRS基準で作成された連結財務諸表について、投資不動産に焦点をあてて、なるべく現実的な開示の例を作成しています。ただし、当該開示の例については、IFRSで唯一認められたものではないことに注意してください。このシリーズ

の第40回において、「IFRS設例」の中から、投資不動産に係る会計方針、投資不動産に関する注記を中心に取り上げました。今回は、筆者が興味深いと思った開示項目の中から、リース、借入金、セグメント、不動産の取得に関する開示を紹介したいと思います。なお、文中意見に関する箇所については、筆者の個人的な見解です。

I リースの注記について

国際会計基準審議会(IASB)は、2016年1月13日、長い間取り組んできたリース会計プロジェクトを完了し、国際会計基準(IAS)第17号の現行ガイダンスを置き換える国際財務報告基準(IFRS)第16号「リース」を公表しました。「IFRS設例」においては、現行のIAS第17号による開示を示しています。以下は、IPグループのリースの注記に関する開示例からの抜粋です。

財務諸表に対する注記

2. 重要な会計方針

…

2.7 リース

a. 系列会社が借手の場合

i. オペレーティング・リース

資産の所有に伴うリスクと経済価値の重要な部分が貸手に保持されているリースはオペレーティング・リースに分類されます。前払家賃を含む、オペレーティング・リースの下での支払額(貸手から受取るインセンティブがある場合、そのインセンティブを控除した正味金額)は、リース期間に亘って定額法で包括利益計算書において認識されます。オペレーティング・リースの下でリースされた不動産は投資不動産に含まれます。オペレーティング・リースの下で保有されている土地で、かつ投資不動産として用いられているものに関する会計方針については、注記2.5を参照下さい(「第40回」参照)。

ii. ファイナンス・リース

資産の所有に伴うリスクと経済価値を実質的に全てIPグループが保持している場合、その資産のリースはファイナンス・リースとして分類されます。ファイナンス・リース(における資産・負債計上について)は、リース期間の開始時点において、リース資産の公正価値もしくは最低支払リース料の現在価値のいずれか低い方で認識されます。それぞれのリース支払金額は、未払借入残高(ファイナンス・リースにおける負債計上部分で未払いの部分)において一定の利子率を達成するよう、リース債務と財務費用に割り当てられます。これに対応する、財務費用を控除したレンタル債務(リース債務)は短期借入金もしくは長期借入金に含まれます。財務費用のうち利息部分は借入費用として扱われ(詳しくは注記2.17を参照下さい)、それぞれの期間におけるリース債務の期末残高に対する金利を一

定にするよう、リース期間に亘って費用計上もしくは資産計上されます。ファイナンス・リースにおいて認識される投資不動産は、その公正価値で計上されます。

b. グループ会社がオペレーティング・リースにおける貸手の場合

オペレーティング・リースの下でリースされている不動産は連結財政状態計算書における投資不動産に含まれます。賃貸料収入の認識については注記2.21を参照下さい。

c. グループ会社が貸手の場合(リースの手配とリース・インセンティブに伴う支払)

IPグループは、IPグループの借手とのリース契約交渉にかかるサービスに対して、そのサービスを提供した代理人に支払を行います。そのリース契約に掛かった費用は、関連する投資不動産の簿価に含めて資産計上され、リース期間に亘って償却されます。

リース・インセンティブは、リース期間に亘って定額法で賃貸料収入の減額として認識されます。

…

2.21 収益の認識

収益には、賃貸料収入、不動産から得た手数料、管理費用を含みます。

オペレーティング・リースから得た賃貸料収入は、リース期間に亘って定額法で認識されます。IPグループが賃貸人に対してインセンティブを提供するとき、そのインセンティブ費用は、賃貸料収入から控除するかたちでリース期間に亘って定額法で認識されます。

不動産に係る手数料、管理費用は、それらの役務が実行された会計期間において認識されます。IPグループが代理人としての役割を果たしているとき、賃貸料収入総額ではなく仲介手数料が収益として認識されます。

II 借入金に関する注記

不動産に係わる借入金の会計処理は、日本の会計実務とIFRSとでは、まだ、差異があるように思えます。以下は、IPグループの借入金に関する注記の抜粋です。

財務諸表に対する注記

2. 重要な会計方針

2.16 借入金

借入金は当初認識時においては、取引費用を控除した公正価値で認識されます。借入金はその後、償却原価にて計上されます。そして、借入による受取金(取引費用を控除した正味金額)と償還金額との差額は、実効金利法を用いた借入金の返済期間に亘って掛かる財務費用(詳しくは注記2.23を参照下さい)として認識されます。

ローンファシリティ契約の締結において支払われた手数料は、その契約の一部または全部が実行されうる可能性が高い、その場合におけるローンの取引費用として認識されます。このケースにおいて、支払われた手数料は借入金が実行されるまで繰り延べられます。その契約の一部または全部が実行されうる可能性が高いという裏付けが全くない場合において、支払われた手数料は、前払費用として資産計上され、そのローンファシリティ契約の期間に亘って償却されます。

借入金は、IPグループが連結財政状態計算書の日付から少なくとも12か月間その返済を繰り延べる無条件の権利を有しない限り、流動負債として分類されます。

2.17 借入費用

意図した使用または販売が可能となるまでに相当の期間を要する適格資産の取得、建設、または生産に直接的に起因する、一般および個

別の借入費用は、その資産をもつ者が意図した使用または販売が可能となるまで、その資産の取得原価に加算されます。

個別に借り入れた資金について、適格資産に係る支出までに一時的に投資したことによる投資利益は、資産計上に適格である借入費用から控除します。その他の全ての借入費用は、それらが発生した期間において利益もしくは損失として認識されます。

IPグループは適格である投資不動産、有形固定資産および棚卸資産の借入費用を資産計上しています。

2.23 受取利息及び費用

受取利息及び費用は、当該資産の取得原価の一部として資産計上されている適格資産に関連する借入費用を除いて、実効金利法を用いて、「財務収益」または「財務費用」に含めて純損益で認識されています。IPグループは、公正価値で測定されているかどうかに関わらず、すべての適格資産に関する借入費用を資産計上することを選択しました。

実効金利は、金融資産または金融負債の純帳簿価額に、金融商品の予想残存期間、またはより短い期間の適切な全体の将来の現金支払または受け取り額を推定する割引率です。

実効金利を計算する場合、IPグループは、金融商品(例えば、期限前償還オプション)のすべての契約条件を考慮し、キャッシュ・フローを推定しますが、将来の信用損失を考慮していません。

当該計算には、実効金利、取引費用およびその他すべてのプレミアムまたはディスカウントの不可欠な一部である契約当事者間で支払われたまたは受領したすべての手数料等が含まれています。

III セグメント情報

セグメント情報の開示については、IFRS上、IFRS第8号「事業セグメント」に基づき、マネージメントアプローチを用いて決定されるため、基本的には、日本基準と考え方は、同じであると思います。IPグループの事業セグメントが具体的な例示だったため、参考になると考え、抜粋してみました。

5. 事業セグメント

その事業における最高意思決定者とは、組織の中の事業セグメントに資源を分配し、その事業セグメントの業績を評価する者です。IPグループでは、その事業における最高意思決定者はIPグループの最高経営責任者（CEO）であると決定しました。

経営陣は、CEOが戦略的な決定をする際使用するレポートに基づいた事業セグメントを決定しました。

CEOは次の事業セグメントに基づいたビジネスを考えています。

- イギリス—商業

- イギリス—小売り
- ドイツ—商業
- ドイツ—小売り
- 香港—商業
- 香港—小売り

これらの事業セグメントにおいては、賃貸人からの賃料収入が主たる営業収益となっています。IPグループのビジネス活動と事業セグメントの全ては、上述したセグメント内で報告されます。

2015年12月31日時点での上述した事業セグメント（これはまた報告義務のあるセグメントであるということも表しています）に関してCEOに提供されたセグメントの情報は<図表1>の通りです。

IV 子会社の取得および不動産の取得

不動産会社または不動産ファンドが不動産を取得する場合、当該不動産を保有するSPCを通して取得することが、実務上多くあります。当該、子会社の取得と資産の取得についての注記を抜粋してみました。

図表1 営業セグメント

	イギリス		ドイツ		香港		
	商業	小売	商業	小売	商業	小売	総額
セグメントにおける総収益： 外部顧客からの収益	9,412	7,490	7,184	5,591	6,718	5,959	42,354
営業利益	6,988	5,561	5,334	4,151	4,988	4,425	31,447
営業利益に含めるもの：							
減価償却費および償却費	(1,245)	(991)	(950)	(527)	(889)	(647)	(5,249)
投資不動産の公正価値の調整から得られる純益	1,672	1,504	1,277	1,006	1,218	983	7,660
営業利益に含めないもの：							
利息収入	426	339	325	253	304	268	1,915
利息費用	(1,783)	(1,419)	(1,361)	(1,059)	(1,273)	(1,130)	(8,025)
法人所得税費用	(1,349)	(1,073)	(1,030)	(787)	(963)	(854)	(6,056)
資産総額	174,307	138,712	133,045	103,543	124,415	110,359	784,381
総資産に含めるもの：							
非流動資産への追加 (金融派生商品と繰延税金資産を除く)	11,502	8,917	7,300	5,581	6,826	6,055	46,181
負債総額	(49,621)	(37,889)	(36,342)	(28,283)	(33,984)	(30,145)	(216,264)

25. 子会社の取得（企業結合と資産の取得）

a. 企業結合

2015年9月10日、IPグループは、ドイツ法人で、ドイツのミュンヘンにおいて複合住宅地の開発に従事しているGHI GmbH社の株式を100%取得しました。その取得した子会社は、現在従事している複合住宅地の開発が終わるまで収益を生みません。その子会社は、株式を取得した日から2015年12月31日までの期間にIPグループに対して1,843ユーロの損失を与えました。もしその他の全ての変動要素が一定のまま、株式取得が2015年1月1日に起こったとすれば、2015年におけるグループの収益は変わらず、その年の利益は16,934ユーロとなっていました。

取得した資産と負債、そしてその取得によって生じたのれんの詳細は<図表2>のとおりです。

上記にて開示された買付対価は、被取得企業が以前所有していた10,315ユーロに対して支払われた現金および現金同等物を包含してい

ます。のれんは、IPグループのブランドと取得した子会社との間に起こると期待されている相乗効果の下で、投資用不動産を稼働させた時に期待される高められたリターンに主として起因します。

取得日における投資用不動産の評価は、関連する市場において経験のある独立した専門の鑑定士によって実行されます。現金および現金同等物の公正価値はその会社の銀行預金を表す簿価と同等であると考えられ、借入金と買掛金およびその他の債務の公正価値は割引キャッシュフローモデルに基づいて計算されました。

取得日において、GHI GmbH社はそのプロジェクトにおける建設、開発プロセス、マーケティングに積極的に従事していました。IPグループの経営陣は、IFRS(国際財務報告基準)第3号「企業結合」に従って取得した子会社(GHI GmbH社)はひとつの事業として説明されるべきである、と決定しました。

図表 2

	公正価値
投資不動産 (注記6を参照下さい)	17,570
現金および現金同等物	4,527
借入金	(8,702)
繰延税金負債	(1,306)
買掛金およびその他の債務	<u>(2,864)</u>
子会社の純資産において取得した持分の公正価値	9,225
のれん (注記9を参照ください)	1,090
買付対価総額	10,315
マイナス:子会社取得に掛かった現金および現金同等物	<u>(4,527)</u>
取得に掛かった現金および現金同等物の正味支出	<u>5,788</u>

b. 資産の取得

2015年9月28日、IPグループは、イギリス法人で、イギリスのレディング近郊に土地を有しているABC社の株式を100%取得しました。買収対価の総額は、合計3,415ユーロとなりました。IPグループは、郊外型の商店街を建設するためにその土地を使おうと意図しており、開発着手は2016年を考えています。

2015年1月3日。IPグループは、ドイツ法人で、ドイツのベルリン中心地に長期リース契約している土地を有しているXYZ社の株式を100%取得しました。買収対価の総額は、合計5,905ユーロとなりました。取得した後IPグループは、オフィスビルの建設に着手しました。

2014年1月26日、IPグループは、ドイツ法人で、ドイツのシュトゥットガルト近郊に土地を有しているSRT GmbH社の株式を100%取得しました。買収対価の総額は、合計4,125ユーロとなりました。2015年11月、IPグループは、その用地におけるオフィスビルの開発を完了しました。

IPグループの経営陣は次のように考えています。ABC社、XYZ社、SRT GmbH社の取得時、これらの会社が、リースされた土地や、所有し

ている土地を活用するための事業や計画の意思をもたない前の株主が会社の売却の観点から消極的に保持していた土地を、(IPグループによる)取得より前に保持していたので、これらの会社はIFRS第3号「企業結合」において定義されている事業というよりも、IPグループの純資産の構成要素となっています。

SRT GmbH社を取得した日、IPグループは、同社が所有する土地を自分達で開発するのかもしれないかについて決定していませんでした。その土地は将来の用途が決まっていない状態で取得されたので、IPグループによる当初認識では投資不動産として分類されました。

ABC社、XYZ社、SRT GmbH社の取得は企業結合として説明されておらず、これらの会社の取得取引時に会計利益、課税利益ともに影響を受けていなかったため、IAS(国際会計基準)第12号「法人所得税」に記載されている当初認識時における課税控除が適用され、IPグループは、控除が適用されなければ当初認識時において取得した資産と負債に関連する一時的差異の上に生じていたであろう、繰延税金を認識していません。

しみず たけし

公認会計士、日本証券アナリスト協会検定会員、不動産証券化協会認定マスター、PwCあらた監査法人 パートナー 資産運用インダストリーリーダー 不動産ファンドおよび運用会社に対して、監査およびアドバイザリー業務を提供。主たる著書として、「投資信託の計理と決算」(中央経済社・共著)、「不動産投信の経理と税務」(中央経済社・共著)、「集団投資スキームの会計と税務」(中央経済社・共著)等。PwCあらた監査法人の不動産業・IFRSチャンピオン、およびPwC・GlobalのIFRS・業種別委員会・不動産部会の委員を務める。

おおた ひでお

公認会計士、PwCあらた監査法人 第3金融部(資産運用)パートナー 不動産運用インダストリー全般、Jリートおよび私募不動産ファンドなどに対して、監査およびアドバイザリー業務を提供。主たる著書として、「ファンド投資のモニタリング手法」(中央経済社・共著)、「不動産投資法人(Jリート)設立と上場の手引き」(不動産証券化協会・共著)、「集団投資スキームの会計と税務」(中央経済社・共著)、「投資信託の計理と決算」(中央経済社・共著)等。不動産証券化協会IFRSコンバージェンスグループ委員及び日本公認会計協会 投資信託等専門部会及び経営研究調査会、バリュエーション専門部会 専門委員。

やぶたに たかし

公認会計士、PwCあらた監査法人 第3金融部(資産運用)ディレクター 不動産運用インダストリー全般、Jリートおよび私募不動産ファンドなどに対して、監査およびアドバイザリー業務を提供。PwCニューヨーク事務所2年間勤務、不動産ファンド及び運用会社の米国基準・IFRS基準財務諸表の監査に従事。

平成 28年度 ARESマスターフォーラム 実施報告

平成 28 年度 1 回目のマスターフォーラムを 6 月 23 日（木）に開催いたしました。勉強会の講師には株式会社ザイマックス不動産総合研究所の山方 俊彦氏にお越しいただき、さまざまな指標を用いた東京のオフィス賃貸市場のこれまでの考察と、ワークスタイルの多様化によりオフィスに求められていることの変化などを含めた今後の市況動向の見通しについてお話をいただきました。

● 平成 28 年度第 1 回 ARES マスターフォーラム

日 時 平成 28 年 6 月 23 日（木）17：30～19：30

テーマ 東京オフィス市場の動向とこれから

講 師 株式会社ザイマックス不動産総合研究所 山方 俊彦 氏



● 今後の開催予定

第 2 回	日 時	平成 28 年 8 月 25 日（木）17：30～19：30
	講 師	高井良 博 氏（三井住友信託株式会社）
第 3 回	日 時	平成 28 年 9 月 13 日（火）17：30～19：30
	講 師	西迫 伸一 氏（野村證券株式会社）

※マスターの方には詳細が決定次第、メールにてご案内をお送りしています。

ARES マスターフォーラムとは

「マスターフォーラム」は、勉強会（1 時間）とネットワーキング（1 時間）の 2 部構成で、少人数制（50 名程度）で行っています。勉強会は毎回異なるテーマとし、そのテーマに興味のあるマスターに集まっています。

ご参加のマスターには、勉強会での質問やご意見などの発言、参加者同士の積極的な交流をお願いしています。

第11回 ARESマスターコンベンション開催報告

当協会では平成18年の資格制度創設より毎年、マスターコンベンション(資格者大会)を開催し、多くのマスターが一堂に会する機会としています。本年は7月13日(水)に帝国ホテル東京におきまして、11回目となるARESマスターコンベンションを開催いたしました。当日は多くのマスターが参加され、ネットワーキングや情報交換の場となりました。講演録等については次号に掲載予定です。

日時：平成28年7月13日(水) 16時30分より

会場：帝国ホテル 東京

プログラム

16時30分～ セレモニー・講演(孔雀東西の間)

主催者挨拶 岩沙 弘道(フェロー)
不動産証券化協会 会長
三井不動産株式会社 代表取締役会長

来賓挨拶 中島 淳一氏 金融庁 総務企画局 審議官
海堀 安喜氏 国土交通省 建設流通政策審議官

フェロー紹介

表 彰 平成27年度養成講座成績優秀者表彰
平成27年度継続教育ポイント上位者表彰

講 演 「世界経済の潮流とアベノミクスの行方」
熊谷 亮丸氏
株式会社大和総研 執行役員 調査本部副本部長
チーフエコノミスト



18時10分～ ネットワーキングパーティー(富士の間、立食形式)

乾杯挨拶 田邊 信之
宮城大学 事業構想学部 教授

閉 会

会員情報

入会

第88回理事会（平成28年7月14日開催）において、次の通り入会が承認されました。

※敬称略

<正会員> ※賛助会員からの種別変更

- 住商リアルティ・マネジメント株式会社
代表者：代表取締役社長
矢野 秀樹
所在地：東京都中央区
晴海1丁目8番12号



<賛助会員>

- JAGインベストメントマネジメント株式会社
代表者：代表取締役社長
西田 信一
所在地：東京都千代田区
六番町2番地



- スターアジア投資顧問株式会社
代表者：代表取締役社長
加藤 篤志
所在地：東京都港区
愛宕2丁目5番1号



- トライフット・マネジメント株式会社
代表者：代表取締役社長
清水 克泰
所在地：東京都港区六本木3-1-1



会員名の変更

次のとおり当協会会員の名称が変更となりました。

<賛助会員>

- PGIMリアルエステート・ジャパン株式会社
(旧商号：プルデンシャル・リアルエステート・インベスターズ・ジャパン株式会社)

平成28年5月16日付

代表者の変更

次のとおり当協会会員の指定代表者に変更となりました。

※新代表者名を掲載。敬称略

<正会員>

- GLPジャパン・アドバイザーズ株式会社
代表取締役社長
辰巳 洋治
平成28年5月24日付
- 株式会社サンケイビル
代表取締役社長
飯島 一暢
平成28年6月17日付

- イオン・リートマネジメント株式会社
代表取締役社長
塩崎 康男
平成28年5月26日付
- 森トラスト株式会社
代表取締役社長
伊達 美和子
平成28年6月23日付

<賛助会員>

- 株式会社立地評価研究所
代表取締役
若崎 周
平成28年5月1日付
- プロファウンド・インベストメント・マネジメント株式会社
代表取締役
原 武志
平成28年6月20日付

- Japan REIT 株式会社
代表取締役社長
門田 将之
平成28年5月16日付
- 阪急不動産株式会社
代表取締役社長
諸富 隆一
平成28年6月23日付

代表者の変更

<賛助会員>

- | | | | |
|--|-------------|------------------------------------|-------------|
| ● 株式会社タス
代表取締役社長
尾暮 敏範 | 平成28年6月27日付 | ● 飯野海運株式会社
取締役社長
當舍 裕己 | 平成28年6月28日付 |
| ● 双日リートアドバイザーズ株式会社
代表取締役社長
杉田 俊夫 | 平成28年6月30日付 | ● PwCアドバイザリー合同会社
代表執行役
平林 康洋 | 平成28年7月1日付 |

退会

<賛助会員>

- | | |
|-------------------------|-------------|
| ● アメリカン・アプレーザル・ジャパン株式会社 | 平成28年6月30日付 |
|-------------------------|-------------|

ARES 活動カレンダー

※委員会等の議題・開催内容については、ARES メールにて随時ご報告しております。

ARESメールの配信登録は、当協会ウェブサイト（<http://www.ares.or.jp/>）からお手続きいただけます。

平成28年6月～平成28年7月

6月3日	第29回Jリート実務委員会
6月8日	第75回制度委員会
6月15日	第86回税務・会計委員会
6月21日	Jリート普及全国キャラバン（広島市）
6月22日	第72回企画委員会正副委員長会議 Jリート実務委員会第1回成果物改訂分科会
6月23日	Jリート実務委員会第1回第1分科会 平成28年度第1回ARESマスターフォーラム
6月24日	Jリート普及全国キャラバン（新札幌）
6月27日	Jリート実務委員会第1回第3分科会
6月28日	Jリート実務委員会第1回イベント推進分科会
6月30日	Jリート実務委員会第1回第2分科会
7月1日	第87回税務・会計委員会 第41回企画委員会
7月4日	RICS-JREI-ARES 共催セミナー「インフラへの民間投資の可能性と課題－英国及び日本の事例を中心として」 第76回制度委員会 第22回国際委員会
7月8日	第81回運営委員会 第90回市場整備委員会
7月13日	第11回マスターコンベンション
7月14日	第88回理事会
7月19日	Jリート普及全国キャラバン（鳥取市）
7月21日	第162回実務研修会「JLL グローバル不動産透明度調査 グローバル・アジア・日本市場の最新動向」 平成28年度ARESマスターフォーラム in 大阪
7月22日	Jリート普及全国キャラバン（福山市）
7月26日	Jリート実務委員会第2回成果物改訂分科会
7月27日	平成28年度第1回不動産投資運用業のコンプライアンス研修～基礎・体系編～
7月28日	第6回広報推進委員会

[書 評]

2016年版 レンダーデータ集

評者

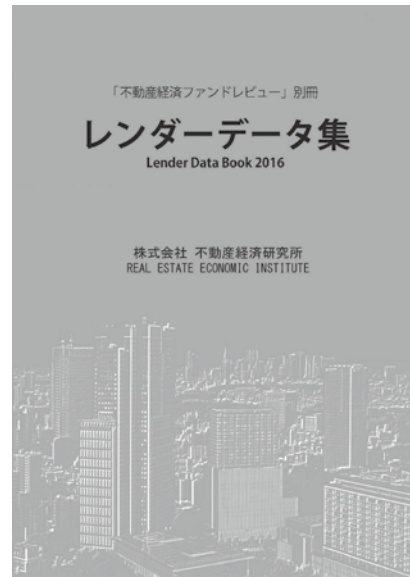
奥井 英貴

一般社団法人不動産証券化協会 事務局次長 企画広報部長
(ARES マスター M0902657)

不動産投資市場のプロ向けの旬刊専門誌「不動産経済ファンドレビュー」編集部が、2008年以降2015年まで、過去7年にわたるリスティングの中で蓄積した各金融機関のデータの内、J-REITに対する投融资データと、不動産業者に対する融資データを精査、加工し、別冊データブックとしてまとめた。過去7年間のJ-REITと不動産業に対する金融機関の投融资の動向を、テーマ毎にグラフ化し、解説を加えている。

集計対象となった金融機関は、J-REIT向けの融資実績ないし投資口保有による投資実績のあるすべての金融機関で、メガバンクや信託銀行、地方銀行をはじめ、生損保や証券、外資系その他の金融機関を含めて計160以上に上っている。また、巻頭には特別対談も掲載。これまでのJリート市場と金融機関の対応を振り返り、今後のJリート市場の展望とあるべき金融機関の役割について語っている。

金融機関をはじめ証券化プレーヤーには、来る量的金融緩和の縮小や市場サイクルの変動に備えたリスク管理が求められているが、それには、まず市場の歴史やプレーヤーの実際の行動を知ることが必要となるであろう。本資料集は公開情報を基に分析したもののだが、本書から得られる金融機関の過去の行動は、証券化プレーヤーが将来何らかの仮説を立てる際に十分裏付けとなり得るデータを提供している。



編集・発行 株式会社不動産経済研究所

発行日 2016年3月

A4判、全95頁

定価 50,000円(税別、送料込)

■ 主な内容

特別対談「Jリートと金融機関が果たす役割」

田邊信之氏 宮城大学事業構想学部教授

堀江正博氏 東急リアル・エステート・インベストメント・マネジメント前社長

東京急行電鉄 執行役員 生活創造本部 リテール事業部長

J-REIT 投資口の保有残高(2008年9月～2015年9月)

- 全レンダー保有残高推移および解説
- 5分類(都銀・外資など、信託銀行、生損保、地方銀行、その他)比較および解説
- 外資系金融機関、国内金融機関比較および解説
- 主要レンダー別(10行)の保有残高推移および解説

J-REIT 向け融資残高(2008年9月～2015年9月)

- 全レンダー融資残高推移および解説
- 5分類(主要7行、信託銀行、生損保、地方銀行、その他)比較および解説
- 主要レンダー別(11行)の融資残高推移および解説
- J-REIT セクター別(オフィス、複合、レジデンス、その他)の融資残高推移および解説

不動産業向け融資残高(2009年3月～2015年9月)

- 5分類(全レンダー、主要6行、地方銀行、信託銀行、その他)比較および解説
- 主要レンダー(11行)比較および解説

発刊によせて

本書は、公表資料に加えてヒアリングを実施することにより、過去7年間にわたって蓄積された貴重なデータ集である。金融機関全体だけでなく、業態別、主要レンダー別の動きの分析も可能なものとなっている。リーマンショック後、市場全体では何が起きたのか、その後にどうなったのかなどについて、こうした客観的なデータをベースに振り返ることは、今後のファイナンス戦略を検討する上でも大変有意義なことであり、私自身もいくつかの新たな発見をすることができた。

公立大学法人宮城大学 事業構想学部 教授 田邊信之

[書 評]

エコまち塾

評者

溝越 祐輔

一般社団法人不動産証券化協会 企画広報部 部長代理
(ARES マスター M0701244)

本書は、平成26年度に実際に開講された連続セミナー「エコまち塾」の講演録をまとめたものである。地球温暖化やエネルギー政策から持続可能な都市づくりの実践に向けた政策やケーススタディまでを様々な視点から幅広く扱っており、環境と経済が共生するまちづくりという本書のテーマが複雑かつ複合的で、取り組みに際しては様々な分野における知見の連携が必要であることを改めて感じさせる。

本書全体は大きく4つに分けられており、エコなまちづくりを考える上で知っておくべき「背景」、課題解決するための「方策」と「政策」、そして最後に「TOKYO 2020」と題して東京を例とした将来像のアイデアが示されている。

「背景」については、温暖化の現状と予測に関する最新の情報を、国立環境研究所の江守氏が分かりやすく解説するところから始まり、総合資源エネルギー調査会の委員である中上氏が日本のエネルギー政策の現状を、そして国連環境計画 金融イニシアティブ 特別顧問である末吉氏が世界で起きているグリーン経済の潮流を紹介している。

「方策」では、横浜国立大学の佐土原氏が欧州の事例を踏まえてエネルギーの面的利用の重要性を説いており、続く芝浦工業大学の村上氏もそのためのハードなネットワークとソフト面でのコミュニティの大切さなどを江戸の町を例に論じている。早稲田大学の高口氏は、環境不動産を普及させるためには技術のみならず、社会や経済との組み合わせが必要であるという視点で、グリーンリースや顕彰制度を紹介している。さらに建築技術的視点から、欧州を中心とした最新の低炭素ビルの事例を千葉大学の川瀬氏が解説している。



著 者 伊藤 滋 尾島 俊雄 江守 正多
中上 英俊 末吉 竹二郎 佐土原 聡
村上 公哉 高口 洋人 川瀬 貴晴
小林 光 小澤 一郎 吉見 俊哉
編 者 エコまちフォーラム
発 行 所 鹿島出版会
発 行 日 2016年5月
定 価 2,000円(税別)

「政策」においては、慶應義塾大学の小林氏が地理、時間、サプライチェーンといった3つの側面からの協力の必要性、都市づくりパブリックデザインセンターの小澤氏は自治体の役割と地域エネルギー計画の重要性を論じており、何れも長い政策立案経験に裏付けられた見方が興味深い。

最後の「TOKYO 2020」では、まず、尾島氏が東京の防災とエネルギーに事情に関する現状の課題、伊藤氏が「東京文化資源区」構想についてそれぞれ触れた後、伊藤氏、尾島氏、吉見氏という各界を代表する3名がこれらを起点として対談している。対談では、「リサイクル」をキーワードに、20世紀型のシステムを転換し、エネルギーや文化という「資源」を再生・循環させていくための方策として、建築基準法や大都市政策についても抜本的な転換の必要性を提示している。

■ 編集後記

6月、7月は選挙の話題に事欠かない2ヶ月でした。英国ではEU離脱の国民投票と党首選。米国では共和党大会に民主党大会。日本では参院選、そして小誌がお手元に届く頃には新都知事も誕生しています。それぞれ新しい体制で社会が再構築されていきますが、日本における「地方創生」は今後も変わらない大きな課題です。地方の衰退は複雑な事情が絡んで簡単な解決策はないものと思いますが、今回の特集でご協力頂いた皆様の取り組みは、地方創生の原動力となる力強さを感じました。是非ご覧ください。(七沢)

■ マスター資格制度に関するお問い合わせ

マスター資格制度事務局

TEL：050-3816-3695

受付時間：10:00～17:30（土・日・祝日を除く）

ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.32 平成28年8月1日発行

編集発行 一般社団法人不動産証券化協会

〒107-0052

東京都港区赤坂1丁目1番地14号 NOF 溜池ビル 3階

TEL：03-3505-8001

FAX：03-3505-8007

URL：<http://www.ares.or.jp>

ARES

一般社団法人

不動産証券化協会

THE ASSOCIATION FOR REAL ESTATE SECURITIZATION