

不動産証券化ジャーナル

共に市場を創る

●Jリート15周年記念シンポジウム開催



いなわしろこ
猪苗代湖



じゅうろっくきょうすいもん
十六橋水門



未来を拓いた「一本の水路」
—大久保利通“最期の夢”と
開拓者の軌跡 郡山・猪苗代—
(郡山市・猪苗代町)

明治維新後、武士の救済と、新産業による近代化を進めるため、安積地方の開拓に並々ならぬ想いを抱いていた大久保利通。夢半ばで倒れた彼の想いは、郡山から西の天空にある猪苗代湖より水を引く「安積開拓・安積疏水開さく事業」で実現した。

奥羽山脈を突き抜ける「一本の水路」は、外国の最新技術の導入、そして、この地域と全国から人、モノ、技を結集し、苦難を乗り越え完成した。この事業は、猪苗代湖の水を治め、米や鯉など食文化を一層豊かにし、さらには水力発電による紡績等の新たな産業の発展をもたらした。

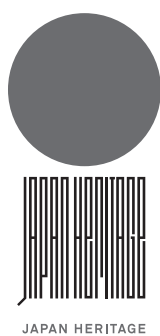
未来を拓いた「一本の水路」は、多様性と調和し共生する風土と、開拓者の未来を想い、その想いが込められた桜とともに、今なおこの地に受け継がれている。

写真は、猪苗代湖(上)。猪苗代湖の水の恩恵を受けるべく、安積開拓・安積疏水開さく事業が行われた。標高が514mと高い位置にあるため、自然落差を利用し、農業用水や生活用水が供給された。また、水力発電の発展にも貢献し、近代化への礎を築いた。

十六橋水門(下)は、安積原野へ水を流すために、猪苗代湖の水位を調整する水門。安積疏水工事で一番初めに工事が始まった。当時は16の石造のアーチでできており、日本では長大な水門であった。安積開拓・安積疏水開さく事業のシンボリック構造物で、弘法大師が16の塚を築いて通行できるようにして、村人の不便を救ったとの逸話もある。

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。



杉本 茂

さくら総合事務所 代表取締役
公認会計士
(不動産証券化協会フェロー)

不動産証券化制度を 社会に貢献するように活用

2001年に誕生したJ-REITの市場は、2016年8月末時点で上場55銘柄、時価総額では11兆円を超える規模までに成長した。かつて、最も固定的な資産である不動産の証券化は、複雑な規制が絡む我が国では空想論と呼ばれた時代もあった。しかし、当協会を中心とする関係各位のご尽力で現在の制度が誕生した。その後も幾多の危機もあったが、今では不動産投資市場においてのみでなく、我が国経済全体を支える重要な役割を担うようになったといえる。

振り返れば2008年秋のリーマンショックに際して、世界的に資産証券化に関する疑念が生じた時期もあった。しかし、取得時の不動産の現物確認を重視するわが国の制度は、証券化対象不動産の実在性そのものに関する問題を引き起こしたことは、自分の知る限り一度もない。制度的にも2009年のREIT間の合併手続きを明確にする法改正をはじめ、その後も2013年には、REITの自己投資口の取得規制の緩和、ライツ・オフリング制度、インサイダー取引規制の導入、ガバナンスの強化により、更に市場の信頼性・安定性を高める改正がなされてきた。

15年を経て、わが国経済で重要かつ信頼性の高いセクターとなった不動産証券化制度だが、税制面ではベイスルー制度、つまり原則として発生利益のほとんど全てを配当する事業体についてヴィークル段階での課税を免除するという制度は、いまだに租税特別措置法の中にある。つまりは税制面での制度的枠組みは、いまだにリリーフピッチャー扱いのままで。

確かに、ベイスルー制度の要件は、会計基準の変

更を受け、それに対応するため毎年のように改正が行われてきた。しかし、2015年の税制改正は、「一時差異等調整引当額」「一時差異等調整積立金」という新たな概念を導入することにより、個別問題への応急措置ではなく、税会不一致問題一般についての対応がとられた。今後は、ベイスルー制度を、特別措置ではなく恒久措置として、法人税法本文に移行するとともに、内容的にも今後予想されるIFRS等コンバージェンスに対応できるもう一歩踏み込んだ改正も視野に入れるべきだろう。

流通税についても、投資法人や特定目的会社といった法定ヴィークルへの軽減措置があるが、信託受益権での譲渡との比較で現物資産での譲渡にはまだ負担感が残っている。譲渡益について課税がなされるのは当然であるが、買換え特例による繰延制度が措置されていながら、先に述べたベイスルー要件との関係でその適用が事実上制限されていることもある。不動産市場において法定ヴィークルが担っている重要な役割を考えると、移転を促す新たな措置も検討すべきであろう。また、市場の拡大及び情報技術の進展にあわせた、鑑定評価を含む不動産情報の充実も忘れてはならない課題である。

安倍政権における日本再興戦略2016では、今後のニーズの増加が見込まれる観光や介護等の分野における不動産供給を促進し、2020年頃までにREIT等の資産総額を30兆円の規模に倍増させる目標が掲げられた。15周年を迎えた証券化の制度は、ヘルスケア等の新たな領域を含め、経済全体の発展への重要な貢献が期待されている。

かつて空想論と呼ばれた不動産証券化の技術は、現在は不動産市場のみならず我が国経済全体に重要な位置づけを持つまでに至った。今後とも、関係各位のご尽力を得て、より幅広く社会に貢献していく制度として発展していくことを切に希望している。

不動産証券化ジャーナル

共に市場を創る

CONTENTS

Special

巻頭言	不動産証券化制度を社会に貢献するように活用	3
	杉本 茂 さくら総合事務所 代表取締役 公認会計士（不動産証券化協会フェロー）	

Jリート 15 周年記念シンポジウム	6
ー日本の成長戦略とJリートへの期待ー	

主催者挨拶	8
岩沙 弘道	一般社団法人不動産証券化協会 会長
清田 瞭	株式会社日本取引所グループ 取締役 兼 代表執行役グループ CEO

基調講演	10
世界経済と日本経済の動向	
岩田 一政	公益社団法人日本経済研究センター 代表理事・理事長

パネルディスカッション	18
日本経済社会の発展と課題 ーJ リートの担う役割ー	

パネリスト

岐部 一誠	前田建設工業株式会社 取締役常務執行役員 経営企画担当 兼 事業戦略本部長
中川 雅之	日本大学経済学部 教授
樋口 千恵	アルファコート株式会社 常務取締役
村山 慶輔	株式会社やまごころ 代表取締役 インバウンド戦略アドバイザー

モデレーター

加藤 えり子	株式会社ニッセイ基礎研究所 金融研究部 不動産運用調査室長
--------	-------------------------------

進取果敢	32
社会的インパクト投資	

前原 仁司	東急不動産キャピタル・マネジメント株式会社 代表取締役社長
-------	-------------------------------

トップインタビュー	34
圖子 智衆氏に聞く	

三井不動産ロジスティクスリートマネジメント株式会社	
代表取締役社長	

NEWS	37
REESA 代表者会議を開催	

Market

地方都市オフィスマーケット	38
～供給不足で需要潜在化 空室率は東京と逆転も～	

鈴木 孝一	CBRE リサーチ シニアディレクター
貝畑 奈央子	CBRE リサーチ アソシエイトディレクター

日本列島不動産鑑定士便り	43
第2回 私が見たインバウンド	

藤代 純人	株式会社三友システムアプライザル 鑑定統括部 部長 不動産鑑定士
神山 大典	株式会社三友システムアプライザル 鑑定統括部長 兼 鑑定第一部長 不動産鑑定士

Business Trend

2016年GRESBリアルエステイト評価 47
～不動産投資家が求めるESG情報の開示ツールとして～

堀江 隆一 CSRデザイン環境投資顧問株式会社 代表取締役社長
高木 智子 CSRデザイン環境投資顧問株式会社 シニア・コンサルタント

インフラ・PPP 投資市場の幕明け 59

第13回 空港事業の民営化とコンセッション方式⑧
～海外の空港運営会社(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 64

第13回 店舗修繕の実態からみえた商業施設のマネジメント
～商業事業者へのアンケート・ヒアリングより～

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
鎌田 佳子 株式会社ザイマックス不動産総合研究所 マネジャー
山田 賢一 株式会社ザイマックス不動産総合研究所 マネジャー

Column

岡野先生の不動産歴史探訪 22 71

鉄道の始まり

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

建物譲渡特約付借地権について 73

齋藤 理 長島・大野・常松法律事務所 弁護士

投資法人の最新税務動向 79

第2回 一時差異等調整引当額(2)

山本 恭司 EY 税理士法人 エグゼクティブディレクター 税理士
古川 英章 EY 税理士法人 エグゼクティブディレクター 税理士

不動産ファンドに関する国際財務報告基準 84

第45回 投資不動産における資産の取得と事業の取得との区分について

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 93

不動産投資運用業のコンプライアンス研修 開催報告 94

不動産証券化協会認定マスター養成講座コース1修了試験結果 95

平成29年度不動産証券化協会認定マスター養成講座のスケジュール 96

Essay

ニューヨークとその近郊から③ 97

俺の家は俺が決める 家族の家は俺が決める
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

..... 100

Jリート15周年記念シンポジウム —日本の成長戦略とJリートへの期待—

不動産証券化協会と日本取引所グループが共催して本年 10 月、「Jリート 15 周年記念シンポジウム」を開催しました。

本シンポジウムは、Jリートがこの 15 年間に果たしてきた社会的役割を振り返るとともに、さらなる成長に向けて動き始める中で期待される成長分野からの視点も踏まえた幅広い議論を通じて、Jリート市場の可能性を探ることを目的に実施しました。誰でも参加できる本シンポジウムには、ARES 会員のほか投資家など 370 名が参加しました。

ここでは、シンポジウムの開催内容をご紹介します。

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



プログラム

●主催者挨拶

岩沙 弘道 一般社団法人不動産証券化協会 会長



●主催者挨拶

清田 瞭 株式会社日本取引所グループ 取締役 兼 代表執行役グループ CEO



●基調講演

世界経済と日本経済の動向

岩田 一政 公益社団法人日本経済研究センター 代表理事・理事長



●パネルディスカッション

日本経済社会の発展と課題 -Jリートの担う役割-

モデレーター

加藤 えり子

株式会社ニッセイ基礎研究所 金融研究部 不動産運用調査室長



パネリスト (氏名 50 音順)

岐部 一誠

前田建設工業株式会社
取締役常務執行役員
経営企画担当 兼 事業戦略本部長



中川 雅之

日本大学経済学部
教授



樋口 千恵

アルファコート株式会社
常務取締役



村山 慶輔

株式会社やまところ
代表取締役
インバウンド戦略アドバイザー





岩沙 弘道

一般社団法人不動産証券化協会 会長

本シンポジウムは、Jリート市場創設15周年のメモリアルとして株式会社日本取引所グループと当協会が共催するものです。

基調講演をお引き受けいただいた岩田一政様を始め、ご登壇を快くお引き受けいただきました皆様に厚く御礼申し上げます。

また、金融庁、国土交通省におかれましては、創設以来、市場の発展に向けた法制や税制の整備等にご尽力いただき、深く感謝申し上げます。このたびも開催にあたりご後援を賜り、重ねて御礼申し上げます。

2001年に始まったJリート市場は、15年間で世界第2位の時価総額、保有資産総額15兆円の市場へと成長を遂げ、国内外の投資家から大きな期待を集めています。私どもにとって大きな喜びであるとともに、感慨もひとしおのことがあります。市場開設直後の米国同時多発テロ事件、リーマンショックとその後金融危機、東日本大震災等の苦難を乗り越え、ゼロからスタートした市場がここまで成長を遂げることができたのは、市場関係者のご尽力の賜物であるのはもちろんのこと、政府による時宜にかなった的確なご指導ご支援のお陰であり、この場をお借りして改めて厚く御礼申し上げます。

このように多くのご支援も頂戴しながら成長を遂げ

られたのは、Jリートが社会の要請に即した役割を着実に果たしてきたからだと思います。

Jリートの役割の一つは、幅広い投資家に不動産への投資機会を提供することです。特に、個人投資家の皆様にとっては、小額で複数の不動産に投資できる有効な方法になります。流動性の観点から不動産への投資を敬遠していた投資家に新たな選択肢を提供した点で画期的です。こうした点が受け入れられ、市場の成長とともに認知度も向上し、現在では、個人投資家・機関投資家のいずれにとっても、資産運用の有力な選択肢になりました。

もう一つの役割は、社会資本の整備や更新、さらには日本経済の新たな成長分野に資金を提供することで、都市の国際競争力強化や地方創生に貢献することです。例えば、インターネットを通じた商取引の拡大により、近年、先進的な物流施設へのニーズが大きく伸びています。また、政府の「日本再興戦略」において成長分野と位置付けられている観光、とりわけ、インバウンドの拡大により宿泊施設の需要も急拡大しています。更に、高齢化社会の進展によりヘルスケア施設の整備促進も求められています。Jリートは、こうした成長分野に必要な資金を提供することを通じ、産業の発展に直接・間接に貢献してきました。

Jリートには、このような社会的要請に応えていくことが引き続き期待されています。

Jリート 15 周年記念シンポジウム 主催者挨拶



清田 瞭

株式会社日本取引所グループ
取締役 兼 代表執行役グループ CEO

Jリート市場は、開設から15周年を迎えたところですが、本日お集まりの皆様方をはじめとする関係者の並々なご尽力の結果、Jリートが大きな社会的役割を果たしてきたことで、極めて大きな存在感をもつ市場へと成長しました。今では、国民資産形成の大きなツールとして認識されています。

取引所上場のJリートについては、不動産が一般の投資対象として受け入れられるために、その運用状況の「透明性」と「継続性」が求められています。

その「透明性」について申し上げます。従来、不動産取引においては、顧客との相対による取引が中心であり、その条件などが公開されることはほとんどなかったわけです。これが、Jリートとして、取引所に上場することにより、多数の投資家の投資対象となったことで、今まで公開されなかった情報を広く一般に利用いただく必要が生じました。関係者の皆様のご尽力の下、Jリートに関係する様々な不動産に関する情報は、標準化され、誰もが使える非常に有用なデータとして提供されることになりました。現在では、非常に多くの不動産に関する情報が利用可能となり、また、さまざまな不動産に関する指標が公表されるなど我が国の不動産投資市場にとって、大きな前進であったと考えています。

さらに、「継続性」という特性にも触れさせていただきます。Jリートは、取引所に上場される商品として、

上場会社と同様に、継続的に運用をいただき、ゴーイング・コンサーンであることが求められています。一方で、投資対象とする不動産は流動性が必ずしも高くないことや、不動産から得られる収益を手元に残すことが導管体として原則できないといった性格があります。こうした制約を乗り越えつつ、経済環境が大きく変化するときにあっても、適切に、資産の追加や入替え、維持管理を行い、15年という長きにわたり、安定的な分配を投資家の皆様に還元してきました。このことは、不動産がプロフェッショナルの手によって適切に運用されれば、安定的なキャッシュフローを生むという確かな信頼、中長期の運用対象として非常に魅力的な商品であることを示した、たいへん大きな実績ではないかと考えています。

Jリート市場が、この15年間に達成した成果に満足することなく、我が国の持続的な経済成長に貢献するためには、引き続き社会的な要請に的確に応え、「透明性」や「継続性」といった特性をさらに強化し、これまで以上に市場の信頼性・安定性を高めることが必要です。

関係者の皆様におかれましては、フィデューシャリー・デューティの考えの下、さらなる高みを目指していただくことをお願いをして、私の挨拶とさせていただきます。

世界経済と日本経済の動向



PROFILE

いわた かずまさ

公益社団法人日本経済研究センター
代表理事・理事長

1970年東京大学教養学部卒、経済企画庁（現・内閣府）入庁。76年OECD経済統計局金融財政政策課、96年東京大学大学院総合文化研究科教授（経済学）、2001年内閣府政策統括官、03年日本銀行副総裁、08年内閣府経済社会総合研究所所長などを経て、10年より現職。11年10月国家戦略会議民間議員。14年1月経済財政諮問会議「選択する未来」委員会委員（会長代理）。東京大学名誉教授。近著に「デフレとの闘い」（日本経済新聞出版社、2010年）、「量的・質的金融緩和」（日本経済新聞出版社、共編、2014年）、「人口回復」（日本経済新聞出版社、共編、2014年）、「マイナス金利政策」（日本経済新聞出版社、共編著、2016年）など。

講演者

岩田 一政氏

公益社団法人日本経済研究センター 代表理事・理事長

世界経済の現状と見通し

IMFの最近の予測によれば、世界経済は不確実性増加による需要不振により2016年、17年の成長率は過去の平均をやや下回る「ぱっとしない成長」に留まります。

米国経済は予想を下回る成長率（潜在成長率も1.5%程度）で、米連邦準備理事会（FRB）も金利の引き上げはできそうにありません。EU内は難民流入問題への対応の調整がつかず求心力が衰えをみせるなかで、英国のEU離脱があります。ドイツ銀行は過去の不正取引について米国司法省より140億ドル（その後57億ドルに減る）の和解金の支払いを要求されています。イタリアは不良債権比率が18%です。日本はバブル時でも8%程度で10年以上の時間をかけて処理をしてきました。このようにユーロ圏でリーマンショック後の不良債権問題の処理が十分ではなく、その遅れが足を引っ張っているというのが私の見解です。

私は世界経済には金融面で四つのリスクがあると

思っています。一点目は米国の利上げプロセスと景気後退のリスクです。米経済の拡大は既に 87 カ月に及びます。設備投資はピークが過ぎ今は住宅と個人消費でもっている状態で、景気後退のリスクが迫ってきています。二点目は中国を中心とする新興国の成長減速と人民元大幅切り下げリスクと企業の累積債務破綻リスクです。三点目は原油を中心とする一次産品価格の急落とハイイールド債価格の急落リスクです。そして四点目が先程申し上げたユーロ圏の金融リスクです。

またイングランド銀行総裁の言葉を借りると「グローバル経済には 3 つの不確実性」があり、その一つ目が地政学リスクです。9.11 以降上昇した後一時は収まったものの再び中東で高まっています。また私は北朝鮮のリスクも相当大きいと考えます。米国防省は北朝鮮が核で米国を攻撃できる能力を持てば先制攻撃も辞さないとの見解を示しており、先日ある米国の外交エキスパートにその真偽のほどをたかすと「先制攻撃は常に考えている」とのことでした。この点は韓国のメディアは盛んに報じています。二つ目は経済リスクで、リーマンショック後に高まり収まったリスクが、現在再び上昇してきています。さらに中国の問題が加わります。近年中国では企業債務残高が急膨張し、実物投資の低下と債務残高の急拡大が併存し、日本のバブル期と似た様相を呈し

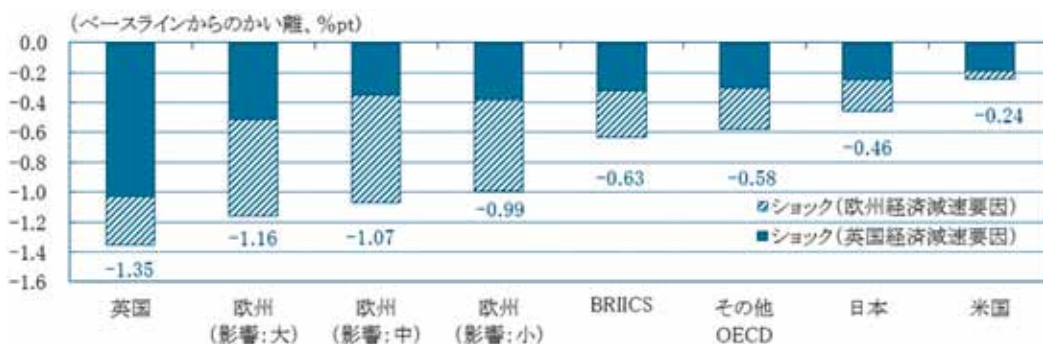
ています。企業債務の GDP 比率は日本のバブル時と比べてピーク時と同じか若干超えており、しかも企業債務の 65% 程度が国有企業によるものです。日本はバランスシート調整に 10 ～ 15 年かかりました。中国もデレバレッジング（負債圧縮）を進める必要があります。それを進める過程で成長率は下がり、現在の 6% から 2030 年代には 3% 以下（2.8%）まで落ちると予測しています。

三つ目が政策のリスクで、特にブレグジットによるものです。

英国の EU 離脱問題

英国の EU 離脱については図 1 の通り、OECD が世界経済への影響の試算を公表しています。英国がマイナス 1.35%、欧州マイナス 1.16 ～ マイナス 0.99%、BRICS マイナス 0.63%、日本マイナス 0.46% という見通しです。10 月初旬、メイ首相は英国保守党大会において EU 離脱をめぐる「二度と移民を抑制する主権は失わない」と発言しました。これに市場が反応しポンドが急落します。単一市場の重要原則は“4 つの移動の自由”つまり、人、モノ、資本、サービスの移動の自由です。人の移動だけ制限する“いいとこ取り”は許さないと、EU 側は英国が望む単一

図 1 英国の EU 離脱：OECD 試算



(注) 「影響: 大」はオランダ、ノルウェー、スイス。

「影響: 中」はオーストリア、ベルギー、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、スペイン、スウェーデン。

「影響: 小」はチェコ、エストニア、ハンガリー、イタリア、ラトビア、リトアニア、ポーランド、ポルトガル、スロバキア、スロベニア。

(資料) OECD, Economic Outlook volume 2016 Issue 1

市場へのアクセスを容認しない姿勢です。金融機関や情報通信企業がロンドンに本店を置いたままでもいいのか。共通のパスポートが失われるなら他国に移転しなければならない。さらにこの問題は対 EU だけでなく英国国内への影響も大きく、リチャード・ハース氏（米国外交評議会会長）は、「5 年以内に現在の英国は存在しないだろう、スコットランドは独立し欧州の一部となり、北アイルランドの一部または全部はアイルランドに加盟するだろう」と述べています。スコットランド首相は 10 月中旬、独立の是非を問う住民投票を 2019 年までに実施する意向を示しました。北アイルランドでも英国からの離脱を求める声が強まっています。EU との厳しい離脱交渉に加えて、北アイルランドやスコットランドの分裂の動きへの対応が加わり内憂外患といったところです。

また英国は EU を通じて自由貿易協定 (FTA) を 53 の国・地域と結んでいますが、改めて各国との交渉が必要となり、今後生じる膨大な交渉に必要な人員を募集するという事態です。

先進国が 共通して直面する問題

先進国に共通する問題で一番大きいのは人口減少です。95 年以降、生産年齢比率が低下し始め人口ボーナスが人口オーナスに代わり、同時に労働生

産性の伸びが鈍化します。潜在成長率は労働投入（総労働時間）と生産性の伸び率の合算ですが、先進国では、労働生産性の伸びが特にリーマンショック以降共通して低下しており、その結果、インフレ率に中立な均衡実質長期金利（自然利子率）がどこも低下しています。FRB は下がってしまった均衡実質利子率に対処するのに苦勞しており、日本もデフレを克服できない理由はここにあると思っています。

図 2 の通り労働生産性を見てみると、米国で近年は趨勢的に低下してきており 2016 年はマイナス 0.2% です。日本も 13 年にアベノミクス第一段階で成長率が上がった結果生産性は 1.4% に上がりますが、それ以降マイナス 0.4 ~ 0.4%、英国やユーロ圏も似た状態です。長期停滞の原因の一つが労働生産性の低下ですが、日本の場合は労働人口の減少も加わり限りなくゼロ成長に近づきます。さらに少子高齢化によって税・社会保障の負担が現行の約 37% から 50% 程度まで増える可能性があり、今後実質消費が増える余地はありません。一人当たりの実質消費が大きく落ちることは自然利子率がマイナスであることと同じことです。先進国が直面する自然利子率の低下の裏側には労働人口の減少があるのです。

中国は政府の景気テコ入れもあり少し持ち直していますが、過大な企業債務と不動産バブルの進展に加えて、12 年以降は生産年齢人口がマイナスに振

図 2 米カンファレンスボードの労働生産性予測

	United States	Japan	United Kingdom	Euro Area	EU-28
<i>Labor Productivity Growth (GDP per hour, annual average, percent)</i>					
1999-2006	2.4	1.8	2.3	1.5	1.9
2007-2013	1.1	1.0	0.2	0.6	0.7
2013	0.3	1.4	0.3	1.0	1.0
2014	0.5	-0.4	0.2	0.3	0.4
2015	0.3	0.1	1.0	0.5	0.8
2016 (Projection)	-0.2	0.4	0.0	0.3	0.6

(注) 購買力平価 (PPP) ベースの GDP の値。

(資料) The Conference Board "Total Economy Database Summary Tables, May 2016"

れる人口オーナスの問題もあり、「中所得国のワナ」に直面しています。中国財務相も「中国は中所得のワナに陥る可能性が50%あるいは50%以上ある」と語っています。中国が今の政治体制のままで社会主義市場経済 (state capitalism) から普通の市場へ転換するのは無理で、この「市場経済への体制転換のワナ」からどのようにして抜け出すのかは悩ましいところです。

2014 年夏に急落した石油価格ですが、先ごろサウジアラビアが態度を軟化させ OPEC の減産合意に至りました。この背景には、米国とサウジアラビアの関係悪化があります。サウジが国力回復を警戒するイランと米国他 6 カ国が、イラン核開発問題を巡る最終合意の履行を宣言したこと、さらに米議会で成立した「テロ支援者制裁法 (JASTA)」は、犠牲者の遺族などが外国政府を相手取り損害賠償を求めて提訴できる法案ですが、サウジを念頭に置いたものです。

WTO の予測では 2016 年の世界貿易 (実質) は 1.7% の伸びと、世界成長率の約 3% を下回る数字です。これはリーマンショック以降続く傾向ですが、投資比率が下がり生産性が低下したことが関係しています。さらに第四次産業革命と言われる技術革新による 3D プリンターとロボットの活用により、従来は国際分業だったものが新興国の同一の機能を備えた工場で完結するようになる、つまりグローバル

なバリューチェーンのネットワークが変質したため貿易 (実質) が伸びないのです。日本も実質輸出が伸びなかったことはアベノミクスの誤算でした。

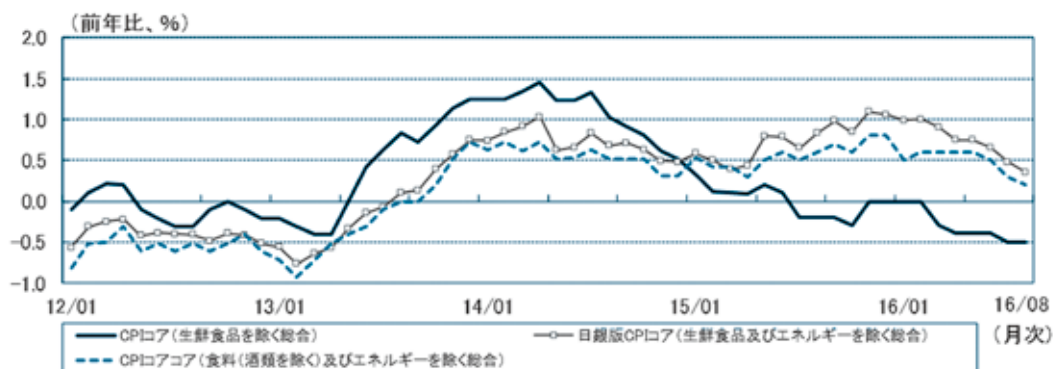
アベノミクスと日本経済の現状

日本経済はどういった状況でしょうか。

アベノミクス開始から間もなく 4 年になります。第一ステージは QQE と柔軟な財政政策、成長率 2% 実現を目指す成長戦略でした。大規模な金融緩和が黒田新総裁のもとで始まりました。また 2013 年は 12 兆円の補正予算で財政支出を拡大しました。その結果、円高是正による企業収益の改善で株価は上がり、労働市場需給も失業率が 3% 程度まで下がりました。ただし最初の 3 年間で平均成長率は 0.6% です。日本経済研究センターは 2016 年度で 0.7%、17 年度は 0.9% と予測しており、目標の 2% 上昇からは遠く離れています。一人当たり名目消費量の水準も 1990 年代半ば以降はほぼ横ばい状態にあり、長期停滞から現在も抜け出してはいません。足元の景気も生産に若干持ち直しの動きがみられるものの消費は停滞したままです。

8 月の生鮮食品を除く消費者物価 (コア CPI) 上昇率はマイナス 0.5%、エネルギーも除くと (日銀版コア CPI) 0.3% ですが、個人的には、年末にかけ

図 3 消費者物価上昇率



(注) 消費税の影響を除く。

(資料) 総務省「消費者物価指数」

でゼロかマイナスになると見えています。

金融政策 新たな枠組みの評価

日本銀行が9月に金融政策の「総括的な検証」を実施しました。その検証結果によれば、物価上昇率2%の目標が達成できない要因を、消費税増税後の消費低迷、原油価格の下落、新興国経済の減速と国際金融市場の不安定な動きの三点をあげています。また「もともと適格的な期待形成の要素が強い予想物価上昇率が横ばいから弱含みに転じたこと」も指摘していますが、私の考えはもっと単純です。為替レートが5割程度減価したため輸入価格が上がり、その分だけ消費者物価が押し上げられた。しかし為替レートの減価の物価に対する影響は125円程度で安定してしまった。一回安定するとそれ以上押し上げる力が働かないだけでなく今度はマイナスに効いてインフレを減速させます。例えば「公共投資5兆円を1年だけやり、1年後はしない」とすれば、公共投資を実施した年はGDPが5兆円分上がるが、その後は下がる。これは為替レートも全く同じことです。為替レートだけで物価を上昇させるには125円でとどまることなく、次は200円を目指し、その次は280円を目指すとしなければ2%に

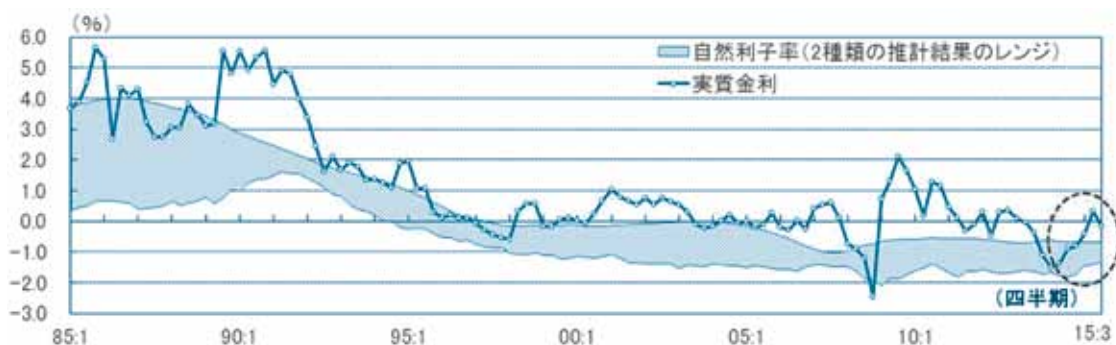
は到達しません。2年間で2%が無理なのは初めから明白で、成長戦略が成功しても5年にかかると私は申し上げていました。

「総括的な検証」では、インフレ期待の推計は難しい、多様な指標があり、例えば企業、家計、インフレーションスワップレートの指数を全て総合してみると1%はインフレ期待があると述べています。しかし私は、マーケット参加者が見るのはインフレーションスワップレートや物価変動債におけるインフレ期待だと思います。そのインフレーションスワップレートの推移では2013～14年に少し上昇した後はじりじりと下がり今はゼロです。インフレ期待がゼロの下、日本銀行は日本銀行に預けてある当座預金に3種類の金利をつけています。210兆円分は金利プラス0.1で、補助金を与えているようなものです。30兆～35兆円が0%で、これが普通です。そしてマイナス金利が1月に導入され10兆円がマイナス0.1%、これは課税とも言えます。補助金と税を両方一緒に使っているというのが今の日本銀行の政策だと思います。

日本の自然利子率を プラスの領域に

政策金利がマイナス0.1%でインフレ期待がゼロで

図4 日本の自然利子率



（資料）岩田一政・左三川郁子・日本経済研究センター編 『マイナス金利政策』、2016年8月、日本経済新聞出版社

あれば、実質の政策金利はマイナス0.1%です。ところが問題は、インフレを加速も減速もさせない中立金利である「自然利子率」がどうなっているかです。「総括的検証」に示された日銀エコノミストの推計値では足元で自然利子率はマイナス0.3%程度。市場の実質利子率がマイナス0.1%ですので、金利だけの関係から言えば、日本銀行はデフレ促進政策を採っていることになります。したがって物価は下がるしかなく、マイナス金利の深堀りによって市場実質金利を自然利子率以下（日本経済研究センターではマイナス0.7%）に引き下げない限りデフレ克服には力不足です。またインフレ率加速のためには、長期金利に上限をおくだけでは不十分で、1942～51年の米国の経験が示すように、財政赤字の持続的拡大が必要になります。他方で、マイナス領域にある自然利子率をプラスの領域に持っていく成長戦略が成功すれば、金融政策の過度な依存からは脱却できます。

もとより問題点は自然利子率がマイナスになってしまったことです。当センターの計測では、マイナスが定着し始めたのは90年代半ば頃からですが、これをプラスに持っていければ今の政策金利マイナス0.1%のままだでもデフレから脱却できると思います。ところが成長戦略が自然利子率をプラスまで持って

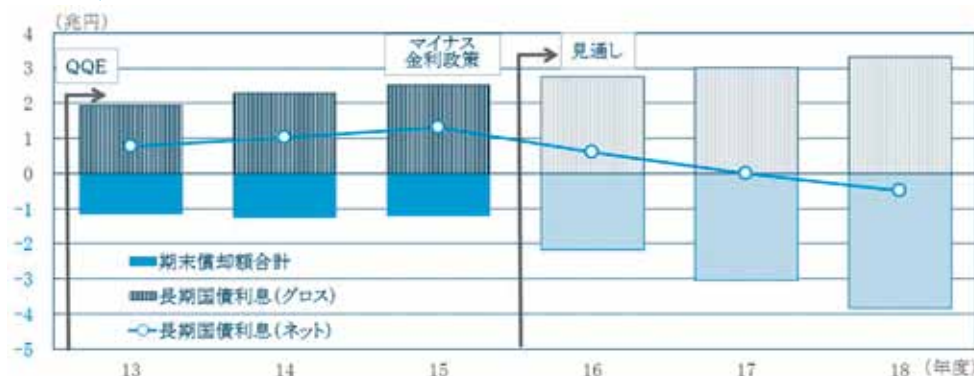
いく力がないところに、日本が抱えている大きな問題があるのです。

もし今の量的緩和を続けると日銀は赤字に陥ります。

日銀は2013年度から国債を買い始めています。金利がプラスならば利子収入がありますが、額面よりも高い価格で買い（過去平均3%程度）、額面価格で償還されるまで待つため、買ったものがそのまま損失になります。図5に損失額が示される通りです。中央銀行は通貨発行特権（seigniorage：セニョラージュ）といい、バランスシート上、資産の側で収益の上がる資産を持ち、負債の側の通貨は金利がゼロのため、必ず儲かるようになっています。ところが現状では80兆円の国債購入やGDP比率100%以上とするマネタリーベースの拡大などの量的緩和政策と金利政策重視との整合性が取れていません。長期金利を一定にする政策を採用したことにより、日銀はバランスシートの規模に関するコントロールを事実上放棄したことになります。

今回、持続可能性のない量的緩和からマイナス金利を含む金利重視政策へ転換したことは評価されます。しかし、二つの政策金利（マイナス0.1%の日銀当座預金と0%の10年物国債金利）によるイールドカーブ・コントロールについては無理がある

図5：日銀の国債購入による損失



(注) 1. 期末償却額の計算は、日銀が10年度以降に買い入れた長期国債を対象としている。したがって、13年度の期末償却額合計には、10年度から12年度までの各年に発生した期末償却額が含まれている。
2. 2016年度以降は見通し。

(資料) 日本銀行『日本銀行が保有する国債の銘柄別残高』、財務省『国債の入札結果』、『買入消却入札の結果』

と思います。あまりに市場を圧迫すれば市場の反乱が起きるか、市場の死を意味することになります。

成長戦略と日本経済の見通し

私は成長戦略に必要な不可欠なことは二点あると考えています。労働生産性を高めること、そして人口減少に歯止めをかけることです。

人口減少については、同時に少子高齢化が進みます。現行の社会保障制度は生産年齢人口が増えていくことを前提とした制度で、前提が変わっても同じ制度の下で様々な手当を支給するなどして債務が膨らんでしまいました。

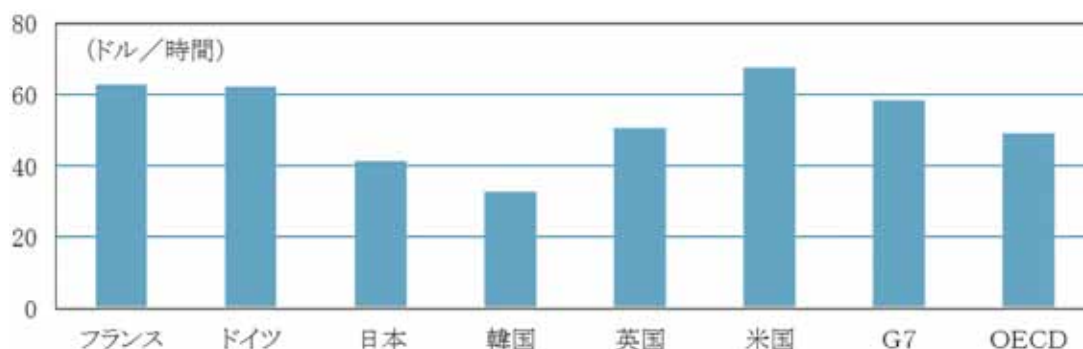
アベノミクスの第二段階では、出生率を1.8に上げ人口減少に歯止めをかけ、「一億総活躍社会」を打ち出しました。フランスでは70年代に1.6だった出生率を2.0まで上げた実績があります。その過程でフランスは子育てのために大きな財政支援を行いました。日本がフランス並みに子育て支援政策を実施しようすると、我々の計算では8兆円が必要で、8兆円を財源確保するには消費税率を3%程度引き上げなければなりません。政府の目標は1億人ですが、当センターでは以前より、9,000万人維持には1.8まで出生率を引き上げるだけでなく、移民

を含めた人口維持政策が必要だと主張しています。

労働生産性を高めるには三つのポイントがあります。一つ目は第4次産業革命の推進（ソフトウェア投資50兆円）です。90年代半ばに米国でインターネット革命が起き生産性が伸びましたが、日本は残念ながら長期停滞に入った頃で、IT投資はしてもビジネス戦略の中心にITを据えてその技術を使うことはしてきませんでした。今もFinTechなど10年程遅れているように見えます。日本の労働生産性の水準はOECD諸国の平均以下です。ところが「OECD学習到達度調査」で、日本の学生の基礎学力は、上海、香港、シンガポールに次いでOECD加盟国のうち第4位で、「OECD国際成人力調査」においては第1位です。労働生産性水準と、教育の質、労働者の潜在的な能力との間のギャップが大きいのは、ITを中心とする破壊的技術革新の成果を活用することに適合した企業組織、産業構造の再構築が遅れているためです。

二つ目は徹底した国際化により、柔軟な労働市場を構築することです。海外から日本への対内直接投資額とGDPの比率を見ると、それは北朝鮮より低くなります。真の意味でグローバル化のメリットを活かせていないのは数字を見ても明らかです。日本も金融センターを目指すべきですがその国際化の遅れが足をひっぱっているのではないかと思います。

図6：OECD加盟国の労働生産性（2014年）



(資料) OECD

そして最後に財政の健全化です。中長期的に財政健全化を実現するためには、消費増税は不可避です。政府から独立した「財政評価委員会」を設立し、税・社会保障制度の抜本的改革の工程表を作

成するべきでしょう。2019 年 10 月に後ろ送りされた消費税増税をまた延期することになれば、「債務のワナ」に陥って経済再生はさらに困難になるのです。

日本経済社会の発展と課題 —Jリートの担う役割—



パネルディスカッション パネリスト

パネリスト

岐部 一誠氏

前田建設工業株式会社
取締役常務執行役員 経営企画担当 兼 事業戦略本部長

中川 雅之氏

日本大学経済学部 教授

樋口 千恵氏

アルファコート株式会社 常務取締役

村山 慶輔氏

株式会社やまところ 代表取締役
インバウンド戦略アドバイザー

モデレーター

加藤 えり子氏

株式会社ニッセイ基礎研究所
金融研究部 不動産運用調査室長

加藤 日本経済は現在、金融政策から成長戦略にシフトすることが求められていますが、そのような中で本日は成長戦略のなかでも都市政策、インフラの民営化、地方の活性化そしてインバウンド需要の取り込みにフォーカスして議論したいと思います。まずはパネリストの皆様の自己紹介をお願いします。

岐部 前田建設工業で事業戦略本部長をしています。事業戦略本部は大きな市場となる可能性があるインフラ分野で、自らが開発や運営のリスクをとってプロジェクトに投資するために立ち上げた本部です。本日はこの事業の取り組みについてお話しします。

中川 日本大学で都市経済学、公共経済学、財政学を専門に教えています。教員となる前は20年間国土交通省で行政の現場にいました。本日は不動産証券化やPPP/PFIの前提となる将来の日本の都市構造や地域の未来といったお話をしたいと思っています。

樋口 アルファコート株式会社は今年創業12年の地場ディベロッパーで、札幌を中心に北海道内の都市に必要とされる開発を進めています。一方で、札幌オリンピックの遺物ともいえる1970年前後の建物の取得・運用もしています。創業からの12年はJリートの15年と重なりますが、特に出口戦略として証券化手法を活用した経験を今日はお話させていただきます。

村山 株式会社やまところは、インバウンドに特化したビジネスやコンサルティングを展開しています。BtoBで外国人観光客の集客や新たなビジネスチャンスのための情報発信をしています。そのうえで人材育成、人材マッチング、コンサルティングを提供します。コンサルティングでは、SMBCコンサルティング、新生銀行と業務提携を結び、地方の旅館や商業施設、自治体、またジャパンショッピングツーリズム協会、アニメツーリズム協会、日本ゴルフツーリズム推進協会の支援をしています。

加藤 ありがとうございます。では議論に移る

前に簡単にJリートの歴史を振り返ってみます。

2001年9月に2銘柄からスタートしたJリートですが、ファンダブルなどを経てリーマンショック後は資金繰りの苦難の歴史がありました。東日本大震災の時は耐震性の高さが判明しJリートへの信頼が深まります。そして日銀によるJリート買い入れ開始を契機に13年以降著しい回復をみせています。本年9月末で時価総額約12兆円と市場の成長とともに保有物件も増え、物件タイプの多様化も進みました。特に13～14年は物流の銘柄が新規上場や増資で資産を大きく増やし、近年はインバウンドの影響でホテルが増えています。物流あるいはホテル等の物件取得を背景に地方への投資割合が増え、その結果都心5区の割合（取得額ベース）は5年前の44%から現在35%に減ってきています。

本日はJリートもその領域を拡げてきた地方にも視点を広げて議論を進めていきたいと思っています。まず中川先生に都市と地方の成長について都市政策的な立場からお話いただきます。

地方創生と大都市問題

中川 日本の将来の地域構造、都市構造がどうなるのかを地方創生政策と絡めて考えてみましょう。

政府は今、地方創生の名の下に地方へ多くのお金をかけて支え、同時に東京への一極集中を抑制しようというスタンスです。しかし東京は本当に過大なのでしょうか。都市経済学では、「ランクサイズルール」という都市の人口分布に関するルールから都市の成長推移を分析する手法があります。それは、都市を人口の多い順に並べた場合、順位×都市人口が一定になるという法則で、世界のどの国にも当てはまるとされています。実際にランクサイズルールを用いて日本の各都市のサイズが世界の標準からどの程度かい離しているのかを算出してみると、東京大都市雇用圏は「ランク1」で、ランクサイズルールから見ても非常に過大であることがわかり

ます。大阪大都市雇用圏（ランク2）がやや過大、名古屋大都市雇用圏（ランク3）にかい離はありません。一方、人口500万人規模の政令指定都市（ランク4）は過小で、60万人規模（ランク5）はやや過大。さらにランク5未満が小都市雇用圏（ランク6）で過小、そして非都市雇用圏という区分になります。

図1の通り、日本の都市雇用圏を分類し都市成長の推移を見てみると、東京大都市雇用圏は全ての時期において比率を上昇させています。一方、大阪大都市雇用圏と名古屋大都市雇用圏は微減またはその比率をほとんど変えていません。一方、世界の都市分布では過小とされる「ランク4」の政令都市が大きく比率を上昇させています。そしてランク5、ランク6、非都市雇用圏は大きく減少です。図2では、ランク4以上のグループの中で相対的な影響を見るために、ランク4以上のグループの人口を分母とした場合のシェアの変化を見てみました。すると大都市グループの中では、ランク4の都市グループの成長率が非常に高いため、東京大都市雇用圏でさえシェアを減らしています。つまり日本で進んでいるのは一極集中ではなく、ブロック中心に人口が集まる“大都市化”が進んでいるのが正しい認識です。

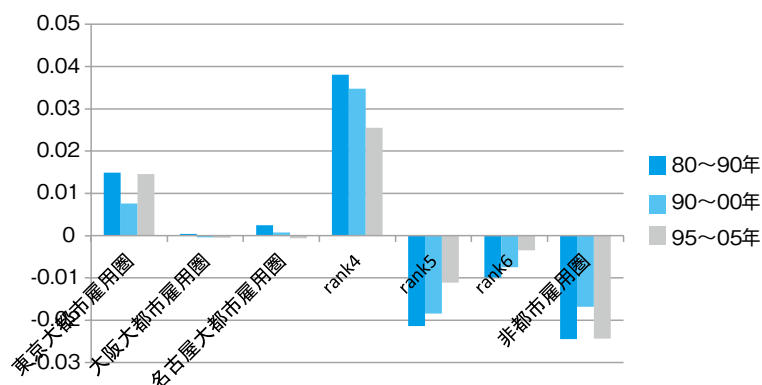
この実態を踏まえ、日本の都市政策や公共投資の配分を含めた都市整備の方向性、そしてオリンピックを絡めた東京の将来についてお話しします。

メガイベント戦略の妥当性と都市整備の方向性

中川 東京でなぜオリンピックを開催するのか。都市政策や都市経済の観点からオリンピックやサッカー W 杯の誘致はどういう意味があるのでしょうか。それはメガイベント戦略、つまりメガイベントを利用して都市構造を大幅に変える、あるいは公共投資配分を引き付けるという都市戦略と考えられます。では具体的にどういうことが起きるのか。

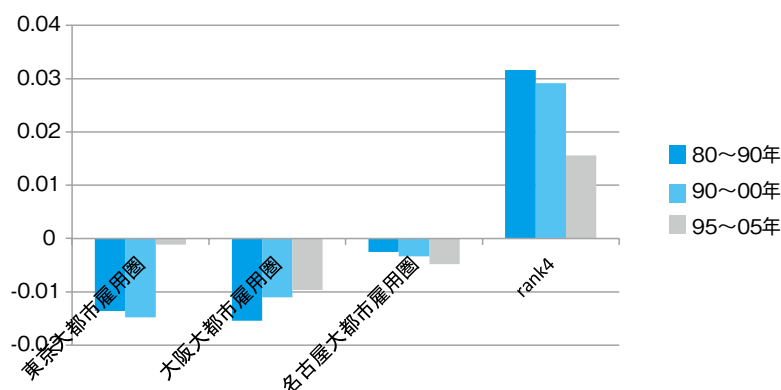
図3は公的固定資本形成（IG）で、公共投資に

図1 7つのカテゴリーシェアの増減（1980-2005）



注1) 都市雇用圏のデータは <http://www.csis.u-tokyo.ac.jp/UEA/> から大都市雇用圏及び小都市雇用圏のデータを使用。

図2 大都市の中の相対的な影響

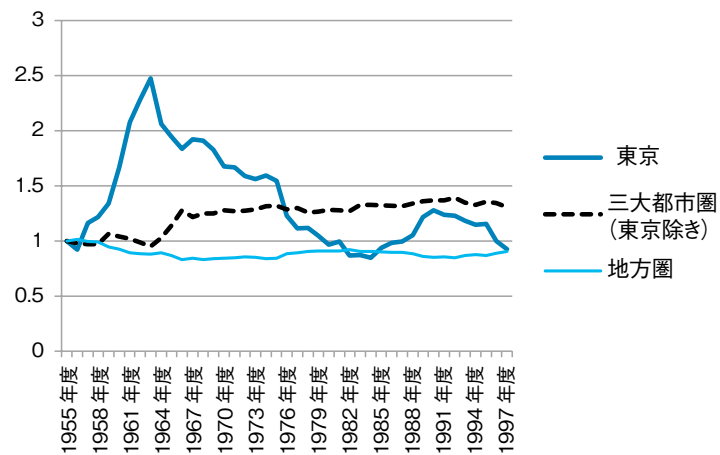


注1) 都市雇用圏のデータは <http://www.csis.u-tokyo.ac.jp/UEA/> から大都市雇用圏及び小都市雇用圏のデータを使用。

関する地域配分を示します。1955年の東京都へのIGシェアを「1」とした場合、1960年代前半で2.5倍。IGの配分から、東京の都市はオリンピックというメガイベントによりつくられたことが分かります。中央集権的なシステムのなかでは公共投資配分は何らかの名目がなければ特定の地域に集中させることができません。東京がオリンピックドライバーを利かせて都市をつくってから50年、社会資本の更新期を迎え2020年に向けて再びオリンピックドライバーを利かせるというのは合理的な方策なのかと思います。では当時と比べて東京圏の人口はどうでしょう。1965年の人口と比較して2015年は1.7倍、2040年代は1.5～1.6倍です。

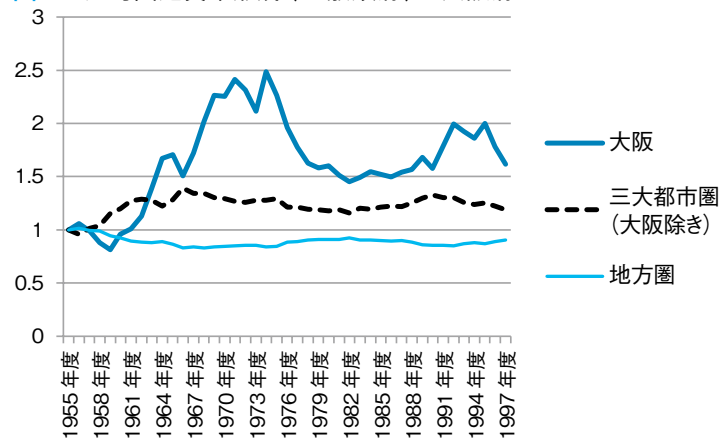
大阪は2025年万国博覧会を誘致する方向です。先程のIGの配分では、大阪万博が開かれた1970年代前半に大阪は約2.5倍です。大阪も万博ドライバーを利かせて1970年初頭に都市を整備しました。その耐用年数

図3 公的固定資本形成（一般政府）の東京都シェア



注) 内閣府県民経済計算より筆者が算出
(http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data_list/kenmin/files/files_kenmin.html)

図4 公的固定資本形成（一般政府）の大阪府シェア



注) 内閣府県民経済計算より筆者が算出
(http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data_list/kenmin/files/files_kenmin.html)



中川 雅之氏

PROFILE

なかがわ まさゆき

日本大学経済学部 教授

京都大学経済学部卒業、同年建設省入省後、国土交通省都市開発融資推進官などを経て、2000年に大阪大学社会経済研究所助教授、2004年から日本大学経済学部教授。専門は都市経済学と公共経済学で、主な著書等に「都市住宅政策の経済分析」（2003年度日本経済図書文化賞）、「放棄された建物：経済学的な視点」（2014年学会賞・論文賞）がある。東京大学公共政策大学院客員教授、政策研究大学院大学客員教授。

後の2025年に向けて再びドライバーを利かせる必要がある。では東京と同様に人口を比べてみると、大阪圏の人口は1970年と2040年ではほぼ同じです。人口増が見据えられないなかで、今大阪に万博ドライバーを利かせて都市を再整備すれば過大となる可能性がある。私は大阪が万博ドライバーを使うのには懐疑的です。

では、ランク4～6の地方都市はどうでしょうか。地方創生では地方の拠点都市を育てていく方向で、実際にブロック中心に集積が進んでいます。一定規模の人口があれば規模の経済が働き一人当たりの財政支出は健全に抑えられます。また一定の密度以上の都市は集積の経済が働き一人当たりの歳出が抑えられます。日本全体で人口減少が進めば、一人当たりの財政支出が高く財政効率が悪くなる状態となるおそれがあります。これを回避するために何をするべきか。高度成長期につくられたやや過大な地方都市の規模を縮めコンパクトシティ化を進めることです。公共施設をつくる時は費用便益分析をしますが、それを維持・更新するときにはしません。これを行って、ランク5、6の地方都市で公共施設の規模を縮小してその中身を高齢化時代に合わせるよう地理的再編することが、今最も重要なのではないかと。これが私の考えです。

加藤 ありがとうございます。都市の適正規模という観点からオリンピック、万博そしてコンパクトシティについてもわかりやすくお話しいただきました。次に樋口様より不動産証券化を用いた地方都市の開発についてご紹介いただきます。

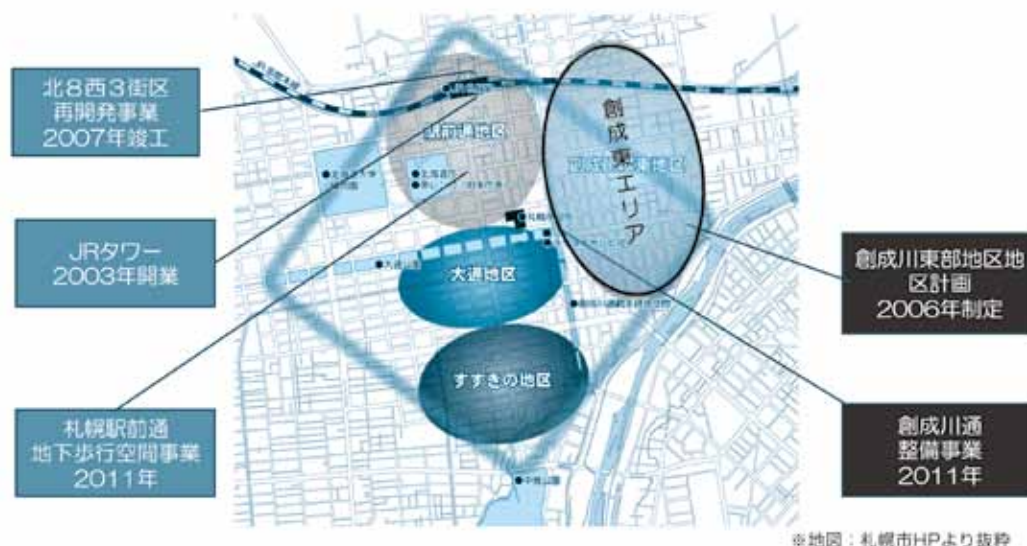
北海道内の開発と不動産証券化

樋口 地方都市というのは悲しいもので、良い波は最後に到来し悪い波には一番先に飲み込まれるものです。当社の事業を事例として、札幌における証券化手法による不動産開発の流れを、過去・現在・将来の3つに分けてお話ししたいと思います。過去については良い波が到来した2004年からリーマンショック前後までのレジデンスを中心とする開発、現在については2010年頃から台頭しているヘルスケアアセットと証券化の活用、そして将来はホテルの開発です。

【レジデンス】

札幌「創成東エリア」のレジデンスの事例をご紹介します。札幌市都心部も1972年に開催された冬季オリンピックで都市が形成され、それ以降更新

図5 札幌市中心部・過去の主な事業



が進んでいませんでした。図5は札幌の中心部で、外側の四角枠が都心エリアです。その中にある駅前通地区、大通地区を拠点として活性化策が進んでいます。これらの東側に丸で囲った創成東エリアは、都心に近い割に更新が進んでいませんでした。しかし札幌市が「創成川東部地区計画」（2006年）、「創成川通整備事業」（2011年）を打ち出すと急進展し、レジデンスが大量供給されました。

創成東エリアは、もともとあった町工場や卸問屋が郊外移転や廃業して空洞化が進んだエリアでした。札幌市としては「都心まちづくり計画」の目玉として都心居住を進めたい。良質で大規模な賃貸マンションの供給が少ないなかで、市民には都心居住や建替えのニーズがありました。しかし地方都市では住宅を大規模開発したくてもホルダーがないために開発が進みません。ここに2004年頃から証券化の波が到来して、創成東エリアに大量に賃貸マンションが供給されます。札幌市全体と創成東エリアの人口の伸び率（平成17～26年）を比較してみると、札幌市全体で1%の伸びに対して創成東エリアは50%の増加率です。当社が供給した物件9棟約700戸に他社の供給分も含め、大半が証券化を出口スキームとして活用した供給となりました（一部分譲マンションもある）。この時、地方

で完結する開発スキームではなく証券化を用いたことで、各種プレーヤーの考え方やコンプライアンスのあり方を学び、ノウハウを蓄積できたのは大変良かったと感じています。

【ヘルスケアアセット】

2000年に介護保険法が施行され介護ビジネスが新産業として注目され始め、サービス付高齢者向け住宅の制度が整備される2010年頃から全国でヘルスケアアセットの開発が活気づきます。特に大阪と札幌におけるサ高住の供給は顕著で、札幌においては人口比率での供給量が最も多いと言われます。それには二つの要因があります。一つは雪国であるため高齢者が一戸建てに住み続けられない切実な事情です。二つ目は北海道内の地方都市から札幌に移住してくる高齢者の受け皿として需要があることです。それまで高齢者住宅には開発資金が付きに難いものでしたが、その流れを大きく変えたのがヘルスケアリートの誕生です。ヘルスケアリート上場がアナウンスされると、まず私募ファンドやブリッジファンドが動き始め、当社のようなデベロッパーが開発資金を調達しやすい環境ができました。

開発にあたっては、当社がオンバランスで調達し



樋口 千恵氏

PROFILE

ひぐち ちえ

アルファコート株式会社 常務取締役

東京理科大学卒。1991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2000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、PFI・PPP事業、コーポラティブハウス等の開発分野を担当。

また福祉コミュニティエリア（CCRC）整備事業にも着手しているところです。函館市が昭和40年代に竣工した約500戸の大型公営団地を廃止し、福祉コミュニティエリア整備を条件として事業者を公募したもので、プロポーザル方式で当社と地元医療法人が共同で応募し選定された事業です。事業用地7.5haの所有権を市から当社へ移転し開発行為段階ですが、福祉施設としては広域型特養100床など介護施設6つを整備するほか、各施設の情報を一元管理する地域福祉コンシェルジュの設

今後、このようなまちづくりにおいて、証券化に取り組むにあたり、アセット別ではなく、コンパクトシティをまちごと証券化できるリートの登場に期待します。

北海道には、トマム、ヒラフ、キロロなど有名なリゾート地が数多くありますが、既存物件の流動化が一巡し、開発しなければ運営できない状況で、当社もオペレーターニーズを受けてホテル開発を手

有料老人ホーム

保育園

整備前

整備後

掛ける運びとなりました。

北海道も訪日外国人数が前年比35%増、年間200万人突破で過去最高を記録しました。いわゆる「ゴールデンルート」を観光した人たちが次に訪れたい先が北海道であるとの統計が報道されていますが、出身地別で見ると母国に雪のないアジアの方が圧倒的に多くなります。中長期にわたり北海道に訪れてもらいたいものの宿泊施設が足りない現状ではそれも望めません。そこでアジアのオペレーターは新たに開発したいと考えます。当社も開発の相談を受けることがあります。外資が土地を購入して自社で建てる際には、開発業務における契約面やコミュニケーション上のリスクがあるため建設会社は請け負えず、出口リスクを軽減する環境整備が必要だと痛感しています。施設の保有は証券化の器を用いて日本国内のAMが一任を受けることで開発を円滑に進め、アジアのオペレーターは賃借人として施設運営に携わり、中長期にわたって母国の方を呼び込んで頂くスキームが良いのではないと考えます。

加藤 ありがとうございます。Jリーツの発展が背景にあってこそスキームが成立したというお話もありました。

中川先生、札幌と函館は拠点整備という点からもお金をかけて整備していくべきと理解していいでしょうか。

中川 この二市は世界標準からすると過小な都市サイズで、日本全体の都市政策としてもお金をかけて再整備していくところだと思います。

加藤 続いて岐部様より先陣を切って取り組んでいるコンセッションについて伺いたいと思います。

成長戦略としての コンセッション

岐部 政府がリフレを諦めて金利ターゲットに政策転換したのはご承知の通りですが、コンセッ

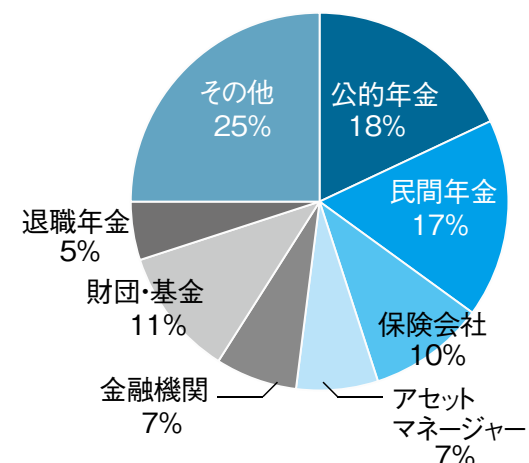
ションはそれまで価値がなかったものにお金をつけるとも言え、インフレを起こし得る重要な成長戦略になると考えています。

日本では2011年PFI法改正によりコンセッションができるようになりました。一方、世界最大の水道会社である仏ヴェオリアが最初にリヨン市で100年のコンセッション契約をしたのは1853年で、その年日本にはペリーが来航しました。日本人が黒船に怯えていた時に仏ではインフラの民営化で、歴史的には大きな差があります。しかし、それぞれの国にコンセッションを使う理由があり、日本においては財政問題の解決と新しい投資市場の創設という目的で、「日本再興戦略2016」のなか2020年までにPPP/PFIの事業規模21兆円と目標が掲げられています。

財務省の資料によれば、日本の地方自治体を含めた建設公債と特例公債の残高が著しく増加しています。国・地方は既に多額の債務を抱え財源確保が喫緊の課題であり、空港だけでなく文教施設、有料道路等のインフラをコンセッションせざるを得ない自治体が今後多く出てくると思います。

では、投資家目線で見たインフラはどうなのか。上場インフラファンドはリターンが高くボラティリティも高い。非上場インフラファンドはリターンが高

図7 世界のインフラ投資家別比率



(参照) Preqin「Infrastructure Spotlight」July 2012
三井住友トラスト基礎研究所 資料

くボラティリティは低いという特性で、欧米を中心に年金や退職金運用の重要な投資先となっています。図7の円グラフを見ても、長期で運用したい年金等が圧倒的に多いことが分かります。先日 IR のためニューヨークに行きましたが、弊社が日本でコンセッションの運営権2つを獲得したことで多くの方がミーティングに参加してくれました。ほとんどが日本株を数千億～1兆円持つような年金基金の運用者です。業績良好な建設業の説明をしたかったのですが、質問の大多数がコンセッションに関するものでした。逆に日本の IR ではコンセッションの関心は、まだそれほど高くありません。

世界の上場インフラファンド市場は90年代後半から整備されており、投資分野は航空宇宙、道路、空港、教育施設など多岐にわたります。日本も再生可能エネルギーで上場ファンドができ、行政主導でコンセッションも推進されつつありますが、コンセッションを入れられる上場ファンドが登場するにはもう少し時間がかかると思います。これまでの欧米や豪州のコンセッション案件には成功も失敗もあります。しかし成功の一番のカギはセカンダリーの投資市場があるか否かで、投資環境の整備は欠かせない重要なポイントです。

我が国の公共資産総額は約750兆円、このうち

コンセッションの対象となる料金徴収を伴うインフラ資産は約185兆円と言われます。2020年までに21兆円の目標はごく一部に過ぎません。

コンセッション事業のポイント

岐部 前田建設工業ではコンセッションや再生可能エネルギーへの取組事業を「脱請負」と称して、中期経営計画（2016～2018年）で二番目の柱にしています。

脱請負では、自ら開発・出資して工事があればEPCをして、運営・維持管理し売却まで行います。段階が上がるほど利益率は高くなるので、インフラを売却できるようにバリューアップすることが重要になります。つまりセカンダリーでインフラを買う人がいなければこのビジネスは成立しません。

日本でコンセッションを活用した民営化の第一号が仙台空港で、今年7月1日から完全移管され滑走路とターミナルの運営が開始しました。最初の一カ月でも胴体着陸や緊急着陸、手荷物に花火が紛れ込むなど不測の事態が起きましたが、経営面では大過なく進んでいます。

道路コンセッションの第一号は愛知県の有料道



岐部 一誠氏

PROFILE

きべ かずなり

前田建設工業株式会社

取締役常務執行役員 経営企画担当 兼 事業戦略本部長

1986年前田建設工業株式会社入社。施工管理、営業を経て1998年より本店総合企画部に同社の経営ビジョンや戦略立案を担当。欧米建設業界や異業種企業のイノベーションを研究し、PFI導入やSCM適用の新ビジネス等を実現する。現在は経営企画に加え、再生可能エネルギーやコンセッションを担当する事業戦略本部長を兼務。社会活動として国土交通大学の非常勤講師、経済学者中谷蔵主催の「不識塾」の師範を務め、次世代リーダーの育成に携わる。

路で、本年10月に運営が開始しました。開始1時間後には鹿がはねられる事故が起きましたが、こちらも今のところ順調に推移しています。

コンセッション事業においては優先交渉権を獲得した後、運営開始までの間に契約締結が行われます。それまで国や地方自治体により実質的にはリスクを分担する契約書がない状態で運営され、想定外への対処は税金を使う前提で動いていたものが、民間化することで意味合いが大きく変わります。コンセッションではリスクと利益の官民の分担を明確にして契約書に落とし込む必要があります。そのため契約書の作成は喧々諤々の議論が交わされ大変な作業となりました。前田建設工業は間もなく創業100年を迎えますが、国内の契約書作成において今回のように発注者と丁丁発止やり取りした経験はなかったのではないのでしょうか。

私は、コンセッションは建設と金融の融合だと考えます。欧州では建設会社と投資銀行がチームを組みコンセッションに参加する場合がありますが、金融技術、契約内容のリスクの考え方などを含め、建設よりも金融の側面が大きいのと思っています。

加藤 ありがとうございます。海外の投資家もリーマン後にインフラ投資商品に投資を本格化さ

せたものと思いますが、日本でも市場整備が進むにつれ投資家の方もついてくるのかと思います。

それでは村山様に日本のインバウンドと観光の現状と今後についてお話しいただきたいと思います。

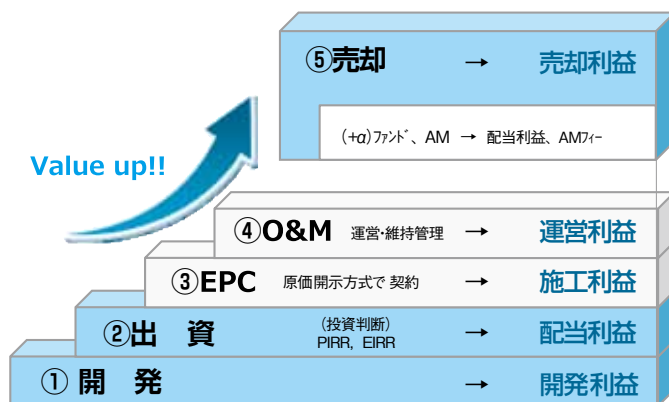
インバウンドの現状

村山 2015年は1,973万人の外国人観光客が訪日、前年比50%増となりました。今年8月末時点では1,606万人、伸び率は鈍化しているものの前年比25%増で推移しており、10月末～11月上旬には2,000万人を超えると予測されています。去年は消費が旺盛な中国人観光客が約2倍に拡大し消費額は3.4兆円となりました。爆買いは終わったと言われますが今年はさらに拡大すると予想されます。

政府は2020年に4,000万人、8兆円消費。2030年には6,000万人、15兆円消費という高い目標を掲げています。世界観光機構の発表によれば、2030年に世界中を旅する観光客は18億人を超え（2010年は9億人）、特に経済成長著しいアジアの海外旅行客数が増えます。物理的に近く、LCCも増えクルーズ船が活況でビザの緩和が進む日本には、2020年以降も外国人観光客が増える可能性は十分にあると思われます。ですから2020年までの目先の議論ではなく中長期的な観点で戦略を立てることが重要だと考えています。

2,000万人の訪日が見込まれるなかでキーワードは三つあります。一つは団体から個人へ。2014年頃中国人は団体6割、個人4割、現在は逆転しており、団体客が多かった中国でさえ個人化の傾向が強まっています。二つ目はニーズの多様化。訪日目的の多様化が進んでいます。例えばマラソンで、東京マラソンの参加者の外国籍比率は15%、50カ国に放送されます。ニセコでスキーをしたい、ゴルフをしたい、個々の具体的な

図8 脱請負のビジネスモデル



- ・ 事業から5段階+αで収益を獲得
- ・ 施工ノウハウの強みを活かす(開発、EPC、O&M)
- ・ 出口として私募ファンドや上場も視野

ニーズがあって日本に足を運ぶようになった。そして三つ目がエリア拡大です。主要な観光地だけでなく地方に足を運ぶようになりました。きっかけの一つはクルーズ船で、福岡・博多、日南、神戸、横浜、東北など地方の港でクルーズ船誘致が活発化しています。同時に地方空港もLCCで直接海外とつながろうと頑張っています。

地方空港の国際線就航は増えていますが課題もあります。定期就航便が通っても一定期間を過ぎると継続できないケースが増え、茨城空港や函館空港で路線が廃止されました。日本から海外に行く人が少ないからです。空港や自治体が外国人観光客獲得のためにPRしますが、インバウンドの側面だけでなくアウトバンドで日本人が海外に行き、海外企業を誘致してビジネスの交流を行ったりすることも必要なのです。また、宿泊施設のキャパシティの問題もあります。北海道の例もありましたが、首都圏や主要な観光地においては宿が取れない状態です。日本各地でホテルを増やす動きはみられますが、それでも足りない時期・エリアもあります。一部の特円で民泊は行われていますが、シェアリングエコノミーは強いニーズがあり対応が必要です。

成長戦略としての観光促進

村山 地方創生に資する有力な切り札として政府が取り組んでいる日本版DMO(Destination Management/Marketing Organization)をご紹介します。DMOは観光地域づくりを持続的・戦略的に推進する機能・組織のことで、政府はさまざまに支援しており日本全国に101件の登録があります。その一つ「瀬戸内DMO」は、日本政策投資銀行や地銀が出資し、“瀬戸内”が国内外の多くの人々に認知され訪れたい場所に選ばれる地域となるよう事業を展開しています。DMOは今後増えますが、収益事業を伸ばすためのイノベーションが求められています。

観光分野をイノベーションの観点でみて具体的に何が起きるのでしょうか。三つあります。一つは決済。中国国内では「^{ぎんれん}銀聯カード」が普及していますが、日本では「WeChat」「アリペイ」という決済手段が使われ、最近では「Apple Pay」「Bitcoin」を導入する動きもあります。多様な決済インフラを日本全国に広げていく必要があります。二つ目は言語です。特に日本人の苦手意識が強い外国語対応については、自動翻訳やAIを活用して海外からの問い合わせに自動的に多言語で対応する



村山 慶輔氏

PROFILE

むらやま けいすけ

株式会社やまところ 代表取締役
インバウンド戦略アドバイザー

兵庫県神戸市生まれ。ウィスコンシン大学マディソン校卒。在学中、異文化交流に強い関心を持ち、20カ国以上を旅行。大学卒業後、インドで半年間のインターンシップを経て、2000～06年、アクセンチュア勤務。退社後インバウンド観光に特化したB to Bサイト「やまところ.jp」を立ち上げて現在、企業・自治体向けに情報発信、教育・研修、コンサルティングなどを提供中。インバウンドビジネスの専門家として、ワールドビジネスサテライト、NHKワールドをはじめ、国内外各種メディアへ出演多数。一般社団法人ジャパンショッピングツーリズム協会理事をはじめ、インバウンド関連諸団体の理事を多数兼任。13年、朝日新聞社AERA「アジアに勝つ日本人100人」に選出。日経ビジネスオンラインでのコラム連載のほか、近著に「インバウンドビジネス入門 講座 第2版 訪日外国人観光攻略ガイド(翔泳社)」がある。

サービスも出てきています。そして三点目にシェアリングエコノミーをあげます。「Airbnb」「Uber」といった遊休資産と外国人観光客をマッチングさせるサービスは今後ますます台頭してくるでしょう。

最後に不動産に絡む幾つかの取組事例をご紹介します。まず篠山市にあるNOTEという団体です。設立3年余りで50棟近くの古民家や旅館をリノベーションして再生し、さらに集落や城下町に溶け込んだ形で観光客に滞在してもらうための工夫を凝らしたところ、国内外の観光客に大変人気が出ています。次にゴルフ場です。日本にはゴルフ場が2,400ありますが、ゴルフ人口は最盛期1,500万人から現在は700万人に激減しています。日本人プレーヤーが減る中で、日本ゴルフツアー協会はアジアだけでなく欧米観光客に日本のゴルフ場でプレーしてもらうためのプロモーションを行い、受入環境の整備をしています。例えば豪州のゴルフ場は海外からの利用を視野に入れて設計されており、50%以上が海外の利用者です。日本のゴルフ場は国内需要しかみていませんでした。宿泊施設では能登を例にあげると、世界最大級の宿泊予約サイトでプロモーションした結果、外国人観光客が急増したことがあったそうです。情報発信においては世界向けのプラットフォームを活用するなど、これまで国内需要で賄えた業界も海外市場に向けた戦略の転換が必要です。

加藤 ありがとうございます。インバウンド需要取り込みのためには、グローバル戦略への意識改革が必要という大変示唆に富むお話でした。

インバウンド、コンセッションがもたらす経済効果

加藤 中川先生、村山様からお話し頂いたインバウンドは成長戦略の最重要施策の一つですが、地方都市のポテンシャルを高めるという観点でどのように捉えていますか。

中川 地方都市が成長するためには都市の外に

需要を求めていくことが必要で、日本全体の人口が減少し国内での需要創出が厳しければ、需要は国外に求めざるを得ません。インバウンドは都市のポテンシャルを上げる点で重要な方向性だと思います。樋口さんからはゴールデンルート後の訪問先は北海道と話がありましたが、しかし北海道のように観光資源に恵まれた地方都市ばかりではありません。また古民家の再生も面白い取り組みですが、もっと厳しい地方都市の場合は、WWOOF(World Wide Opportunities on Organic Farms)という仕組みの活用が考えられます。WWOOFは日本各地の農村で世界中から訪問者を受け入れて有機農業の手伝いをしてもらう、その時に賃金を払わない代わりに宿泊代と食事代が無料です。労働力と宿泊サービスの交換ですね。農業体験に対する需要は高いので、日本の中核都市以外では観光以外にも目を向けると可能性が広がるのかと思います。

加藤 これならば危機的状況にある小さい村落にもチャンスがありますね。コンセッションの事業者として、岐部様はインバウンドをどう捉えているのでしょうか。

岐部 仙台空港を手掛けたときに、「空港ビジネスは為替でしょ」「為替が良いから外国人が来ているけれど、悪くなるとインバウンドは駄目じゃない」と多くの人から言われました。実際に仙台空港はどうなっているか。今年の見込みで外国人利用者数は前年比70%増です。理由はLCCで、週2便だった台湾便が週10便まで増えました。平成27年の訪日外国人数に滞在日数を掛けた数は全国で約6,000万人／泊ですが、東北はその1%にも満たない50万人／泊です。東日本大震災の影響かと言えばそうではありません。東北には温泉やスキー場、史跡や魅力的な街並みがあります。空港も短期間で70%増できたので、為替がどうこう言う前に自治体を含め努力が足りなかったのではないかと。ポテンシャルは相当大きいと思っています。

加藤 千歳空港はこれから民営化される予定ですが、多くの観光客が訪れインバウンド効果が高

まっている北海道の状況はいかがでしょうか。

樋口 北海道は今年9月に、新千歳、函館、釧路、稚内、女満別、帯広、旭川の計7空港を一括して民営化する案を発表しました。北海道の地方空港も地方・海外ともに定期就航便が安定しない悩みがあります。また道内は高速交通ネットワークが未整備なうえに各地域の中核都市間の距離が長いいため、移動に多くの時間がかかります。さらに今夏は台風が上陸したことで陸路が閉ざされた地域もありました。空港の民営化で一つ期待したいのは、定期就航便が増えている新千歳空港を道内のハブ空港にして、他の都市にも輸送ネットワークを拡充してもらうことです。

新千歳空港はLCC増加に伴い早朝・深夜の枠が増えたため、千歳でホテルの開発が進んでいます。札幌以外の伸び代のある都市が増えたのはインバウンド効果の一つだと思います。

加藤 宿泊者数では東京の次に大阪よりも北海道の方が多いいですね。千歳以外の都市も今後注目されることを期待しています。

中川先生、こういうコンセッションは地方都市のためになるのでしょうか。

中川 地方都市の大きな問題は、過大な都市規模と過大な公共施設の維持が地方都市の財政を圧

迫していくことです。インフラの維持管理を効率的に行うことが大きな命題で、複合化して効率的な運営管理を進めるコンセッションは合理的な解決策です。また先ほど話ができた仏ヴェオリアですが、フランスでは金融・建設・オペレーション全ての技能を備えた企業がナポレオン3世の時代にすでにあり、その後世界で活躍できたということです。人口減少が進み日本全体のパイは縮小しますが、日本企業が世界を舞台に活躍するために、企業を「育てる」という観点が必要で、その意味でもコンセッションには期待しています。

おわりに

加藤 ありがとうございます。最後に本日のテーマであるJリートの役割、証券化、資金調達という点で皆様にお話しをうかがいたいと思います。

村山様、インバウンド戦略でアドバイスをされるなかで、実際に直面した資金調達の課題や克服した例があればお話いただけますでしょうか。

村山 私は団体旅行を扱う国内ランドオペレーター60社による団体の理事をしています。彼らは、外国人団体客に対して今後中長期的にビジネスが成り立つかどうかを危惧しています。現状では



加藤 えり子氏

PROFILE

かとう えりこ

株式会社ニッセイ基礎研究所 金融研究部 不動産運用調査室長

早稲田大学理工学部卒。不動産証券化協会、米系不動産運用会社ハイトマンを経て、2006年三井住友トラスト基礎研究所入社。国内不動産私募ファンドの運用業務、ファンド選定・モニタリング等の投資助言業務、関連の調査研究業務等に携わる。2014年にニッセイ基礎研究所入社。現在は内外の不動産投資運用、国内および欧米の主要不動産市場に関する調査分析を担当。

宿が取れない、飲食店が足りない、バスが確保できない。忸怩たる思いから足りないものは自分たちで事業化することを考えており、そこへの資金のニーズはあると思います。例えば日本食のテーマパークや関西なら神戸牛を食べる大型施設など、外国人観光客を呼び込むアイデアは多くあります。ただインバウンドへの過度の依存は危険で、中国は政治問題で数は激減するし為替の問題もあります。修学旅行生もターゲットにするなど分散は必要です。

加藤 資金ニーズを将来も見据えて細やかにとらえる必要があるということですね。

岐部 様、今後リート市場あるいはインフラ市場に寄せる期待があればお聞かせください。

岐部 Jリートが日本で大成功した理由の一つに、税務当局を始め官民が連携して市場創設に向けて努力したことがあると思います。今後インフラ市場ができて発展するためには投資家保護と法律や会計・税を体系的に整備していくことが大変重要です。そしてインフラの運営権を売却する国や地方公共団体は投資家目線を忘れないことです。日本の社会ではここが一番難しいところかもしれませんが、グローバル基準を備えアジアでイニシアティブを取っていけるかは、それができるか否かに懸かっていると思います。

加藤 ありがとうございます。Jリートがつくれる過程でも、新たな仕組みや契約をつくる段階では大変な苦勞が伴いました。インフラ市場も今その段階ですが、Jリート市場のように発展できる市場だと期待しています。

中川 先生、地方都市がコンパクト化するうえで証券化の活用は考えられるのでしょうか。

中川 コンパクト化の過程で公共施設は複合化し再生整備する必要があります。そのための資金を証券化によって調達することは選択肢の一つです。コンパクト化の証券化利用に矛盾はないと思い

ますが、公共インフラを所有する国・地公体の背後には住民がいて、住民は公共施設を誰が所有しているのかを大変気にします。特に証券化によって所有権が転々流通することに対しては恐怖を覚えるといっても過言ではありません。しかし誰が公共施設を所有するのかということと行政サービスが的確に提供されることは全く別の話です。住民の意識改革も必要になるのではないかと思います。

加藤 証券化に対する住民の方々の不安を払拭して、信頼性のあるプレーヤーが携わっていることをもっと伝えていく必要があると思います。

最後に樋口様、地方都市におけるJリートや証券化手法の可能性についてお願いします。

樋口 最初に申し上げた通り、地方都市が転換点を迎えたときに、不動産証券化手法があったからこそ更新が実現しました。開発業者として証券化は必要な出口戦略だと認識しています。

札幌は二回目のオリンピックの可能性も含め次への成長のシナリオを描かなければいけない段階にきていますが、地方創生のカギは、大都市に住む次の若い世代が地方に住むという選択肢を考えたときに、魅力的な暮らしの場を提供できるかどうか、暮らすための産業があるかどうかだと思います。昭和30～40年代に地方から都会に人口が流出しましたが、逆回転を起こせるような流れを不動産を通じてできればと思っています。

加藤 本日はJリート創設から15年が経ってここまでいろいろ役割があり、地方での街づくりにも大きな存在だったこと、人口減少が進む中での各都市の維持・コンパクト化、成長戦略としてのインバウンド需要取り込みには、適切な資金投入が求められると同時に、証券化や民営化の手法が必要とされていることなど、幅広い視点で、横断的に皆様からお話うかがうことができました。

皆様ありがとうございました。

社会的インパクト投資



前原 仁司

東急不動産キャピタル・マネジメント株式会社
代表取締役社長

社会的インパクト投資とはなにか

社会的インパクト投資とは、社会の課題を解決しつつ、経済的リターンも同時に追求する投資のことである。ESG投資の前提が、負の社会的インパクトを避けて、経済的リターンを確保するものとする、一般的には投融資の資金が入りにくい社会領域にリスクマネーを投入して、新たな正の社会的なインパクトを産み出すことを企図した投資のことであり、その対象となる地域は新興国市場と先進国市場とのどちらも対象となる。

概念自体が未熟であり諸説あるが、その規模は2014年全世界で1,090億ドルほどと、いわゆる社会的責任投資（SRI）全体の0.5%でしかないものの、2020年までには5,000億ドルから1兆ドル規模にまで拡大するだろうという試算もある。

世界の潮流と日本の動向

米国ではもともとあったフィランソロピーと資本市場とを繋ぐ役割を、英国では Ethical Finance と呼ば

れる社会的なリターンを内在する経済行為を起源として、他のヨーロッパ諸国でも従前より存在していた。特に、2008年の金融危機以降、様々な社会課題に対応するための、新たな投資のあり方として、世界的に注目されている。

2013年にロンドンで開催されたG8で、グローバルに推進することを目的に、タスクフォースが設立され、同時に世界の100近い投資家・運用機関がFT紙に賛同する公開文書を発表した。

日本でもその動きを受けて「G8インパクト投資タスクフォース日本国内諮問委員会」が設けられ、現在にいたるまで様々な調査・報告・提言がなされてきている。本年9月28日発表の「日本における社会的インパクト投資の現状2016」は現時点でいちばんまとまった文献だと思われる。

これによると、そもそも日本では、少子高齢化社会の加速化による社会保障費の膨張、大きな自然災害の発生、経済の低成長などによる社会問題の広範化に対し、公的セクターの資金不足が顕在化するな

か、非営利組織の法的地位が強化されてきたこともあって、その活動が活発化してきており、必然的にその資金需要も伸長している。投資家サイドからはSRIの一環としてESG投資が注目されている。

社会的リターンと経済的リターン

社会的インパクト投資を行うのに、社会的リターンと経済的リターンとを、どうバランスさせるのか。両者は対立するものではなく、投資により社会にインパクトを与える、という目的を併せ持つため、投資効果の項目や測定方法も多様となる。実際、社会性と経済性は対極にある、というよりも投資家固有のミッションや投資方針によって異なってくる。

ここで問題となるのは、どうやって社会的インパクトを測定するのかであろう。この稿で詳細を述べるのは難しいが、必ずしも数値化することだけが手法ではないことと、その測定、可視化、評価なくしてサステナブルな投資ではない、との認識が共有されている。

現在受託者責任の観点からは、ESGを考慮せずに経済的リターンだけを追求する、という投資はあり得ないと思われる。社会的インパクト投資を受託者責任の範疇で、どう扱うべきか、投資家との議論を進めるべきであろう。

不動産と不動産証券化へのインプリケーション

不動産というドメインでいろいろな社会的インパクト投資の事例を見ると、新興国市場と先進国市場とを問わず、社会的弱者へのAffordable Housing・ケ

ア施設の提供、低炭素化社会の実現への取り組みなどを目的とした社会的インパクト投資ファンドがある。REITの仕組みを活用して、米国のHousing Partnership Equity Trust、英国のH4H REITといった、社会的弱者への住宅を供給するための試みもすでに実現している。

日本では、地方創生の取り組みの一環としての扱いで、証券化手法を活用する動きがあり、更にそれを加速するには、社会的インパクト投資との概念を明確に位置づけ、より広範な投資家にアクセスすることを考えるべきであろう。

また別の視点として、金融危機の最中、結果的に一部の社会的インパクト投資が高収益をもたらす投資になった事例があり、社会的インパクト投資が将来性のあるアセットクラスとみなされた面も否めない。

豊田通商は2014年にアフリカで社会貢献型ベンチャー企業のためのファンドを組成した。必ずしも、本業にとって即効性のあるリターンを求めているのではないであろうが、いわゆるボトム・オブ・ピラミッドにアクセスするための、ひとつの方法であろう。

例えば不動産業界として、開発途上国の住宅問題、環境問題等に対し、最初は社会的インパクト投資の側面から自らの知見と資金とを供給し、引いては本業とのシナジーのなかで、中間層の拡大と共に家庭を築きたいという世代の住居需要に対し、ビジネスとしても成り立つようにする、といったことも考えられると思う。

本稿は、筆者の個人的見解を記載したものであり、筆者の所属する組織とは関係はありません。

●トップインタビュー

三井不動産ロジスティクスパーク投資法人

三井不動産ロジスティクスリートマネジメント株式会社
代表取締役社長

圖子 智衆氏に聞く

三井不動産ロジスティクスパーク投資法人(証券コード: 3471)が、2016年8月2日、東京証券取引所に上場しました。本投資法人は、三井不動産が開発・保有する先進的物流施設に重点投資する方針を掲げ、将来的にはアジアへもポートフォリオの15%以内で投資を検討します。

資産運用会社となる三井不動産ロジスティクスリートマネジメント株式会社 代表取締役社長 圖子 智衆氏にお話を伺いました。
(インタビューは2016年11月に実施)

―上場に至る経緯を教えてください。

スポンサーの三井不動産(以下「三井不」)は2012年度に物流施設事業を立ち上げ、今年3月時点においてその累計投資規模は22棟、約3,000億円に達する見込みです。当初目標を遥かに凌駕して急ピッチで拡大し、三井不は物流施設事業に大きな手応えを感じています。そして、物流施設事業の成長をさらに加速させるため2015～2017年度までの中期経営計画ステージIIにおいて物流リートの設立が盛り込まれました。昨年4月に三井不社内にリート準備室が設置され、私が室長を拝命。8月に資産運用会社を立ち上げ今年3月に本投資法人を設立し、8月に上場に至りました。

事前に投資家を回りプレヒアリングしたところ良い感触が得られていたため、できるだけ早く上場したいと考えていました。また、英国のEU離脱観測などを契機にリートそのものがディフェンシブな銘柄として見直され、中でも物流施設は住宅と並び安定的で底堅い商品として再評価されたことも、このタイミングで上場を決めた理由の1つです。

―ポートフォリオの構築方針および特徴について詳しく教えてください。

当リートは三井不が開発する物流施設に重点投資を行うのが基本方針です。投資対象エリアは1都3県及び茨城県的首都エリア及び大阪府・京都府・兵庫県・奈良県・滋賀県の関西エリアで70%以上、その他エリアで30%以下としています。延床面積1万㎡以上、柱間隔10m以上、有効天井高5.5m以上などの基準をクリアした先進的物流施設に主として投資します。物流施設のほか、投資比率20%以下の割合でデータセンターや研究施設などのインダストリアル不動産、同15%以下の割合でアジアを中心とした海外不動産にも規約上は投資可能としています。上場時のポートフォリオは9物件・取得価格総額755億円、平均NOI利回り5.0%、平均稼働率100%となっています。

また、取得物件の選定にあたってはロケーション、クオリティ、バランスの3つの要素にこだわりました。ロケーションは主要な高速道路や幹線道路の交通結節点へのアクセスを重要視し、上場時に取得した物流施設はすべて高速インターチェンジまでのアクセス



三井不動産ロジスティクスリートマネジメント株式会社
代表取締役社長 圖子 智衆氏

距離が5km未満に立地しています。最寄り駅へのアクセスも、徒歩またはバスで20分以内が89.3%を占め、従業員の通勤利便性も意識。同時に首都エリア比率93.9%の内、湾岸44.4%、外環道13.2%、国道16号8.6%、圏央道27.7%、また関西エリア6.1%とエリア分散も考慮しています。クオリティは三井不が開発した先進的物流施設「MFLP」に重点投資することで確保し、上場時のポートフォリオ平均築年数は平均2.5年とJリートトップクラスの浅い水準です。また従業員のアメニティを充実させるソフトサービスにも注力しています。カフェテリア、売店等設置のみならず、最近竣工した三井不動産物流施設では、レンタサイクル、カーシェアリング、宅配ボックスまた一部保育施設を備えたMFLPもある等、細部にわたり差別化を図っています。バランスへのこだわりでは、MFLPがランプウェイ型、スロープ型、ボックス型と3タイプに分かれることにより、様々の先進的物流ニーズに対応することができることが特徴です。加えて三井不が開発したデータセンター（Mitsui Fudosan Industrial Park:MFIP）を一部組み入れることで、一部アクセントを付けて、ポートフォリオの質の向上、分散、拡大に資すると考えています。このようにローケー

ション、クオリティ、バランスの3点にこだわりながら、質の高いポートフォリオ構築を目指していきます。

—他の物流系リートとの差別化戦略はいかがですか。

当リートはスポンサーの三井不の物流施設事業とともに持続的な成長を果たしていくことを目指しています。物流施設の開発や、テナントのリースアップ等は三井不が行い、安定稼働した後に、当リートに売却し、その物件を投資法人が保有・運営することで、当リートの投資主価値の最大化を目指すことになります。我々はこれを「三井不動産との戦略的パートナーシップ」と呼んでいます。投資法人名に「三井不動産」の名前を冠しているほか、三井不との優先情報提供契約の締結や三井不からの12.9%のセიმポート出資受け入れ等、三井不との強いパートナーシップやスポンサーサポート体制を背景としたリートであることがご理解いただけると思います。日本有数の総合デベロッパーである三井不の物流施設事業におけるプラットフォームを最大限活用した成長戦略を取れることこそが、当リートと他の物流系リートとの最大の差別化要素であり、特徴であると考えています。

加えて、財務運営においては上場後1、2期末のLTV水準がそれぞれ26.9%、22.8%程度と他の物流施設系リートに比べ低位安定しており、これも当リートの特徴と言えます。LTV水準については資産規模拡大に応じて、中長期的に40～50%程度を巡航水準として想定していますので、借入余力と同時に配当成長余力を持ったリートであることが特徴です。その他、Jリート初のFFOに基づく継続的な利益超過分配の実施による安定的な配当金確保及び効率的なキャッシュマネジメントの両立なども、当リートの大きな特徴と言えると思います。

—FFOに基づく利益超過配当金は確かに他のJリートに例がなく特徴的ですが、意図するところを教えてください。

他の物流系リートは減価償却費に一定の掛け目を乗じ、これを利益配当に加えて投資主に分配するのが一般的ですが、当リートではFFOをベースとし、Jリートの平均FFOペイアウトレシオを参考に、FFOの70%を目途に利益超過を含めた配当を行います。FFOは当期純利益と減価償却費を分母にしているため各々の変動に左右されにくく配当金が安定しやすいメリットがあり、キャッシュフロー重視を明確にしています。配当金の安定は、内部留保の安定にもつながり、さらなる成長に向けてキャッシュマネジメントが容易になります。この方式については海外投資家を中心にポジティブな反応が得られており、これも当リートの特徴の1つとして訴求していきたいと思っています。

—今後の成長戦略について教えてください。

外部成長戦略については、さらなる物件の取得に向けて、三井不から優先的に情報提供を受け優先的に交渉できる優先情報提供契約を活用して投資法人の資産規模拡大を図ります。すでに8物件、延床面積75万㎡の優先情報提供契約を締結済みで、延床ベースでは上場時の2倍強、資産規模にして約1,600億円（上場時の単価／延床面積で試算）の物件が優先交渉の対象になっています。中期目標として2020年度までに資産規模2,000億円の達成を掲げていますが、優先情報提供対象物件だけでも十分に到達できる見通しです。三井不グループの幅広いネットワークを活かし、外部からの取得も視野に入れています。ただし、マイナス金利かつ物流プレイヤーも増え、特に稼働物件に関しては競争が熾烈となることが予想されるため、いたずらに成長を追うのではなく、スポンサーパイプラインをベースとしながら、質を伴った成長を実現していきたいと考えています。

また、内部成長戦略については三井不グループの顧客ネットワークはリーシング上、大きな強みになると考えています。ビル3,000社、商業2,300社の幅広いネットワークを最大限有効活用していくことで、荷主に直接働き掛けていく営業が可能です。例えば「MFLP 堺」では商業テナントとして付き合いのあったビックカメラが物流の再編を検討する際にソリューション提供し入居いただきました。三井不グループの物流投資規模が3,000億円に達しようとする今、グループとして有力な3PL業者との強固なリレーションシップも構築できています。

このように、スポンサーである三井不の物流施設事業の成長・拡大とともに資産規模を拡大することが、当リートの成長戦略の基本だと考えています。

REESA代表者会議を開催

REESA (Real Estate Equity Securitization Alliance) は、REIT等の不動産エクイティ証券の業界をバックボーンとする世界各地の7つの団体により構成される連合体で、この7団体で世界の主要なREIT市場はほぼカバーされています。

REESAでは、各地域におけるREITの普及、投資環境の整備、政策課題等に協調して取り組んでいくために、年2回のペースで各団体の代表者が一堂に会し、意見交換や情報共有を行っています。今回は、不動産証券化協会がホストとなり、去る10月21日に京都で定例会議を開催しました。

日 時	2016年10月21日(金) 9:00～16:30		
会 場	京都ホテルオークラ 会議室		
参加団体	APREA (アジア太平洋不動産協会)	BPF (英国不動産連盟)	
	EPRA (欧州上場不動産協会)	NAREIT (全米リート協会)	
	PCA (豪州不動産協会)	REALpac (カナダ不動産協会)	
	ARES (不動産証券化協会)	計7団体より、12名が参加	

● 会議における主な議題

- ・ 国際会計基準の動向について
- ・ サステナビリティへの取組みについて
- ・ GICS (世界産業分類基準) のセクター分類変更について
- ・ REITに関するグローバルなプロモーションについて (REITの定義等)



地方都市オフィスマーケット

～供給不足で需要潜在化 空室率は東京と逆転も～



鈴木 孝一

CBRE リサーチ
シニアディレクター
(ARES マスター M0701285)



貝畑 奈央子

CBRE リサーチ
アソシエイトディレクター
(ARES マスター M0801605)

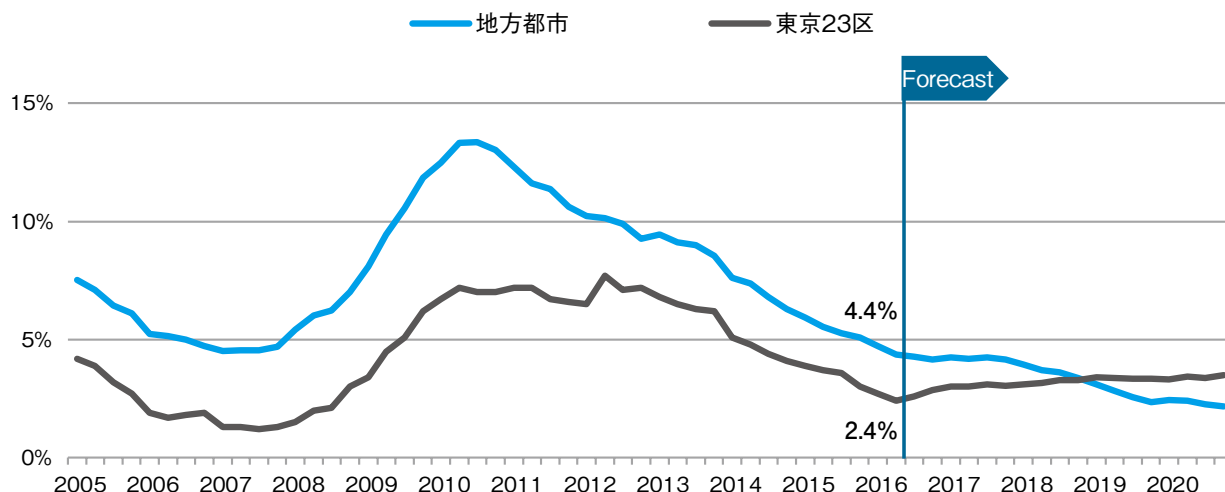
はじめに

オフィス市場は全国的に需給がタイトな状況が続いている。特に、CBREが調査対象としている都市のうち、地方主要8都市(大阪・名古屋・札幌・仙台・横浜・金沢・広島・福岡。以下、「地方都市」とする)についてその傾向が顕著だ。地方都市の空室

率のほとんどが過去最低値に近づいているか、札幌、福岡のように最低値を更新中である。これらの都市では、新規開設や拡張ニーズに対応できるだけの受け皿となる空室が不足しており、オフィス需要が潜在化する事例もみられ始めている。今後東京では、オリンピックが開催される2020年までに2015年末時点のオフィスストックの16%に相当する新規

供給が予定されている。一方、地方都市全体の新規供給は2015年末時点のストックの5%にとどまる。地方都市における「空室不足」が早晚解消されるとは考えにくい。今後は、地方都市全体で見た場合の空室率が、東京のそれを下回る可能性が高い(Figure 1)。

Figure 1 : オールグレード空室率



出所：CBRE、2016年10月

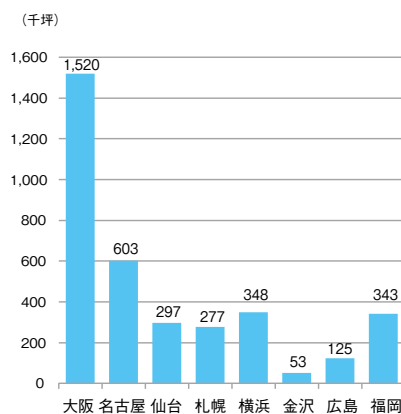
1. 地方都市の オフィス市場規模

CBRE では、原則として新耐震基準に準拠した延床面積1,000坪以上のオフィスビルを調査対象としている。各地方都市の市場規模(=貸室総面積)の上位ランキングは、1位が大阪の150万坪、2位が名古屋の60万坪。次いで、横浜、福岡、仙台、札幌の順となっているが、4都市とも30万坪前後で拮抗している(Figure 2)。8都市の合計は356万坪で、日本全体の約3割を占めている。

オフィス市場規模の上位ランキングは、各都市の実質 GDP(注)による経済規模のランキングとほぼ連動する。経済規模の1位は大阪の19兆円。2位は名古屋、3位は横浜で共に13兆円。次いで、福岡、札幌、仙台、広島が5兆円前後で拮抗している(Figure 3)。また、8都市合計の経済規模は72兆円で、東京23区の91兆円を加えた9都市全体の約4割を占めている。つまり、東京との比較で見ると、地方都市はその経済規模に比べてオフィス市場規模は相対的に小さいと言える。

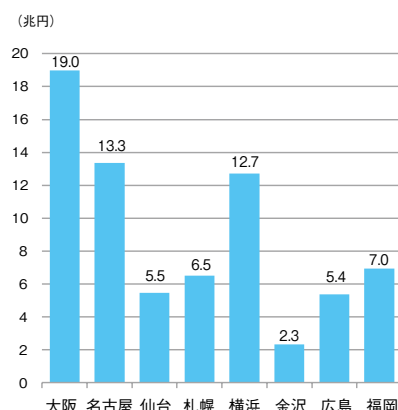
(注)各政令指定都市「平成24年 市民経済計算」のうち市内総生産(支出側、実質:固定基準方式)。東京都は「都民経済計算」、金沢市は「石川県県民経済計算」からCBREが推計

Figure 2: オフィス市場規模



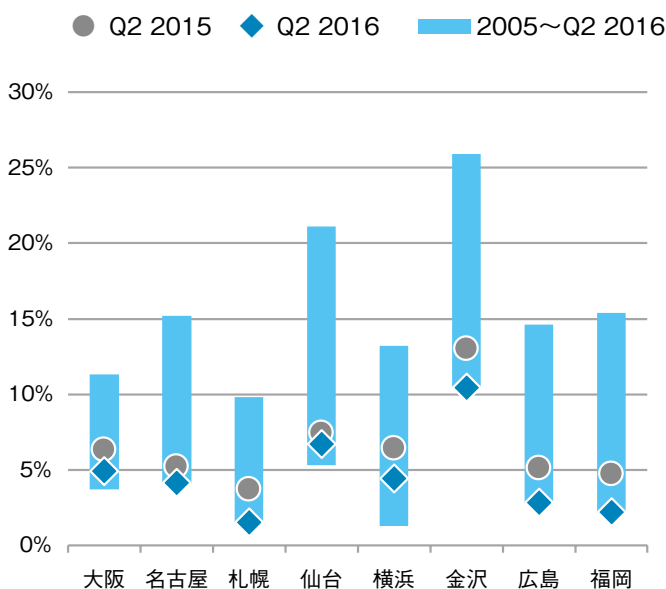
出所: CBRE、2016年10月

Figure 3: 経済規模



出所: CBRE、2016年10月

Figure 4: オールグレード空室率



出所: CBRE、2016年10月

2. 地方都市の オフィス市況

Figure 4は各都市の2005年から2016年Q2の約11年間のオフィス空室率の最高・最低値をボックス、2016年Q2とその1年前の2015年Q2時点の空室率をひし形と円でそれぞれ明示したものである。いずれの都市もリーマンショック後の2009年から2010年の間にピークを打ち、

その後低下が続いている。ピーク時の空室率は、札幌を除く全ての都市で10%を超えており、金沢と仙台では20%を超えた。直近(2016年Q2時点)では、札幌、福岡、広島が過去最低値を更新しており、その他の都市も過去11年間の最低値に近づいている。

2015年のオフィスビルへの移転ニーズのうち、全ての都市で新規開設・拡張が全体の5割を超えている

(Figure 5)。2016年上期には、名古屋、札幌、横浜、広島、福岡の5都市でこの割合は前年を上回り、企業のオフィス需要が依然として旺盛であることを示している。しかし、地方都市では受け皿となるオフィスの空室が不足しており、これらのニーズを満たすことが困難になりつつある。

3. 地方都市の空室率低下の背景

2013年以降、企業業績の回復を背景に、東京に続いて地方都市でもオフィス需要が拡大し、支店・事務所の拡張移転や館内増床によって空室率は低下した。東日本大震災以降、企業のBCP対策に対する意識が高まり、新耐震基準ビルや設備水準の高い築浅ビルに移転する傾向が増えたことも、東京と同様、空室率低下の一因である。しかし、特に地方都市において空室率が過去最低値に近づいている（あるいは過去

最低値を更新している）理由として、
①郊外から中心地への移転、そして
②新規供給が限定的であること、も挙げられる。

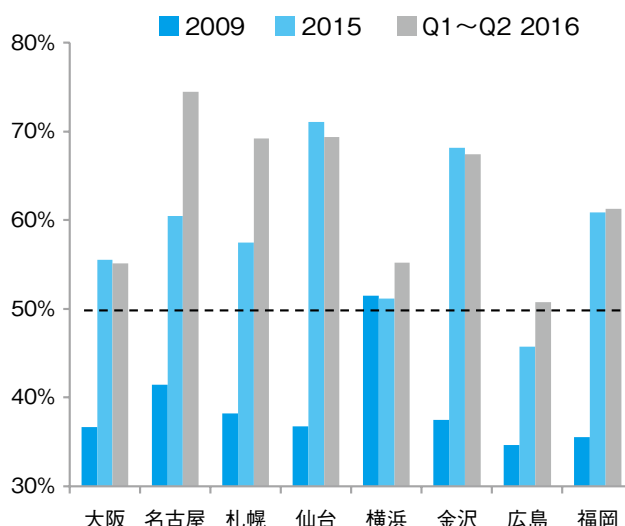
① 郊外から中心地への移転

ここ数年、地方都市では、郊外から中心地への移転が著しい。人手不足が深刻化する中、市内はもちろん、市外からも通勤し易い駅周辺のビルは採用面で有利、ということが理由として挙げられる。加えて、若

者の車離れが地方都市においても広がっており、地方都市でも電車が重要な交通手段になりつつあることも背景にある。

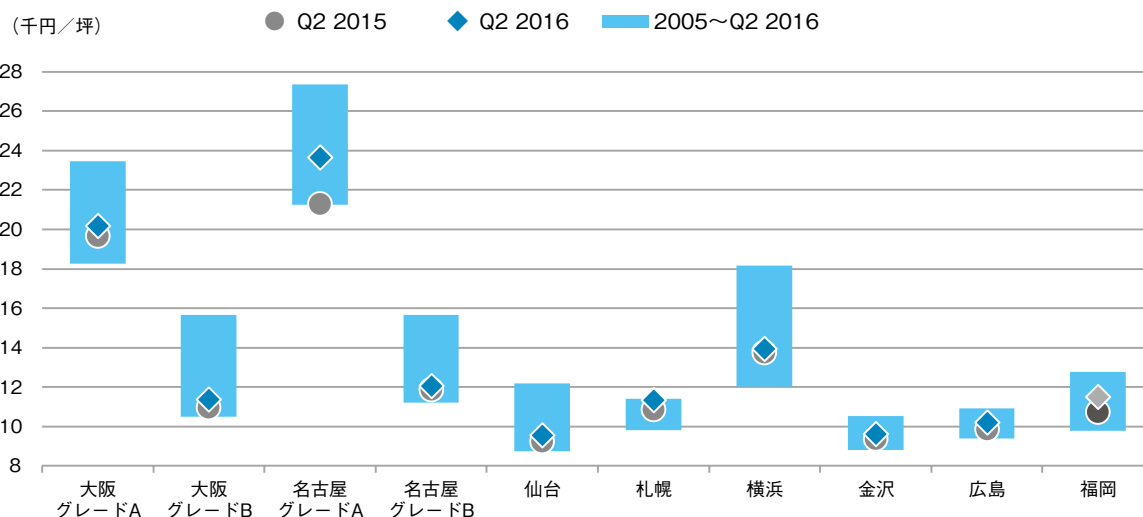
また、市況が回復してきたとはいえ、これまでの賃料の上昇幅が限定的であったことも、中心地への移転が活発な要因の一つだ。直近の2016年Q2時点の賃料が、ボトムから15%以上上昇しているのは、札幌と横浜、福岡のみである(Figure 6)。

Figure 5：オフィスビルへの移転ニーズ（新規開設・拡張の割合）



出所：CBRE、2016年10月

Figure 6：想定成約賃料



出所：CBRE、2016年10月

大阪および名古屋のグレード B ビルの賃料に至っては、依然として最低値付近にある。長期契約の満了が近い郊外物件の賃料が、中心地のオフィス賃料と大きく変わらないという事例も多い。このように、中心地の賃料が相対的に割安であることが、郊外から中心地への移転を後押ししている。

更に、物流における 3PL (サード・パーティ・ロジスティクス) の普及も背景とみられる。物流業務を一括して外部へ委託することで、倉庫と事務所を兼ねていた郊外の自社施設が不要となり、事務所のみを中心地へ移転するという事例も少なくない。

② 新規供給が限定的

地方都市のオフィス市場の需給が東京よりもタイトである一番の理由は、なんといっても新規供給が限定的であることだ (Figure 7)。2011 年から 2015 年にかけて、東京ではストックの 17% に相当する 90.5 万坪が

供給されたのに対し、地方都市での新規供給は 33.0 万坪で、ストックの 9.5% にとどまった。

今後、2016 年から 2020 年にかけての新規供給のボリュームは都市毎に異なる (Figure 8)。大阪や名古屋、横浜、福岡では一定量の大型ビルの新規供給予定はあるものの、札幌、仙台、広島ではほとんどみられない。地方都市全体では、新規供給は年平均で 3.7 万坪、2015 年末時点の地方オフィスストックの 5% にとどまる。2015 年末時点のオフィスストックの 16% に相当する新規供給が

予定されている東京に比べると、新規供給の割合は半分以下である。

4. 地方都市の今後の展望

オフィス需要が大きく減退しない限り、地方都市では受け皿が極端に少ない状態が今後も続くと考えられる。札幌では既存ビルで 100 坪以上の空室がほとんどなく、まとまったオフィススペースを確保したいテナントは 2017 年竣工のオフィスビルへの移転を早々に決めている状況だ。また、他の都市も含め、複数の入居テ

Figure 7 : 東京と地方都市の新規供給 (年平均)

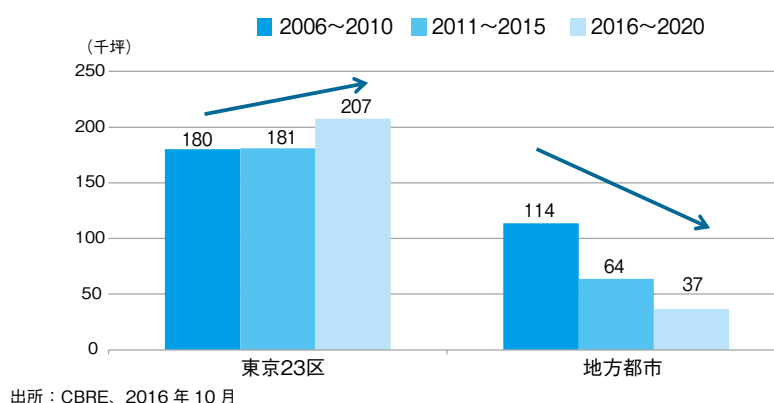
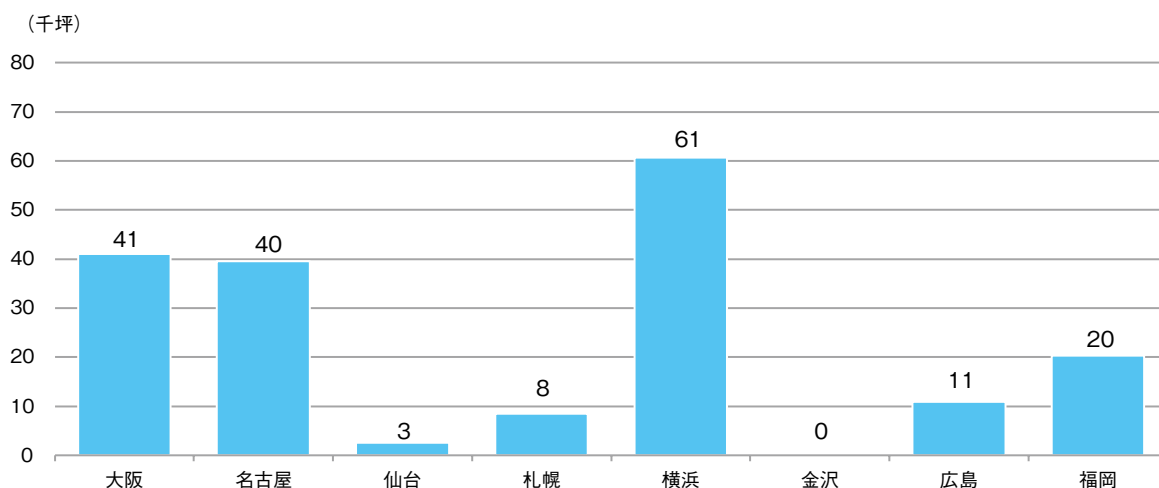


Figure 8 : 地方都市の新規供給 (2016 ~ 2020 年の累計)



ナントが館内増床を希望し、順番待ちとなっているビルも少なくない。現在予定されている新規供給は、これら既存の需要の受け皿となっただけで消化されるとみられるため、需給バランスの悪化につながるとは考えにくい。

仮に長期にわたって新規供給が行われない場合、オフィスのストック更新が進まないことで、街全体が古びた印象となってしまうリスクも考えられる。コールセンターなど全国的にオフィス立地を検討している企業が求める規模やスペックの選定基準を満たすビルがないことで、地方都

市への新たな企業進出を逃してしまうこともあり得る。このため、新規供給を更に促進していくことが、地方都市経済全般の活性化という観点からも有効であるとCBREは考える。

CBREでは2016年から2020年のオフィスの新規需要について、東京では年平均19.2万坪、地方都市では5.5万坪と予想している。これは、過去5年間の新規需要に比べて東京がマイナス15%、地方都市がマイナス55%、それぞれ減少する予想である。これは、実質GDP成長率が2010年から過去6年平均の1.3%に

対して、今後は年1%を下回るとの予想に基づいている(日本経済研究センター)。この結果として、東京オーググレードの空室率は現状の2.4%から2019年中には3.5%に上昇するものの、地方都市では今後の新規供給が限定的であるため、空室率はさらに低下もしくは現状の低水準が続くと予測している。結果として、東京と地方都市の空室率は2019年にも逆転する見通しである。また賃料については、空室率の低下とともに、引き続き緩やかに上昇していくと予想する。

すずき こういち

信託銀行を経て、1997年生駒データサービスシステム(現シービーアールイー)入社。名古屋支店、東京本社でコンサルタントとして勤務後、2012年からリサーチ部門に異動。コンサル部門ではオフィスのみならず、店舗やホテルなどの商業不動産に関する調査・コンサルティングを手掛ける。現在は、オフィスセクターに関する定期発行物 Japan Office Market View の執筆や各種レポート、オフィスやインダストリアルのアウトルックに関する業務に携わっている。ARES 不動産証券化マスター。

かい はた なおこ

地銀シンクタンクを経て2002年、生駒データサービスシステム(現シービーアールイー)入社。外資系クライアント向けにオフィスを中心とした事業用不動産に関するコンサルティング業務に従事。2009年より、アウトバウンドコンサルティング業務を立ち上げ、中国・東南アジアを担当。大手デベロッパー、商社、ゼネコンなどの各セクターに係る海外事業に対してアドバイザリーを提供。2014年7月にコンサルティングからリサーチに異動し、より幅広いクライアントに対して国内外のマーケットインサイトを発信。ARES 不動産証券化マスター。

第2回

私が見たインバウンド



藤代 純人

株式会社三友システムアプライザル
鑑定統括部 部長
不動産鑑定士



神山 大典

株式会社三友システムアプライザル
鑑定統括部長 兼 鑑定第一部長
不動産鑑定士

お陰様で、当コラムも2回目を迎えることができました。今回は、国内経済に多大な影響を及ぼしている訪日外国人観光客の動向にスポットを当て、インバウンド市場の現状や今後の課題等について当社と業務提携関係にある全国の不動産鑑定士にアンケート調査を行いました。

政府の公表データによれば、訪日外国人観光客数は順調に増加を続けています。特に、昨年（2015年）は前年比47%増の1,970万人と大台である2,000万人に迫る勢いでした。これを受けて政府は今年3月、訪日外国人観光客数の政策目標を2020年に4,000万人、2030年は6,000万人へと大幅に上方修正しています。また、昨年の結果を分析すると、約7割が初訪日であった中国人観光客の訪問先がゴールデンルート（東京→富士山→京都→大阪）に集中しているのに対

し、韓国や台湾・香港等からの観光客にはリピーターが多いのが特徴で、訪問先も北海道や九州・沖縄地方等に分散しています。このように、リピーターの増加は地方への関心を高め、地方経済を活性化することが期待されています。

ところで、「爆買い」という言葉を耳にするようになってからどれくらいが経つでしょうか？ テレビのニュースではその様子が大々的に報道され、街中を歩けば中国語が飛び交い、家電量販店やシティホテルでは係員が当たり前のように中国語を話しています。しかし、今年は春先からこうした状況に変化が見え始めています。原因は、中国政府が輸入品に課す関税率を引き上げたことにあります。特に、腕時計等の高額品は税率が倍に跳ね上がり、銀座の百貨店からは中国本土の仕入業者が姿を消したとも言われます。4年後には東京オリンピックを控え、外国人

観光客が増え続ける中、インバウンド消費は今後どのような方向に向かうのでしょうか？ 以下では、全国から寄せられた不動産鑑定士の意見を紹介します。

(1) ごもっとも

まず、「爆買い」の鎮静化を指摘する声が多数寄せられました。高額品以外では、家電製品等に大きな影響が出ている模様です。例えば、中国人観光客の多い北海道では、札幌を中心に家電量販店の新規出店が相次いでいましたが、最近はその店舗も以前ほどの盛況感がありません（北海道）。また、広島の家電量販店でも半年程前までは小型家電等の「爆買い」対象商品を陳列していましたが、こうした商品は既に撤去され、現在は売り場も改装されています（広島県）。今後は消費単価の減少を消費者数の増加でどこまでカバーできるかが焦点とな

りますが、仮に物販業者の出店意欲が減退すれば店舗賃料の上昇にもブレーキがかかり、高度商業地の地価に影響を及ぼす可能性があります。

一方、「爆買いは終わった」との報道にもかかわらず、大阪の心斎橋では買い物目的の外国人を乗せた観光バスが後を絶ちません（大阪府）。また、福岡の博多駅前や天神地区でも相変わらず「爆買い」が続いています（福岡県）。これは、大阪や福岡では高額品よりも化粧品や消耗品等の日用品が「爆買い」の対象となっているため、総額的な点で関税引上げの影響が小さかったことが要因だと思われます。中国本土よりも韓国や台湾・香港等からの観光客が多い沖縄も同様で、免税店が建ち並ぶ国際通りは今も大勢の外国人観光客で賑わっています（沖縄県）。しかし、比較的好調な日用品も円高の影響で販売量自体は減少に転じており、全体としてモノに依存したインバウンドはピークを過ぎた感があります。

他方、大都市圏や有名観光地では相変わらずホテル不足の状態が続いています。最近はその周辺の地域でもホテルの稼働率が高まっているように、宿泊施設関連の不動産需要は今後も堅調に推移することになりそうです。しかし、今は活況に沸くホテルが、かつてのバブル経済崩壊後の観光地の旅館のように寂れてしまう可能性がないわけではありません。そう考えると、インバウンド景気の潮目の変化は、「爆買い」の動向よりも、こうしたホテルやホテル用地の取引価格に現れてくるのかもしれません。

(2) あるある

次いで多かったのは、モノよりもサービスを重視した意見です。インバウンド効果は大都市圏に集中し、地方圏には波及していないのが現状です。しかし、今後は地方の特産品や、地方でしか味わえない祭事・伝統芸能・工芸等の「体験」を売り込み、地方にも外国人観光客を呼び込むことが重要になってきます（福岡県）。北海道でも、最近には北

海道ブランドを活かした農作物の収穫、ウインタースポーツ、乗馬等のいわゆる体験型観光に注目が集まっています（北海道）。なお、地方の場合は各地に分散している観光スポットを何らかの形で関連づけ、新たな観光ルートを提案しなければなりません。こうした動きは地域の自治体が単独で取り組むのではなく、周辺の自治体が連携して広域的に行うことが重要です（宮城県）。また、新たな観光情報をインターネット等を使って相手国に向けて発信していく努力も欠かせません（埼玉県）。ただし、地方の隠れた観光名所にまで外国人観光客が訪れるようになると、日本人観光客は国内旅行から遠のいてしまうかもしれないといったジレンマも寄せられました（京都府）。

観光ルートの提案に当たって、インフラ整備は欠かせません。例えば、観光資源には恵まれていても、交通手段に乏しい東北・蔵王地方の現状は穴の開いた缶のようなものです（山形県）。高知県等も同様で、交通手段がネックで外国人観光客を見かけることはほとんどありません（高知県他）。一方、徳島県の県西部の地域は「秘境」を売りにしていますが、この地域にアジア系の観光客が多いのは国際線を有する高松空港へのアクセスが良いからです（徳島県）。つまり、「秘境」とはいえ、実は交通手段には恵まれているというわけです。また、岩手県では花巻空港と台湾との間でチャー

インバウンド景気の
潮目の変化は、「爆
買い」よりも、ホテル
やホテル用地の取引
価格に現れてくる



ター便が運航され、桜の時期には台湾からの観光客が大勢訪れています（岩手県）。確かに、アジア系の観光客の割合が全体の8割を超えているのは交通上のメリットが大きいのかもしれません。そうすると、今後も地方空港の民営化やLCCの誘致等を推進する必要があるそうです（兵庫県）。

交通網の次は、宿泊施設です。最近、ホテル不足から民泊に注目が集まっています。しかし、今回の調査ではその弊害を指摘する声も寄せられました。例えば、ホテル不足が深刻な京都市内では、外国人観光客が泊まる場所を探して夜中に民家を尋ねて回っているそうです（三重県）。また、大阪では中国人観光客がマンションに民泊した際、建物内の共用部分でバーベキューを行って住民とトラブルになっています（大阪府）。他にも、騒音やゴミの後始末等に関するトラブル事例が多数報告されています。特に、マンションの場合は一室でのトラブルが原因で建物全体の資産価値が下がってしまう可能性があります（愛

知県）。また、違法な民泊は住環境を悪化させるだけではなく、ホテル市場にも悪影響を及ぼすことになります（大阪府）。このように、民泊に関しては規制緩和と同時に、質を確保するためのガイドライン等の作成や事業者の支援育成等が急がれています。

なお、外国人観光客との間で発生する摩擦やトラブルは民泊に限った話ではありません。例えば、北海道の温泉旅館では、日本人観光客が外国人観光客で溢れる旅館を避けて他の宿泊施設を選ぶ傾向が見受けられます（北海道）。また、鎌倉や横浜・みなとみらいでは外国人観光客が路上や観光施設内の床に座って飲食をしたり（神奈川県）、京都では外国人観光客が子供をレンタルサイクルのハンドル部分に座らせた状態で二人乗りをするなどの交通マナー違反が多くて危険であるとの苦言も寄せられました（京都府）。沖縄では、ホテル内における日本人観光客とのトラブルだけでなく、観光先における地元住民とのトラブルも増えており、このままでは

傷害事件に発展しかねないことを懸念する声もありました（沖縄県）。もっとも、問題の種は外国人観光客ばかりではありません。観光地の周辺では、観光バスの違法駐停車が常態化して渋滞の原因となっていたり（埼玉県）、地方のバス会社が空のバスで東京に乗り入れ、浅草等で中国人団体客を相手に自転車利用を売り込み、強引な運転で周辺を移動しているといった日本人側（日本企業側?）の問題行動も指摘されています（東京都）。

(3) なるほど

個性的な意見もありました。例えば、プロ野球の西武ライオンズには昔から台湾出身の選手が多いのですが、西武ドームでは台湾からの観光客のために試合観戦ツアーが組まれています（埼玉県）。買い物に関しては、客船利用者は飛行機利用者に比べればはるかに多くの土産品を購入するので、首都圏でも海運の利用を推奨すれば「爆買い」的な消費はまだ伸びる余地があります（千葉県）。施設に関しては、日本アニメだけの巨大なテーマパーク等、世界中から注目が集まるようなレジャー施設の誕生が期待されています（愛知県）。投資に関しては、インバウンドの本格化に伴って海外資本が国内不動産を直接購入するようになると、景気の後退局面においてはリーマンショック時以上に地価を乱高下させるおそれがあります（京都府）。言語に関しては、日本

民泊トラブルの解決には、規制緩和と、ガイドラインの作成や事業者の支援育成が急務



人の英会話能力のレベルの低さは尋常ではなく、今後は国を挙げて会話力の向上を目指す必要があります（京都府）。訪日目的としては、一定の目的を持った長期滞在が可能となる人たちを呼び込む施策、具体的には医療ツーリズムや農業移住等が考えられます（大阪府）。特に農業に関しては、日本は将来的にアジアの食糧庫となる可能性があり、若年層の農業離れをカバーする意味でも移住を促進する価値はあるように思われます。

不動産関連の意見も寄せられました。中国の不動産会社と提携して国内の不動産情報を定期的に配信すれば、「元」への不信感から資産の配置換えを目論む中国人投資家の需要を長期的に吸収することができそうです（兵庫県）。これに対する反対意見として、外国人が何

の制限もなく自由に不動産を購入できる日本では、一定の制限を設けないと国土そのものが外国人の所有となり、国家の土台を揺るがす事態となりかねないことへの懸念も寄せられました（大阪府）。また、中国人が主体のインバウンドは今の日本経済にとってはいわば劇薬のようなものであり、薬が効いている間は痛みを忘れることができたとしても、いずれ薬なしではいられなくなる可能性があるといった厳しい指摘もありました（千葉県）。

(4) まとめ

以上、インバウンドに関して全国の不動産鑑定士から様々な意見が寄せられました。「爆買い」の鎮静化は必ずしもインバウンド景気の後退を意味するのではなく、リピーターの増加に伴って消費の対象が

モノからサービスへシフトしている側面もあります。今後は、免税店よりも観光ルートの提案や低廉な宿泊施設の整備が重要になってきます。大きなポイントのひとつである民泊に関しては法整備等が遅れており、このままでは住環境や治安を悪化させるおそれがあります。しかし、外国人には生活様式や慣習の違いもあります。外国人にしてみれば、母国でのいつもの立ち振る舞いを日本に来てそのまま行っているだけのケースがほとんどでしょう。観光立国になるということは、そのようなことも踏まえた上で現実的に処する、ある程度の覚悟が必要なのかもしれません。

4年後の東京オリンピックに向けて、訪日外国人観光客数は今後もかなりのペースで増加することが予想されています。これを機に、現在は東アジアに偏っている国別観光客数を世界中に分散させるチャンスでもあります。政府が今年5月に決定した「観光ビジョンの実現に向けたアクション・プログラム2016」には、政府の短期的な行動計画として多くの具体的な施策が盛り込まれています。観光立国の誕生に向けて、今後はより一層、官民一体となった取組みが期待されています。

日本はアジアの食糧庫となる可能性があり、農業移住を促進する価値はある



<会社紹介>

株式会社三友システムアプレイザルは、不動産の鑑定評価・調査・データサービスを提供する不動産鑑定業界のリーディング・カンパニーです。豊富な評価実績と国内全域をカバーする組織力をベースに地価インデックスや地価予測指数等の独自のマーケットレポートを定期的に配信しています。

<http://www.sanyu-appraisal.co.jp>

2016 年 GRESB リアルエステイト評価 ～不動産投資家が求める ESG情報の開示ツールとして～



堀江 隆一

CSR デザイン環境投資顧問株式会社
代表取締役社長



高木 智子

CSR デザイン環境投資顧問株式会社
シニア・コンサルタント

1. 加速する「脱炭素化」 とESG投資

世界では「脱炭素化」に向けた政治および投資・金融の動きが加速している。産業革命前からの気温上昇を2℃より十分に低く、できれば1.5℃以内に抑えることを世界共通の目標とする「パリ協定」が、本年11月4日に発効した。9月のG20に向けた米国と中国の批准によって発効の流れが固まり、昨年12月の協定採択からわずか11ヶ月での発効となった。以前の「京都議定書」の際には、採択から発効まで7年以上もかかっていることと比較する

と、国際社会の気候変動問題に対する捉え方の大きな違いには隔世の感がある。各国は、気候変動問題のリスクと機会に正面から向き合い、本気で「グリーン経済への大転換」(market transformation)を図ろうとしているのである。また、パリ協定の早期発効には、投資家も大きな役割を果たしたことをご存知だろうか。今年8月下旬、米国のカリフォルニア州職員退職年金基金(CalPERS)などを含む世界で130に上る投資家(資産残高合計:13兆米ドル(約1,300兆円、1米ドル=100円で換算))は、金融当局による企業の気候変動リスクの開示の義務化推進などを求め、G20諸国に対

してパリ協定の年内批准を要求している。

気候変動問題が投資・金融の分野に大きな影響を与える例として、「座礁資産」(stranded assets)の問題がある^{文1}。座礁資産とは、気候変動などによって価値が大幅に毀損する資産のことを言い、具体的には石油・天然ガス・石炭といった化石燃料等を指す。英国のカーボン・トラッカー・イニシアティブの試算によれば、世界が2℃目標を達成するためには、化石燃料の推定埋蔵量の70～80%は「燃やすことができない資産」となってしまう。座礁資産を保有する企業は、会計上、減損処理をしなければならないことにな

るため、グローバルの投資家・金融機関の間では、金融リスクとして認識され始めている。

機関投資家などは、「座礁資産」の問題を受け、対応を始めている。一つは、投資先企業との対話（engagement）により、そのビジネスを脱炭素の方向に誘導する手法である。化石燃料による発電の比率が高い電力会社との対話により、再生可能エネルギーによる発電比率の向上を促すことが例として挙げられる。もう一つはこうした企業からの「投資引揚げ」（divestment）である。特に温室効果への影響が大きい石炭関連産業については、欧米の年金基金、金融機関の間で投資引揚げの動きが広がっている。潘基文国連事務総長の「投資の脱炭素化」の呼びかけに応じ、GRESBの創設にも関わったオランダ公務員年金基金のABPや、英国の代表的な年金アセットマネジャーHermesなどを含む約30の機関は「ポートフォリオ脱炭素化連合」（PDC）を形成し、徐々に投資ポートフォリオの脱炭素化を推進することをコミットしている。

それでは、不動産投資における「座礁資産」とはどのようなものだろうか。筆者は、本年9月にシンガポールで行われた責任投資原則（PRI）の年次総会において、サステナブル不動産のパネルに参加した。これまでも、「省エネ・環境性能が高い不動産は賃料や価値が高い」という「グリーン・プレミアム」の議論の対として、「環境性能が低い不動産は賃料や価値が低い」という

「ブラウン・ディスカウント」の考え方はあったが、これが座礁資産に相当するのではないか、という議論になった。例えば英国では、省エネ性能が一定よりも低い不動産は、ビルオーナーが省エネ施策を講じない限り、原則として賃貸することが違法となるという規制が、新規契約においては2018年4月から、既存契約においても2023年から適用される。省エネ性能が一定よりも低いとは、義務化されている省エネ性能評価書（EPC）における7段階評価の内、下2つのランク（FまたはG）に入る不動産を指すが、こうした不動産がそのまま放置されれば座礁資産となっていく可能性があるだろう。

本稿では、こうした世界の脱炭素化に向けた潮流を踏まえ、ESG投資の観点から、本年のGRESB結果を分析し、日本の不動産会社・運用機関とグローバルの不動産会社とを比較して、今後の課題となる点を見ていきたい。

2. GRESBとは

2.1 GRESBとその拡がり

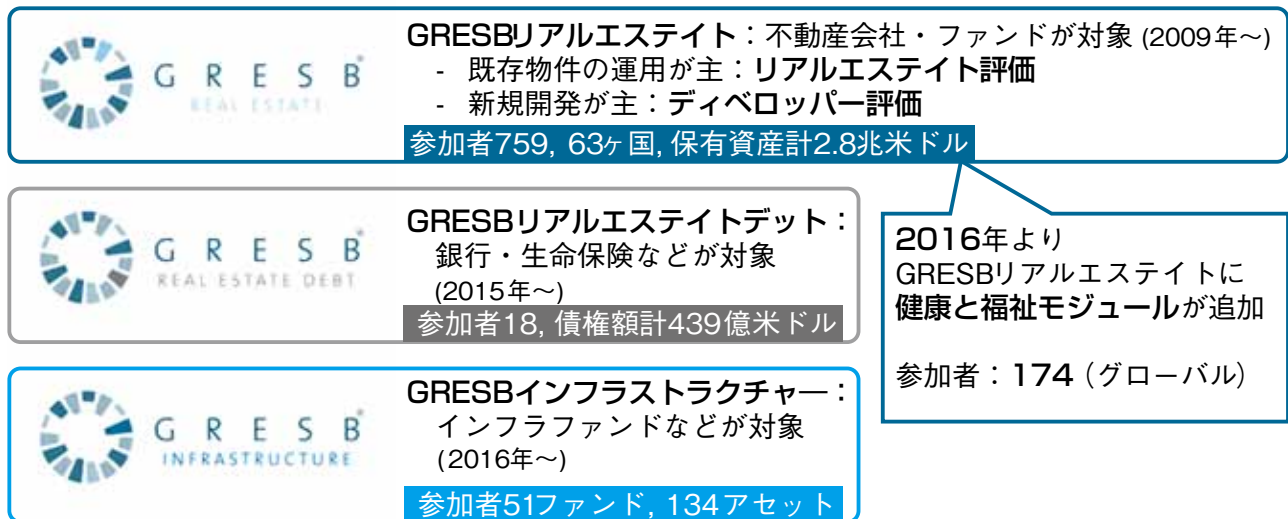
GRESB（グローバル不動産サステナビリティ・ベンチマーク）は、不動産セクターの環境・社会・ガバナンス（ESG）配慮を測り、投資先の選定や投資先との対話に用いるためのベンチマーク評価であり、PRIを主導した欧州の主要年金基金グループを中心に2009年に創設された。個別建物の環境配慮等を測るグリーンビル認証等は1990年代からグローバルに存在し、日本でも

CASBEEが2000年代初頭に登場したが、実物資産ではなく、会社・ファンドへの投資の際に用いるツールとしては、GRESBがグローバルスタンダードの座を築いている。オンラインで回答する年次調査であり、無料で参加が可能である。

GRESBは元々、「既存投資物件の運用を主業務とする不動産会社・ファンド」を主な対象として始まっており、その出自を引く、最も中心となる評価が「GRESBリアルエステイト評価」だ（図表1）。本稿で主に紹介するのはこの評価であり、昨年までは単に「GRESB調査」と呼ばれていたものである。同調査では、新規開発・大規模改修を主業務とする会社・ファンドも回答しやすいよう、段々と設問体系が整備されてきたが、本年からはより独立した形で「GRESBディベロッパー評価」として独自のスコアや順位が出されるようになった（5章で詳述）。また、今年、GRESBリアルエステイトの中に任意回答の「健康と福祉モジュール」ができ、まだ日本からの参加はないもののグローバルでは約5分の1が回答をしている。

他に、昨年試行版として始まり、本年から本格的に開始された「GRESBリアルエステイトデット」（年金基金、銀行、生命保険会社などを対象）、今年から始まった「GRESBインフラストラクチャー」（インフラファンドがファンドレベルまたはアセットレベルで回答）など、評価の対象を広げ、不動産関連の様々なアセットクラスでの投資判断に使えることをGRESBは目指している。

図表1 GRESB評価の枠組みの広がり



(出典： GRESB ウェブサイト等から弊社作成)

図表2 GRESBリアルエステイト参加者数の推移(2010～2016年)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
グローバル	198	340	455	543	637	707	759
日本	0	20	24	29	31	35	46
J-REIT	0	5	8	14	17	21	30

(出典： 文献3)～6)より筆者が作成)

2.2 GRESBメンバー

GRESBデータを活用する「GRESB投資家・銀行メンバー」は、昨年の51社から着実に増え、今年9月時点では58社(運用資産額：7兆6000億米ドル(約760兆円))に上る。ノルウェー政府年金基金やオランダのABP、PFZW、米国カリフォルニア州のCalPERSなど、グローバルの上位の年金基金の多くがGRESBの投資家メンバーとなり、GRESB評価結果データの利用を進めている。日本からは、日本政策投資銀行(DBJ)が2014年から加盟し、今年、アジアで初めてGRESBのアドバイザー・ボードのメンバーともなった。また、日本では、不動産証券化協会(ARES)と日本サステナブル建築協会(JSBC)が、GRESBの公式な「サポーター」として日本国内での普及に協力してい

る。

評価を受ける参加者側の「GRESB不動産会社・運用機関メンバー」も、昨年の81社から今年は118社まで大きく伸びた。ここ一年では、Morgan Stanley やJP. Morgan Asset Managementなど金融系の運用会社の加入が目立つ。日本からの直接の加盟はまだないが、GLP、インベスコ、ラサール、プロロジス、UBSなど傘下にJ-REIT等の日本ベースのファンドを持つグループも名を連ねている。

3. 2016年評価結果の概要

3.1 参加者数の推移

図表2のとおり、毎年GRESBリアルエステイトの参加者は増加しており、2016年の参加者数は、グローバルで759、日本で46であった^{注1}。日本の中では上場会社が33社で、その内J-REITは昨年から9社増の30社となり、参加率は時価総額ベース(2016年9月初め時点)で78%に達した。昨年初参加の日本ビルファンド投資法人に続き、今年は業界第二位のジャパンリアルエステイト

注1

なお、新規開発のみに従事する参加者は、GRESBリアルエステイトのうちの「ディベロッパー評価」の対象となるため、本稿3章以降の結果分析における母数(グローバル：733、日本：44、J-REIT：30)には含まれない。

投資法人などが初めて参加されている。私募ファンドは毎年若干入れ替わるが、今年は13ファンド(10社)が参加した。今後、私募リートに参加も増えそうな気配がある。

今年、GRESBが結果発表等でよく用いているスライドとして図表3がある。投資家が所有する賃貸用不動産 7兆6,000億米ドル(約760兆円)のうち、GRESBへ参加しているのは2兆8,000億米ドル(約280兆円)であり、参加者はその成績にかかわらず、参加していることによって「競争上の差別化が図れ、優位性を保っている(Competitive Differentiation & Advantage)」としている。非参加者のESGパフォーマンスは見えづらく、「リスクと不確実性がある(Risk & Uncertainty)」との理由からである。確かに、GRESBは投資家の興味に沿った内容で構成された詳細な開示資料として機能する。投資家は参加者である各会社・ファンドが各設問にどう回答したかを知ることができ、また投資先の各ファンドのスコアを比較したり、ファンドごとの経年変化を見るなどして投資判断とモニタリングに活用することができる。

3.2 評価形態の進化

GRESBの評価は総合スコアに加え、「マネジメントと方針(MP)」、「実行と計測(IM)」の2軸による4象限の中での位置付けによって表さ

れる(図表4)。MPは会社の方針や体制整備を、IMは実際の取組みやデータ計測等を評価する。

MP、IMの両軸ともスコアが50/100を超える好評価を受けた参加者は「グリーンスター」と称され、これまで参加者は「グリーンスター」を目標にESGの取組みを進めてきた^{注2}。その結果、昨年はグローバル平均が「グリーンスター」となり、今年も6割以上が「グリーンスター」を獲得している。2013年までは全

参加者の2割程度、2014年には36%であったことを鑑みると、急速に業界全体の取組みが進んだことを表しており、喜ばしいことである。

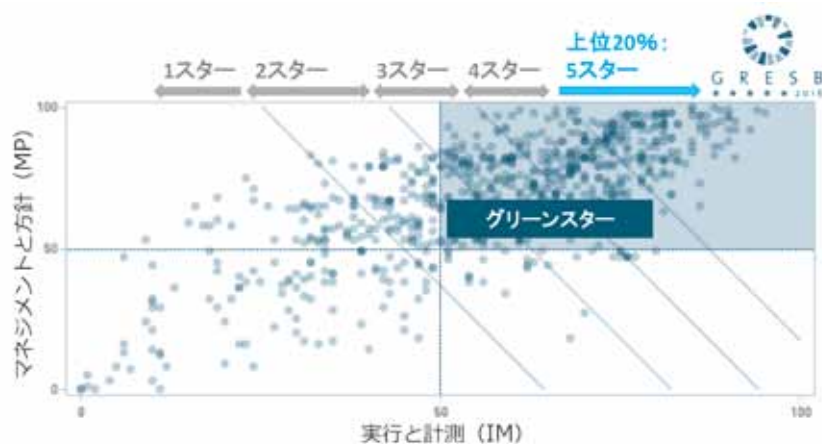
ただ、GRESBは元々、投資判断に用いるための「ベンチマーク」であるため、「グリーンスター」の中での相対比較が必然的に求められ始めた。そこで、本年から5段階の「GRESBレーティング」が導入され、総合スコアによるグローバルの順位に基づいて、上位20%が「5ス

図表3 投資家所有の賃貸用不動産のうちでのGRESB参加者の割合



(出典: GRESB2016結果発表時のプレゼンテーション資料)

図表4 GRESBの評価方式(「GRESBレーティング」と「グリーンスター」)



(出典: 文献2)等より筆者が作成)

注2

GRESBの評価区分として、「グリーンスター」は残っているものの、以前使用していた「グリーンワーク」、「グリーントーク」、「グリーンスターター」の3区分は使われなくなっている。

ター」、次に上位40%までが「4スター」というような相対的な格付が導入された。

3.3 日本参加者のスコア概要

図表5のとおり、日本の参加者の平均スコアは、毎年着実に伸びている。2013年にはグローバルとかなりの差があったが、2014年で追いつき、2015年以降はグローバル平均を上回った。今年の日本平均は、3スターの中でも比較的上位の位置にある。図示はしないが、J-REITでもその傾向は同様であり、各参加者の継続的な努力がうかがえる。

また、他のアジア参加者と比較すると、アジア平均はグローバルを少し下回る位置であり、日本・J-REITが優位にある(図表6)。ただし、アジアの中には、セクターリーダーを取得しているようなシンガポールの参加者など、さらに上位の参加者もあり、まだ日本の伸び代はありそうである。

3.4 日本参加者の

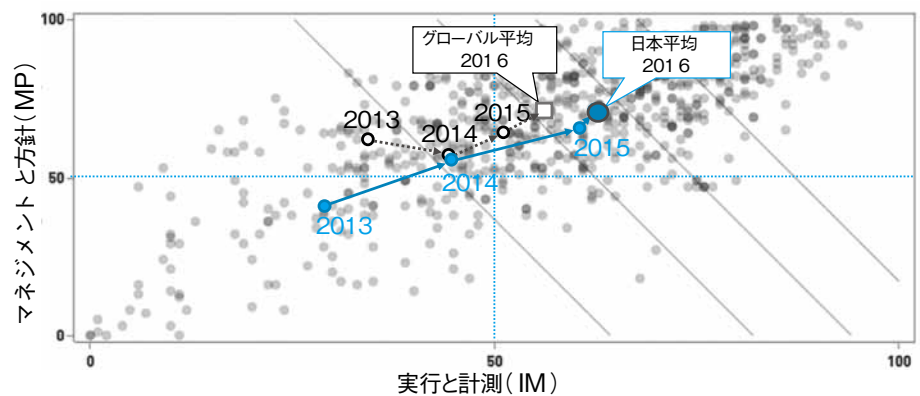
分野別スコア概要

GRESBリアルエステイト評価の7分野での結果を図表7に示す。「グリーンビル認証」分野では、日本・J-REITとも昨年より伸びたものの、省エネルギー格付の普及の違いにより、グローバ

ル平均には届かなかった。また、「モニタリングと環境管理システム」や「リスクと機会」では、設問構成の変更やGRESBによる検証の厳格化等により、日本のスコアは昨年より低下し、グローバルとほぼ並ん

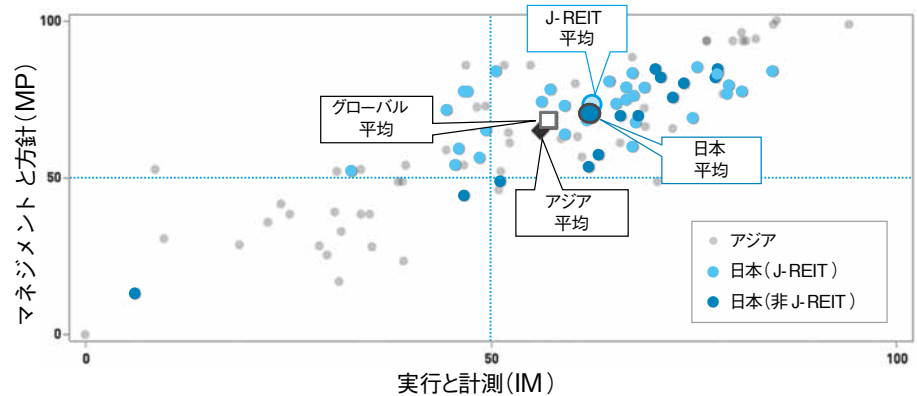
でいる。「ステークホルダーとの関係構築」は全体としてはグローバルと同水準だが、テナント関係(グリーンリースなど)では遅れている項目もある。それ以外の3分野は、去年から順調にスコアも伸び、グ

図表5 日本とグローバルのスコア推移(2013～2016年)



(出典: 文献3)～6)より筆者が作成)

図表6 日本・J-REITとアジアのスコア分布(2016年)



(出典: 文献3)より筆者が作成)

図表7 グローバル・日本・J-REITのスコア比較(2015～2016年)

	グローバル平均	日本平均	J-REIT平均
総合スコア	60 (56)	65 (61)	65 (62)
- マネジメントと方針 (MP)	68 (63)	70 (65)	73 (67)
- 実行と計測 (IM)	57 (52)	62 (60)	62 (60)
分野別			
1. マネジメント	84 (77)	92 (86)	94 (90)
2. ポリシーと開示	71 (66)	79 (68)	84 (73)
3. リスクと機会	64 (67)	65 (77)	66 (80)
4. モニタリングと環境管理システム	66 (59)	65 (69)	63 (66)
5. パフォーマンス指標	48 (39)	58 (54)	59 (53)
6. グリーンビル認証	44 (34)	42 (32)	38 (30)
7. ステークホルダーとの関係構築	64 (57)	66 (60)	65 (60)

(出典: 文献3)・4)より筆者が作成)

() 内は 2015 年スコア

ローバルを上回っている。

もう少し長いスパンで日本参加者のスコアの変化を見ると(図表8)、2013年にはほぼ全分野でグローバル平均に届かなかったが、その後大きく伸びてグローバルに並び、追い越す位置まで来たことが分かる。これが、図表5で示したMP、IMスコアの上昇となって現れている。

また、図表9では、早くからGRESBに参加しているほど、平均スコアが高いことが示されている。将来の参加を考えているのであれば、早目からの参加が推奨されるというデータ上の裏付けである。他方、参加回数が少ない場合はスコアが相対的に低くても致し方なく、投資家の視点からは「take a journey together」として中長期的な目線で共にESG配慮を進めていけば良い、ということでもある。

4. 分野別に見た課題

ここからは、7つの分野それぞれに、今年の結果から見えた課題を述べる。紙面の都合もあり、特筆すべきところだけ結果を掲載していく。

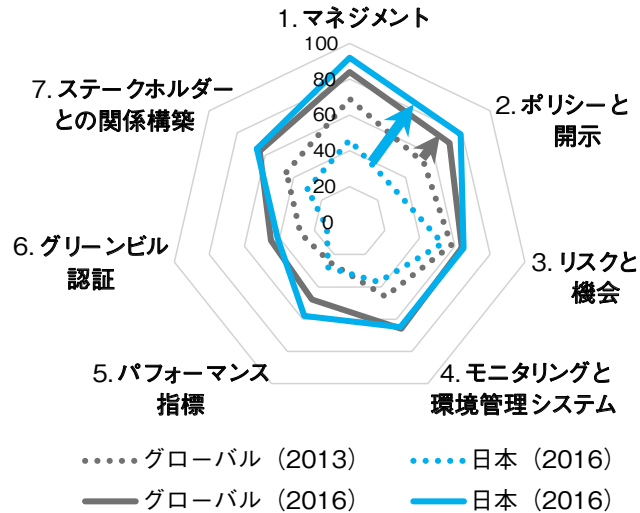
4.1 マネジメント

冒頭に位置するこの分野では、ESGに関する設問の設定・開示、サステナビリティ委員会の設置、CEO等への報告プロセス、従業員の年間業績目標へのサステナビリティ要素の組み込みなどが問われるが、ここではESG目標の設定・開示のみを取り上げる。

何らかのESG目標を設定している参加者の割合は年々増加し、今年ではグローバルで97%、日本では全

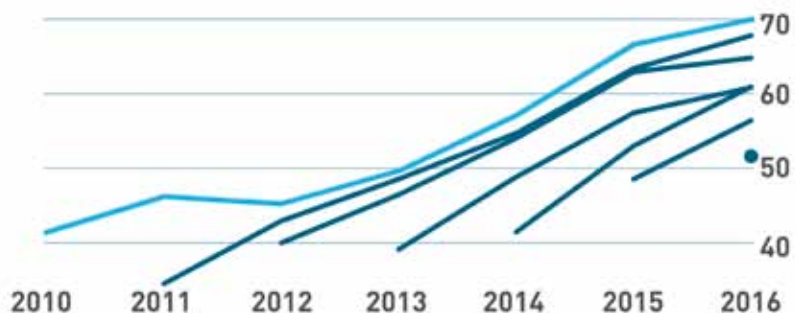
社が目標を回答している(図表10)。目標の開示まで行う参加者も、日本では、2013年の24%から本年は

図表8 分野別スコアの推移(2013年・2016年)



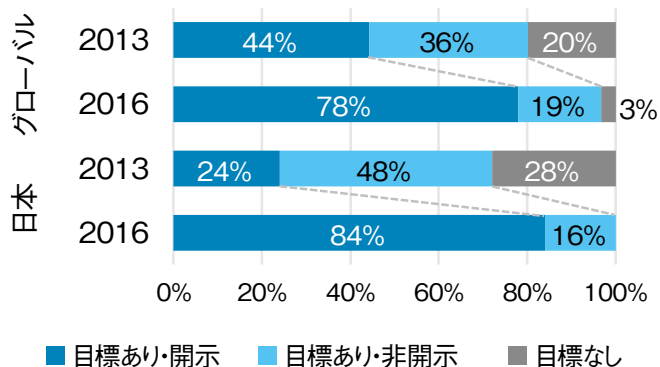
(出典: 文献3)、6)より筆者が作成)

図表9 GRESBへの連続参加回数と総合スコア(2010～2016年)



(出典: 文献2))

図表10 サステナビリティ目標の設定・開示状況の推移(2013・2016年)



(出典: 文献3)、6)より筆者が作成)

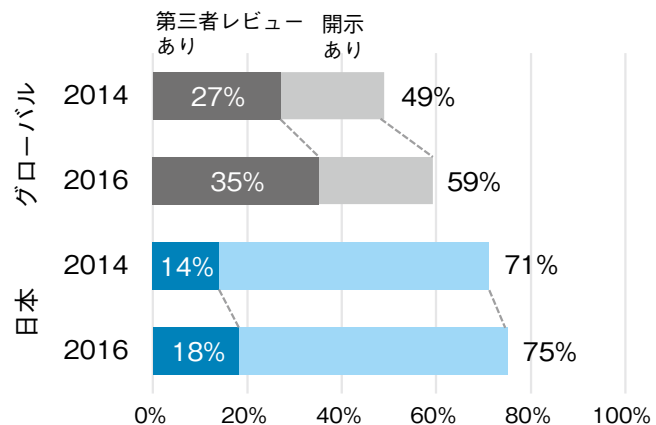
84%まで大幅に増加した。ただし、投資家が重視するエネルギーや温室効果ガスの具体的な削減目標までを開示する参加者はまだ少なく、実質的な課題として残されている。

また、その目標がビジネス戦略に組み込まれているか、財務目標との程度統合されているのかについても説明が求められる。こちらもグローバル・日本を問わずほとんどのGRESB参加者が何らかの関連を回答し、約8割が「完全に組み込まれている」と回答している。

4.2 ポリシーと開示

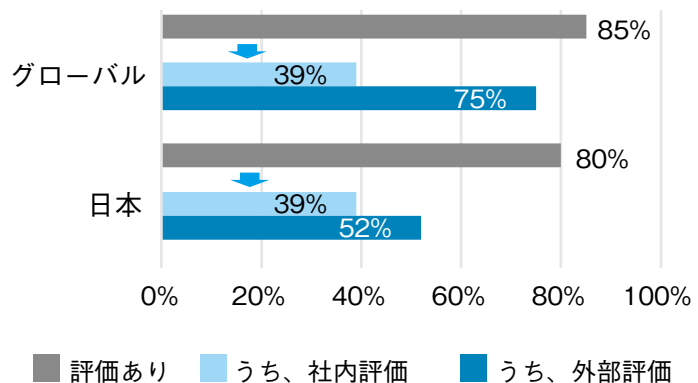
この分野では、ESGに関する実績の開示と、環境ポリシー、ガバナンスポリシー、ステークホルダー・エンゲージメントポリシーなどの「ポリシー」の制定状況が問われる。グローバルとの差が特に見られるのは開示に関する第三者レビュー(保証・検証・確認)の有無で、例えばアニュアル・レポートについては(図表11)、日本では開示の実施率自体はグローバルをしのぐものの、レビューを受けているのはそのうち2割程度に留まっている(グローバルでは開示の6割程度が「レビューあり」)。これは、ひとつには、グローバルでの回答はディベロッパーや資産運用会社レベルでの回答が多い一方、日本ではJ-REIT参加者が多く「資産運用報告書」などによる回答が多いためとも考えられる。そうした開示資料における非財務情報の「第三者確認」も日本では徐々に広まりつつあるが、投資家は情報の正確性・信頼性の観点から第三者レビューを

図表11 アニュアル・レポートでのESG実績の開示と第三者レビュー(2014・2016年)



(出典: 文献3)、5より筆者が作成)

図表12 省エネ診断等の技術的評価の有無(2016年)



(出典: 文献3)より筆者が作成)

重視するため、今後の益々の普及が期待される。

4.3 リスクと機会

この分野では、ガバナンスリスク評価、物件に関する環境・社会リスク評価、省エネルギー診断等の物件の技術的評価、改修や設備更新などの省エネ施策・節水施策等が評価される。

リスク評価については、日本の参加者は全般的に水準が高いようである。一方、省エネ診断などの技術的評価の実施率は、社内評価はグローバルとほぼ同率だが、外部評価は少ない(図表12)。欧州、米国、

シンガポール等では数年に一度、第三者などによる「省エネ診断」(energy audit)を義務化しているところも多いことも背景にあるだろう。

海外では、一般に、省エネ診断を受けた後に実際に改修にとりかかることが多いが、日本では省エネ診断は根づいていないものの、省エネ改修はグローバルに劣らず実施されている。「省エネ診断」は、より効率的な運用や改修の機会を見出すために重要であり、政府・自治体等による制度的な枠組みの後押しも期待したいところである。

4.4 モニタリングと環境管理システム

「環境管理システム(EMS)」の有無、エネルギー消費量データ等の「データ管理システム」の有無、それらデータの収集手法(自動計測メーター・請求書・テナントからの情報提供など)について報告する分野である。

特に、EMSは、GRESBが問う環境側面での取組みの集大成のような位置付けである。今年から裏付資料の内容によって採点されるようになり、エネルギー・水消費等に関するポリシーや数値目標に従って、日常の管理や省エネ・節水施策等を実施し、消費量の実績をモニタリングし、目標達成の成否に対するマネジメント・レビューにより次期への改善策を策定するという「PDCAサイクル」を証憑によって明確に示さねばならなくなった。どのような社内体制が整備され、実際に運用されているかが見られている。GRESBでのEMS重視も背景となり、日本でも2014年の43%から2016年には75%へと回答率が増え、その伸びはグローバル(46%から67%へ上昇)

をも上回っている。

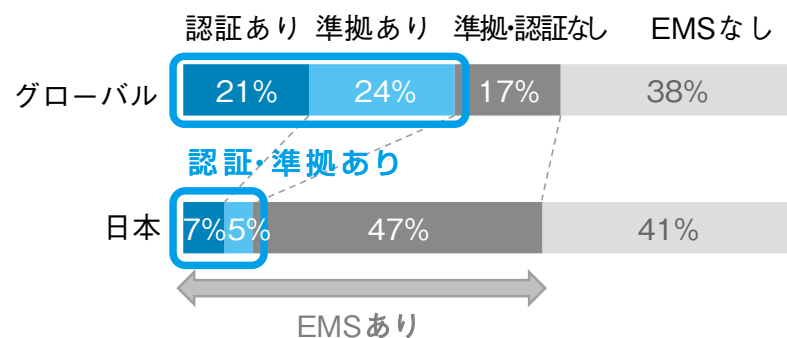
その一方、ここでも第三者性は課題となっている(図表13)。最も有名なEMSはISO14001で、その認証取得にはかなりの労力がかかるものであるが、グローバルでは「何らかの認証を持つEMSの導入」は参加者の21%であり、認証はなくても「ISOなど何かしらの既存のEMS体系に準拠している」との回答24%と合わせると、第三者性を伴うEMSの導入が全体の5割近くに上る。他方、日本では「認証あり」・「準拠あり」は7%、5%に留まり、大多数が客観的な体系に基づかない自主的なPDCAサイクルの実施となっ

ている。日本の参加者はJ-REITが多く、その従業員規模ではISO14001認証は荷が重過ぎると思われるが、環境省が推進する「エコアクション21」等、今後、比較的小規模な組織でも対応が可能なシステムへの準拠事例が増えることが期待される。

4.5 パフォーマンス指標

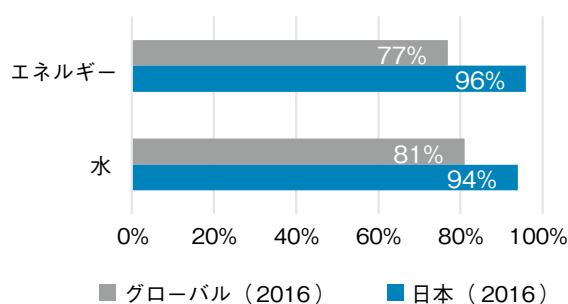
本分野は、エネルギー・温室効果ガス(GHG)・水・廃棄物という4種類のKPI(主要なパフォーマンス指標)に関して、データ把握率、消費量等の経年比較、データの第三者レビュー、削減目標などが問われる。

図表13 環境管理システム(EMS)と準拠・認証の有無(2016年)



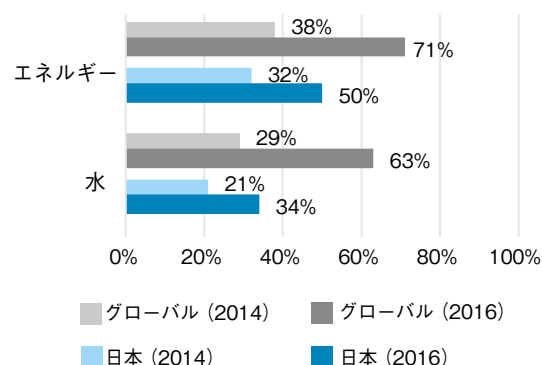
(出典: 文献3)より筆者が作成)

図表14 エネルギー・水消費量データの把握率
(直接的な管理が及ぶ物件における床面積ベース、2016年)



(出典: 文献3)より筆者が作成)

図表15 エネルギー・水消費量データの第三者レビュー
(参加者数ベース、2014・2016年)



(出典: 文献3、5)より筆者が作成)

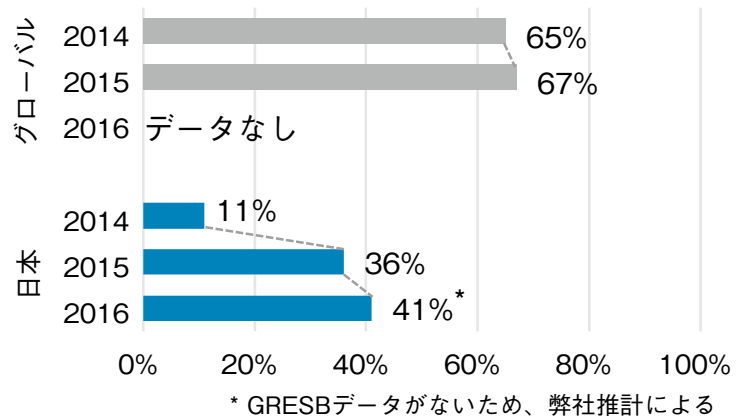
グローバルと比べ、日本ではデータの把握率が高い。これは、省エネ法の定期報告などの法令遵守のための取組みが後押しをしていると考えられる。図表 14 に示したエネルギー・水のみでなく、GHG や廃棄物についても日本がグローバルを上回っている。

一方で、それらのデータの第三者レビューでは、やはりグローバルに及ばない状況が続いている。図表 15 で経年変化を見ても、エネルギー消費量のデータレビューのある参加者は、2014 年にはグローバルで 38%、日本で 32% とそれほど大きな差が無かったのに対し、今年はグローバル 71%、日本 50% と 20 ポイントも差が開いた。おそらく、CSR レポート等でエネルギー消費データなどを開示し、そのデータに関して第三者保証報告書が付くような例がグローバルでは多いのであろう。

4.6 グリーンビル認証

この分野は、唯一、日本の平均スコアがグローバル平均を上回ったことの無い分野である。ここでは、CASBEE 等の総合的なグリーンビル認証(新築版・既存ビル版)と、BELS のようなエネルギー性能に特化した省エネルギー格付について、ポートフォリオでの床面積カバー率が問われる^{注3}。

図表 16 省エネ格付の取得率の変化(2014～2016 年)



(出典: 文献 3) ～ 5) より筆者が作成)

既存ビル版のグリーンビル認証の取得率(ポートフォリオの中に 1 件でも認証を取得した物件があるか)は、日本(昨年 70%、本年 87%)がグローバル(昨年 33%)を大きく上回る^{注4}。CASBEE-不動産や DBJ Green Building 認証の普及がその駆動力であろう。ただし、その床面積カバー率は、日本平均は 31%と、昨年のグローバル平均の 36%よりもやや低く、さらなる普及の余地がありそうである。

一方、省エネ格付については、日本・J-REIT でもこの 2 年間で取得の動きが出始めたものの、グローバルには遠く及ばない(図表 16)。また、床面積カバー率の差も大きそうである。日本では 9% に留まる一方、グローバルでは、以前から米国の ENERGY STAR、欧州での EPC、豪州の NABERS など、ベンチマー

キングが義務化されている地域が多いため、ポートフォリオの 100% 近くに取得しているとの回答も多い。日本でも今春に建築物省エネ法が施行されて省エネ性能表示の努力義務が始まっている。その制度上は必ずしも第三者認証は必要ないものの、BELS 普及のための補助事業もあり、今後、取得が大きく伸びることが期待される。

グローバルでは、物件の環境性能をテナント等へ示す客観的な基準としてグリーンビル認証や省エネ格付を重視し、またそれが物件の経済的価値向上につながると考える投資家・不動産会社が多い。例えば GRESB 評価でも毎年トップクラスの評価を受ける北米の不動産会社(Bentall Kennedy 社)は、ポートフォリオの約 6 割に認証を受けており、認証物件は非認証物件よりも賃

注 3

GRESB のグリーンビル認証分野は第三者性が重視されるため、建築確認の際に届け出る自治体版 CASBEE による自己評価等、行政によって確認がなされていても第三者レビューが明確に位置づけられていないものは回答ができないルールである。

注 4

「グリーンビル認証」分野については、本年は GRESB データが得られなかったため、2016 年の値は弊社推計による。

料が3.7%、不動産価値が8～10%高いとの分析結果を公表している(図表17)。

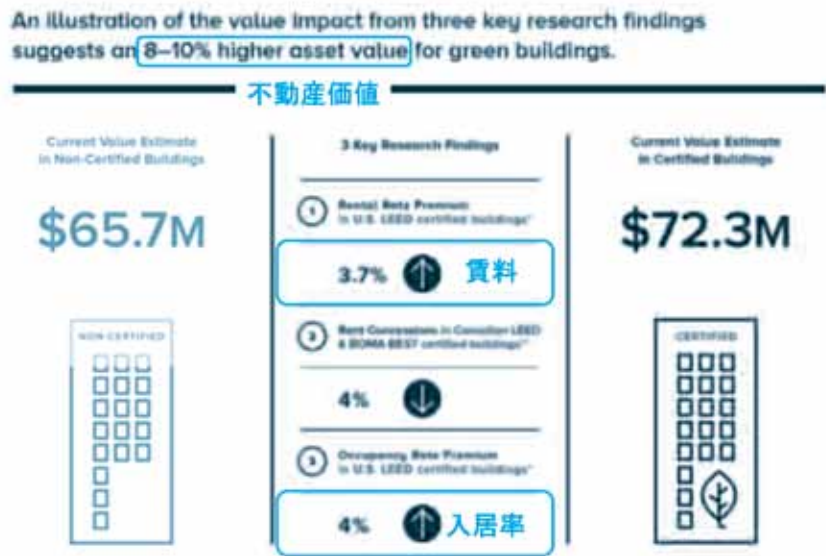
4.7 ステークホルダーとの関係構築

この分野では、「従業員」、「テナント」、「サプライヤー」、「コミュニティ」の4種類のステークホルダーとどのように関係構築(=エンゲージメント)を行っているかを報告する。「従業員」では、研修や満足度調査の実施、労働安全衛生に関する調査など。「テナント」では、サステナビリティに関する協議会等のプログラム、満足度調査、テナント専用部の改装・改修に関する最低基準の設定、グリーンリース契約の導入状況など。「サプライヤー」では、外部のPM・サプライヤー等の選定時のサステナビリティ要件の設定とそのモニタリング方法。「コミュニティ」では、チャリティ支援や災害時の協定などのコミュニティ関与プログラム等が設けられる。

「従業員」、「コミュニティ」はグローバルに引けを取らない回答水準であり、「サプライヤー」についても、日本では、ここ1～2年で急速にグリーン調達ポリシーを策定する参加者が増えている。そこで、本稿では特に、「テナント」を対象に、「グリーンリース」と呼ばれる取組みについて述べる。

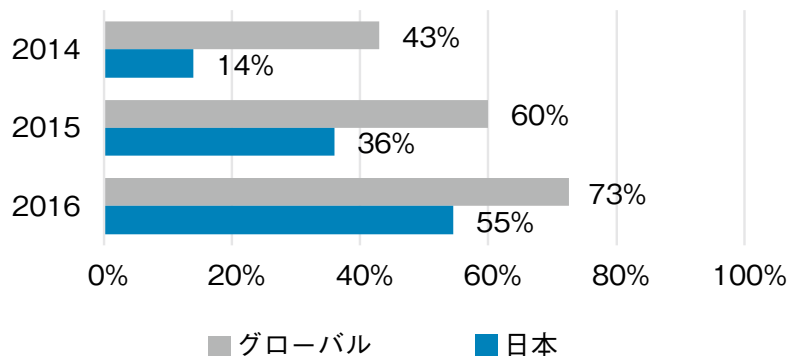
グリーンリースとは、「ビルオーナーとテナントが協働し、不動産の省エネなどの環境負荷の低減や執務環境の改善について契約や覚書等によって自主的に取り決め、取り決め内容を実践すること」^{文8}であ

図表17 北米不動産会社(Bentall Kennedy社)によるグリーンビルの経済性分析



(出典: 文献7)に筆者加筆)

図表18 グリーンリースを導入している参加者(2014～2016年)



(出典: 文献3)～5)より筆者が作成)

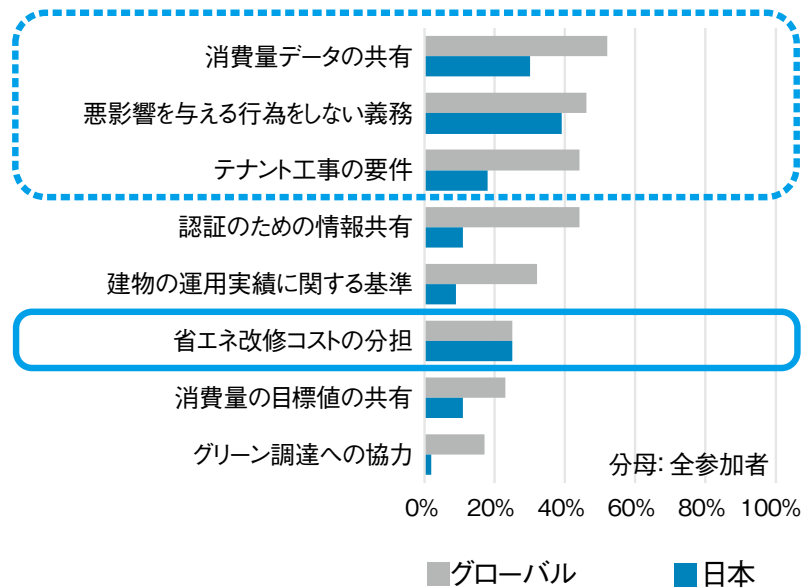
る。海外では2005年頃から豪州、欧州、米国などで始まり、日本でも、今年2月に国土交通省から「グリーンリース・ガイド」^{文8}が出されて、環境省等や東京都でも補助金などが始まるなど、普及に向けた動きが広がっている。テナントビルの環境性能の向上にはテナントの協力が不可欠なため、グリーンリースは、物件の環境性能の向上に積極的に働きかける「エンゲージメント」の手法として、省エネ改修などと並んで

投資家に重視されている。

GRESB参加者の中でも、グローバル・日本ともに徐々に回答率が上がり、今年、グローバルでは実に4分の3が何らかのグリーンリースを回答している。日本でも、2014年には14%であったものが、今年は55%まで上昇し、2年前のグローバルの水準を上回った(図表18)。グリーンリースは、実はそれほど特別な内容ではない。例えば、「電気・ガス・水等の消費量データの共有」や「建

物の環境性能に悪影響を与える行為をしない義務」、「テナント工事におけるエネルギー効率や環境配慮に関する要件」などを明文化して契約・覚書等に落とし込めば良いのである。グローバルでは、特にこのようなソフトな形でのグリーンリースが進んでいる(図表19)。一方、日本では、省エネ改修を伴うハードな形の「グリーンリース」の事例から始まっており、「省エネ改修コストのテナントによる分担条項」は既にグローバルの実施率と並ぶ。テナントとの金銭的な取り決めが必要なため「グリーンリースは難しい」とのイメージが先行した。しかし、GRESB参加者からは「こういったソフトな内容の取り決めは、いままで明文化していないだけで、既に実施している」との声も多く聞かれ、最近の東京都の調査結果を見ても、グリーンリースは「可能である」、「条件による」との回答が8割に上る(図表20)。その中では、日本でのこれまでの事例の多い「分担条項」が可能との回答が最も多いものの、「消費量データの共有」なども少なくない。今後、日本でもグリーンリースの普及が期待できるであろう。ただし、協力するテナントに対しても何らかのインセンティブがあると良い。一例としては、米国省エネルギー省(DOE)によるグリーンリース・リーダーズ賞(グリーンリースの普及に貢献したビルオーナー・仲介業者・テナントを表彰)など、テナントの協力体制を表彰する国や自治体等の制度も有効であろう。

図表19 グリーンリース条項の内容(2016年)



(出典: 文献3)より筆者が作成)

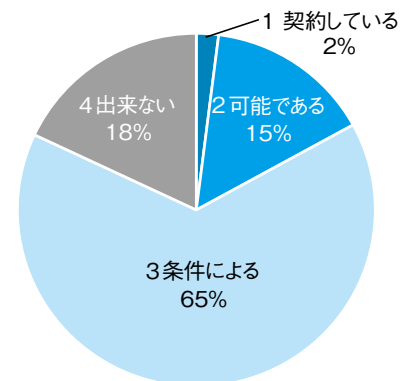
5. GRESBディベロッパー評価

新規開発・大規模改修を主業務とする不動産会社・ファンドを対象として、今年から、より独立した形で「GRESBディベロッパー評価」が始まった。今年の参加者は26で、日本からも2ファンドが参加している。参加時期や方法、評価手法等は「リアルエステイト評価」と同様であり、「お試し参加」も可能、GRESBレーティングが与えられる。

「リアルエステイト評価」との差は、回答する設問である。「リアルエステイト評価」のうち、既存物件の運用に関わる設問がなく、例えば、物件のエネルギー消費量などは問われない。

日本のディベロッパーは一般に既存物件の運用も行っているが、新規開発が主業であるという解釈から、「ディベロッパー評価」に参加する

図表20 市場関係者から見たグリーンリース契約の可能性
グリーンリース契約は可能ですか?



(出典: 文献9)より筆者が作成)

のも一案であろう。

6. おわりに

今年のGRESBリアルエステイト評価では、グローバルの3分の2以上の参加者が「グリーンスター」の好評価を得ており、不動産セクターにおけるサステナビリティの取り組み進展を現している。日本の結果は

概ねグローバルを上回るパフォーマンスを示しているが、まだいくつか課題も残る。

一つは、エネルギー・温室効果ガスなどの目標値・実績値の開示と、開示情報等の信頼性である。これらはグローバルの投資家が求めるものであり、第三者によるレビューや、開示内容のGRI(グローバル・レポーティング・イニシアティブ)、IIRC(国際統合報告委員会)フレームワークなどへの準拠などが期待される。

また、省エネ診断、省エネ格付、グリーンリースに関するものなど、環境不動産を推進する政策の後押しも重要である。海外では誘導策のみならず、義務化を含めた制度構築がなされている地域も多く、当然に取組みの水準が高い。日本でも、それらへの政策的なサポートが始まっており、実例も増えてきている。

今年、Jones Lang LaSalle社によるReal Estate Environmental Sustainability Transparency

Index^{文10}において、日本は初めて4段階中最上位の「Highly Transparent」に分類された。そこには、37カ国中4カ国しか格付けられておらず、快挙と言えよう。高評価の理由としてはBELSなどの省エネ格付やグリーンリースの普及策が言及されているが、制度の実施は始まったばかりであり、今後の期待が込められている印象もある。これからも、市場関係者全体の益々の取組み推進が期待される。

参考文献

- 1) Quick ESG 研究所「座礁資産」: <http://sustainablejapan.jp/2016/05/22/strandedasset/18377>
- 2) 2016 GRESB Snapshot (Real Estate): <https://gresb.com/2016/global>
- 3) 2016年GRESBリアルエステイト評価日本市場データ(非公開)
- 4) 2015年GRESB調査日本市場データ(非公開)
- 5) 2014年GRESB調査日本市場データ(非公開)
- 6) 2013年GRESB調査日本市場データ(非公開)
- 7) Bentall Kennedy社「building certifications」: <http://cr.bentallkennedy.com/Environment/BuildingCertifications>
- 8) 国土交通省「グリーンリース・ガイド」: <http://tochi.mlit.go.jp/kankyo/greenlease>
- 9) 東京都「テナントビルの低炭素化・省エネ化に向けた普及促進セミナー アンケート集計結果」
- 10) Jones Lang LaSalle社「Global Real Estate Transparency Index 2016 – Real Estate Environmental Sustainability」: <http://www.jll.com/greti/transparency/sustainability>

ほりえ りゅういち

不動産投資運用の環境・サステナビリティ配慮に係る助言や環境不動産に関する公的な調査業務を行うCSRデザイン環境投資顧問株式会社の代表取締役社長。以前は日本興業銀行、メリルリンチ証券、ドイツ証券に合計22年間勤務し、ドイツ証券ではマネージング・ディレクターとして再生可能エネルギーファンド等を含むストラクチャード・ファイナンス業務を統括。東京大学法学部卒、カリフォルニア大学バークレー校MBA、LEED AP、CASBEE不動産評価員、桜美林大学大学院非常勤講師、国土交通省「環境不動産普及促進検討委員会」委員・WG長、国連環境計画・金融イニシアティブ(UNEP FI)不動産WG顧問、責任投資原則(PRI)日本ネットワーク不動産WG議長など。

たかぎ ともこ

CSRデザイン環境投資顧問株式会社 コンサルタント。2007年より国土交通省国土技術政策総合研究所にて建築環境政策の分析等に従事。2013年、CSRデザイン環境投資顧問株式会社に入社し、環境不動産の国内外制度やGRESB調査に関するコンサルティングなどを行う。東京大学大学院(建築学)およびロンドン・スクール・オブ・エコノミクス(都市計画学)にて修士号取得。博士(工学、東京大学大学院)。LEED Green Associate、CASBEE不動産評価員。一般社団法人グリーンビルディングジャパン「運営委員会」委員。

● インフラ・PPP 投資市場の幕明け

第13回

空港事業の民営化とコンセッション方式⑧

～海外の空港運営会社(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

「民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する法律」、いわゆるPFI法の2011年の改正で我が国にも導入されたコンセッション方式であるが、それから5年たった今年、ようやく実際に活用される事例が出てきた。4月から関西国際空港と大阪国際空港（以下、関空・伊丹）で、7月から仙台空港で、そして10月からは愛知の有料道路で、コンセッション方式を活用した民営化がスタートし、まさに「コンセッション元年」と呼べる一年となった。空港事業についてはこの後も、神戸空港、高松空港、富士山静岡空港、福岡空港、広島空港、南紀白浜空港、新千歳をはじめとする道内7空港などで、コンセッション方式を活用した民営化が進む見込みである。

ただ、若干残念なのは、国内に豊

富な空港運営経験を持つ民間事業者が決して多くないにも関わらず、海外の空港運営会社を明示的に招^{しょう}聘^{へい}した事例が、関空・伊丹以外にはなかった点である（図表1）。海外には、国境をまたいで活躍する専門の空港運営会社がいくつも存在する。こうした世界標準の空港運営ノウハウを学び、そして吸収する意味

でも、海外の空港運営会社と国内の事業者がパートナーを組みやすい環境をもっと整えていくべきではないだろうか。

今回は、こうした観点から、海外の主要な空港運営会社のうち3社を取り上げ、そのプロフィールなどについて考察を行っていきたいと思う。

図表1 関空・伊丹の民営化プロセスにおける参加資格審査通過者（2014年12月）

コンソーシアム 代表企業候補	コンソーシアム構成員候補
■ オリックス ■ 住友不動産 ■ 大和ハウス工業 ■ 東京急行電鉄 ■ 日本生命保険 ■ 丸紅 ■ 三井不動産 ■ 三菱商事 ■ 三菱地所	■ AMP Capital Investors Limited ■ Atlantia S.p.A. ■ Changi Airports International Pte. Ltd. ■ Ferrovial Aeropuertos S.A.U. ■ Global Infrastructure Management, LLC ■ GMR Infrastructure Limited ■ IFM Investors Pty Ltd ■ Macquarie Capital Group Limited ■ Manchester Airports Holdings Limited ■ Public Sector Pension Investment Board ■ AviAlliance GmbH ■ VINCI Airports S.A.S.

出所）新関西国際空港株式会社の資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

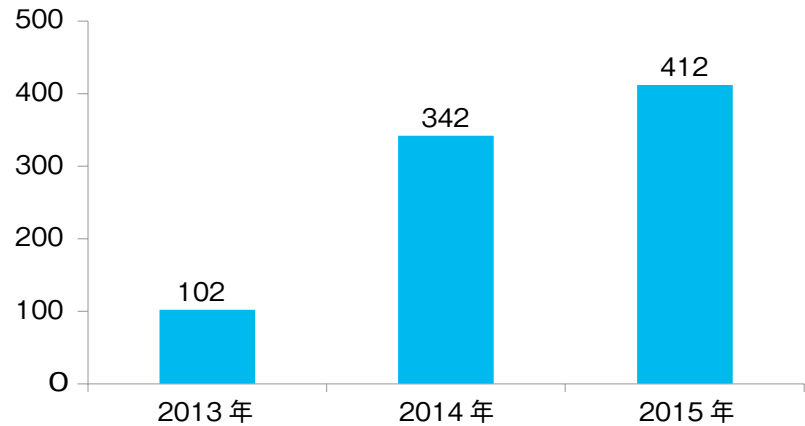
ヴァンシ・エアポート

関空・伊丹の運営会社である関西エアポート株式会社で、オリックスとともに中心的役割を担っているヴァンシ・エアポート (VINCI Airports) は、1996年の設立で、フランスの建設会社ヴァンシ (VINCI) 傘下の世界的な空港運営会社である。従業員数はおよそ8,500人。現在、関空・伊丹の2空港のほか、フランスで12空港、ポルトガルで10空港、ドミニカ共和国で6空港、カンボジアで3空港、チリで1空港の計34空港の運営を行っており^{注1}、これらの空港と結ばれる目的地は450カ所を超える。年間総利用者数は1億人以上で、140もの航空会社がパートナーとなっている。収益面でも近年は拡大傾向にあり、2015年のEBITDA(利払い・税引き・償却前利益)は4億1,200万ユーロであった(図表2)。

一方、親会社のヴァンシは1899年の設立で、現在、グループ全体で約28万のプロジェクトに携わり、従業員数は18万人を数える。2015年のEBITDAは56億6,400万ユーロであった。レオナルド・ダ・ビンチに由来する社名のとおり、母国フランスでは、エッフェル塔やベルサイユ宮殿、ルーブル美術館などの歴史的建造物の改修を得意としており、ほかに道路や地下鉄などインフラ建設においても多くの実績を有している。

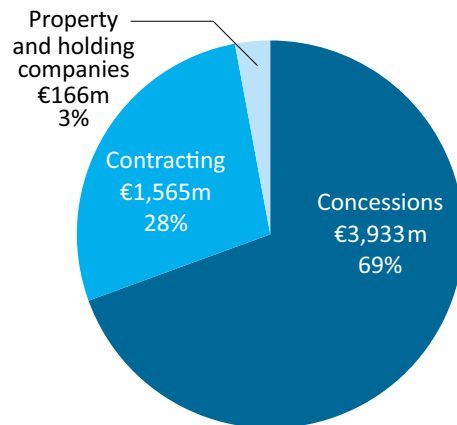
しかし、事業別 EBITDA で見ると、コンセッション事業(ヴァンシ・コ

図表2 ヴァンシ・エアポートの EBITDA の推移
(百万ユーロ)



出所) VINCI、「2015 VINCI's Annual Report」などをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表3 ヴァンシの事業別 EBITDA



出所) VINCI、「2015 VINCI's Annual Report」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

ンセッション(VINCI Concessions)) が約7割を占め、祖業である建設請負事業の3割弱を大きく上回っていることがわかる(図表3)。この傾向は少なくともここ10年は続いており、実態としてヴァンシは既に、「インフラを作る会社から運営する会社に変貌している」と言っても過言ではないだろう。

なお、ヴァンシ・コンセッションには、前述のヴァンシ・エアポートによ

る空港運営事業のほか、ヴァンシ・オートルート(VINCI Autoroutes)などによる高速道路事業、ヴァンシ・レールウェイ(VINCI Railways)による鉄道事業、ヴァンシ・スタジアム(VINCI Stadium)によるスタジアム事業などがあるが、収益面での貢献は高速道路事業によるものが圧倒的に大きい。ヴァンシ・コンセッションの2015年のEBITDA39億3,300万ユーロのうち、およそ9割に

注1

2016年11月10日付けで、Caisse des Dépôts と Crédit Agricole Assurances とともに、フランスの2つの空港(リヨン・サン＝テグジュペリ国際空港とリヨン・ブロン空港)のコンセッション契約を持つ Aéroports de Lyon の60%権益を取得したことが発表されている。そのため、ヴァンシ・エアポートが世界で運営する空港数は36になる見込みである。

あたる35億2,400万ユーロが、ヴァンシ・オートルートによるものとなっている。

フェロビアル

フェロビアル（Ferrovial）は、1952年設立のスペインの建設会社である。現在、世界15カ国に事業展開しており、従業員数はおよそ74,000人。もともとは鉄道建設の会社としてスタートしたが、1960年代に水道、道路、ビルなどの建設事業に業容を拡大。同じ頃、スペイン国内の高速道路コンセッション事業^{注2}への参入も果たしている。1970年代に国内景気が低迷すると、リビア、メキシコ、ブラジル、パラグアイの4カ国を中心に海外展開を開始。1980年代には一旦国内回帰するが、1990年代に入ると再び海外展開を加速。99年間のコンセッション事業であるカナダの有料道路407ETRの獲得や、有料道路事業子会社Cintra設立などの動きがあり、1999年には母国スペインで上場も果たしている。

空港事業への参入は、1998年に、メキシコで9つの空港を抱えるAeropuertos del Sureste de Méxicoの一部（24.5%）権益を取得したことから始まる。その後も、1999年のチリのセロ・モレノ国際空港（Cerro Moreno International Airport）での旅客ターミナル管理

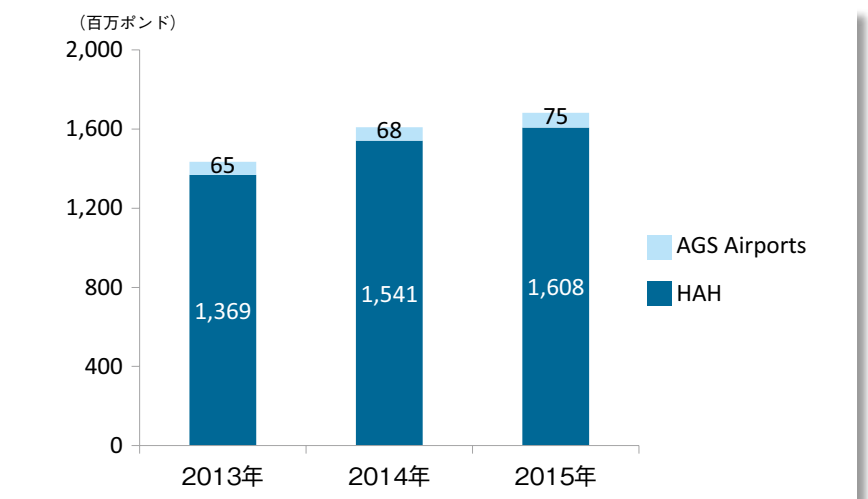
運営事業や、2001年のマッコーリー銀行と共同での英国ブリストル空港（Bristol International Airport）の取得、2002年のシドニー国際空港（Sydney Airport）の一部（19.6%）権益の取得、2003年の北アイルランドのベルファスト国際空港（Belfast International Airport）の取得など、積極的な事業展開を行ってきた。

そして、2006年のBAA（British Airports Authority）の買収が、空港運営会社としてのフェロビアルの名声を決定的なものにする。当時のBAAが、ヒースロー空港（Heathrow Airport）やガトウィック空港（Gatwick Airport）など、英国の主要7空港の運営をはじめとする世界最大の空港運営会社であったためである。なお、この買収は、カナダ・ケベック州の公的基金運用機関Caisse de dépôt et placement du Québec

と、シンガポール政府投資公社GICとの共同投資として行われている。

ただ、その後は、英国の競争委員会（Competition Commission）の判断などもあり、いくつかの空港や権益を売却。現在、フェロビアルが運営に携わる空港は、いずれも英国のヒースロー空港、グラスゴー国際空港（Glasgow Airport）、アバディーン空港（Aberdeen International Airport）、サウサンプトン空港（Southampton Airport）の4空港のみである。このうちヒースロー空港は、2012年にBAAから社名を変えたHAH（Heathrow Airport Holdings）が所有しており、フェロビアルはそのHAHの筆頭株主（25%）となっている。また、ほかの3空港は、2014年にHAHから、フェロビアルとマッコーリー・グループが50%ずつ出資して作ったAGS Airports^{注3}に売

図表4 フェロビアル傘下の空港事業会社のEBITDAの推移



出所）Ferrovial、「Integrated Annual Report Ferrovial 2015」などをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注2

Bilbao-Behovia toll road concession（1968年）

注3

AGS Airportsの“AGS”は、所有する3空港、アバディーン空港（Aberdeen International Airport）、グラスゴー国際空港（Glasgow Airport）、サウサンプトン空港（Southampton Airport）の頭文字をとったものである。

却されている。

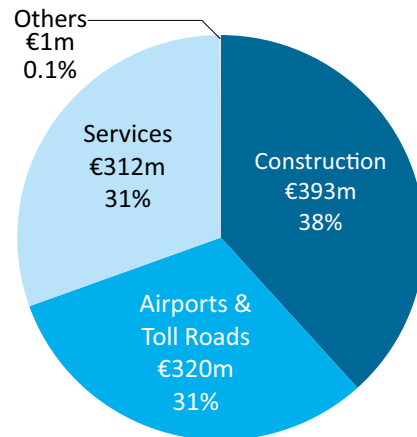
これら4空港合計の年間利用者数は8,900万人。ヒースロー空港だけで約80の航空会社が就航しており、183カ所の目的地と結ばれている。2015年のEBITDAは、HAHが16億800万ポンド、AGS Airportsが7,500万ポンドであった(図表4)。なお、フェロビアルも関空・伊丹の運営事業者選定手続きに参加し、参加資格審査を通過していた(図表1)。

フェロビアルについても事業別EBITDAを見てみると、前述のヴァンシと同様、祖業である建設事業は4割弱で、空港や道路のコンセッション事業と、インフラや施設の維持管理に関連するサービス事業を併せた比率が、6割以上となっていることがわかる(図表5)。この傾向は少なくともここ数年は続いており、実態としてフェロビアルも既に、「インフラを作る会社から運営する会社に変貌している」と言っても過言ではないだろう。

アヴィ・アライアンス

アヴィ・アライアンス(AviAlliance)は、もともとドイツの建設会社ホッホティーフ(HOCHTIEF)がギリシャのアテネ国際空港(Athens International Airport)の開発を行った際、ホッホティーフ・エアポート(HOCHTIEF Airport)として1997年に設立された

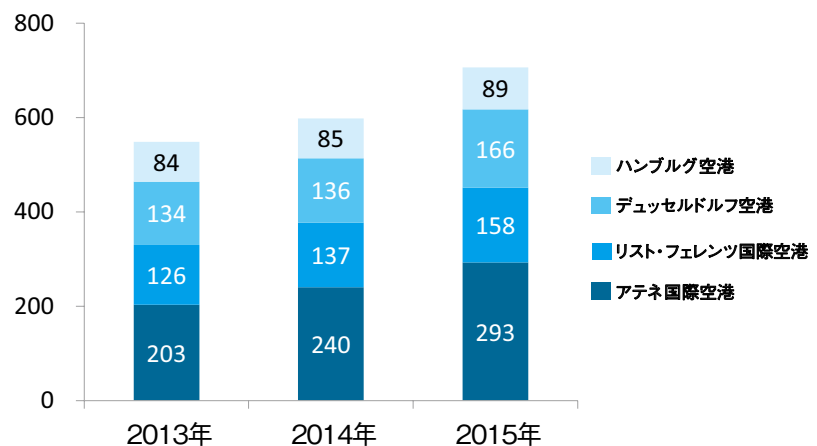
図表5 フェロビアルの事業別 EBITDA



出所) Ferrovial、「Integrated Annual Report Ferrovial 2015」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表6 アヴィ・アライアンスが運営する空港の EBITDA の推移

(百万ユーロ)



出所) AviAlliance、「Company Profile Highlights of 2015 Airport Facts and Figures: Key Facts 2015」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

のが始まりである。その後2013年に、ホッホティーフ・エアポートの全株式をカナダの年金基金 Public Sector Pension Investment Board(PSP Investments)が買収した際、現在のアヴィ・アライアンスに改名している。

現在、アテネ国際空港のほか、ハ

ンガリーのリスト・フェレンツ国際空港(ブダペスト国際空港:Budapest Airport)、ドイツのデュッセルドルフ空港(Düsseldorf Airport)とハンブルク空港(Hamburg Airport)の4空港を所有^{注4}・運営している。なお、2005年より所有^{注5}・運営してきたアル

注4

AviAlliance Capital を含む持分比率は、アテネ国際空港が40%、リスト・フェレンツ国際空港が55.44%、デュッセルドルフ空港が30%、ハンブルク空港が49%となっている。

注5

AviAlliance Capital を含む持分比率は、47%であった。

バニアのティラナ・リナ空港 (Tirana International Airport) は、本年10月、中国光大グループのChina Everbright Limited に売却されている。

これら4空港の利用者数・収益はともに近年増加傾向にあり、2015年の合計の年間利用者数は6,650万人。EBITDAは7億600万ユーロとなっている(図表6)。なお、アヴィ・アライアンスも関空・伊丹の運営事業者選定手続きに参加し、参加資格審査を通過していた(図表1)。

コンセッション方式と建設会社のビジネスモデル

以上のように、今回取り上げた3社はいずれも欧州系で、かつ建設会社を祖業とする空港運営会社であった。このことは、特に欧州の建設会社において、建設請負から空港・道路などのインフラ運営に軸足を移したビジネスモデルが、成功していることを意味するだろう。こうしたビジネスモデルは、我が国の建設会社に

とつても貴重な参考事例となるはずである。早くから欧米の建設会社の事例を研究し、「脱・請負」を掲げる前田建設工業が、今年のコンセッション方式を活用した民営化3案件のうち2件に参与しているのも、その証左と言えるだろう。

「インフラを作る会社から運営する会社へ」——コンセッション方式は、我が国の建設会社のあり方を変えていくのかもしれない。

参考文献

VINCI HP (<https://www.vinci.com/vinci.nsf/en/index.htm>)

VINCI Concessions HP (<http://www.vinci-concessions.com/en>)

VINCI Airports HP (<http://www.vinci-airports.com/en>)

オリックス株式会社、VINCI Airports S.A.S.、News Release「関西・大阪(伊丹)両空港の特定空港運営事業等における優先交渉権者の選定に関するお知らせ」(2015年11月10日)

VINCI、「2015 VINCI's Annual Report」

VINCI、「2014 VINCI's Annual Report」

VINCI、「2013 VINCI's Annual Report」

VINCI、「2012 VINCI's Annual Report」

VINCI、「2011 VINCI's Annual Report」

VINCI、「2010 VINCI's Annual Report」

VINCI、「2009 VINCI's Annual Report」

VINCI、「2008 VINCI's Annual Report」

VINCI、「2007 VINCI's Annual Report」

VINCI、「2006 VINCI's Annual Report」

VINCI Concessions、「2015 VINCI Concessions Activity Report」

VINCI Airports、「2015 VINCI Airports Activity Report」

Ferrovial HP (<http://www.ferrovial.com/en>)

Ferrovial、「Integrated Annual Report Ferrovial 2015」

Ferrovial、「Integrated Annual Report Ferrovial 2014」

Ferrovial、「Integrated Annual Report Ferrovial 2013」

Ferrovial、「Integrated Annual Report Ferrovial 2012」

Ferrovial、「Integrated Annual Report Ferrovial 2011」

LHR Airports HP (<http://www.heathrow.com/company#>)

AviAlliance HP (http://www.avialliance.com/avia_en/0.jhtml)

AviAlliance、「Company Profile Highlights of 2015 Airport Facts and Figures: Key Facts 2015」

AviAlliance、「Corporate Presentation Q4/2016」

HOCHTIEF HP (http://www.hochtief.com/hochtief_en/0.jhtml)

China Everbright Limited HP (<http://www.everbright165.com>)

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。内閣府「民間資金等活用事業推進委員会」専門委員。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13回

店舗修繕の実態からみえた
商業施設のマネジメント

～ 商業事業者へのアンケート・ヒアリングより ～



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)

鎌田 佳子

株式会社ザイマックス不動産総合研究所
マネジャー

山田 賢一

株式会社ザイマックス不動産総合研究所
マネジャー

1.はじめに

ザイマックス不動産総合研究所（以下、「ザイマックス総研」という）はオフィスの修繕に関する寄稿をこれまでに2回行った。本誌2015年3・4月号（vol.24）ではリスクマネジメントの観点から修繕の重要性について定性的に整理し、一方、本誌2016年9・10月号（vol.33）では継続性・準備性を持った修繕が新規成約賃料にプラスの効果があることを定量的に示した。

今回は多店舗展開している商業事業者（以下、「事業者」という）の店舗修繕の実態と問題点について取り上げ、商業施設のマネジメントについて考える。投資家や施設所有者

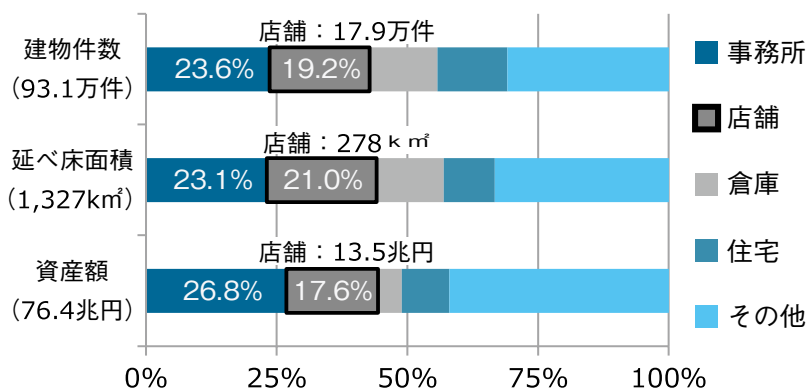
は、事業者の店舗修繕における「考え方」や「価値観」を理解することが重要であり、本稿の内容は、商業施設の維持管理、さらに不動産の価値やキャッシュフロー向上につながる施設マネジメントを検討していく上で示唆に富むものと考えられる。

国土交通省が実施した平成25年

法人土地・建物基本調査によると、工場以外の建物の利用現況において、法人が所有している建物の件数・延べ床面積・資産額いずれも「店舗」は「事務所」に次ぐ第2位のボリュームであり、商業施設はオフィスと並ぶ重要なアセットタイプとなっている

【図表1】。

図表1 法人所有の建物件数・延べ床面積・資産額



(出所) 国土交通省「平成25年法人土地・建物基本調査」よりザイマックス不動産総合研究所作成

今回の調査対象である事業者には幅広い業種業態が含まれ、オフィスなど他のアセットとは異なる商業特有の多様性がある。それを整理したものが以下の①～③である。

①施設形態の多様性:

単独店舗から多数の業種業態を計画的に集積させたショッピングセンターまで、規模・店舗数・施設形態のバリエーションが豊富である。

例)ロードサイド店舗/商業ビル/ショッピングセンター/オフィスビル内店舗

②所有形態の多様性:

事業者の店舗所有および契約形態の違いにより、施設所有者と事業者で工事区分に基づく修繕範囲・内容が異なってくる。

例)土地建物とも自社所有/借地上に建物自社所有/(定期)建物賃借

③業種業態の多様性:

事業者の業種業態により、併設設備、内装や什器、負荷のかかり方は様々で、それら設備の故障リスク、修繕周期も異なる。

例)小売業(食品を扱う)/小売業(食品を扱わない)/飲食業/娯楽業 など

以上のような要因が複合化することで、結果として同一の事業者であっても店舗ごとに修繕の運用実態は変わってくる可能性があり、現実的には、一般的な店舗修繕に関する指針

などはあまり見られない。さらに各事業者は競合他社がどのような取り組みをしているのかという情報もなかなか得られない状況の中で、各自のルールで店舗修繕を行っているのが実態であろう。

この度、ザイマックス総研は、早稲田大学小松幸夫研究室^{注1}との共同研究により事業者の店舗修繕に関するアンケートおよびヒアリングを行った。本稿では、まずアンケート集計結果に基づく店舗修繕の実態について紹介する。次により具体的に、修繕の実態からみえた問題点を整理する。

今回の調査は、実態が分かっている店舗修繕を明らかにする初めての試みであり、投資家・施設所有者・事業者が情報を共有し、商業施設および店舗修繕のレベル向上の一助になることを期待している。

2. 店舗修繕の実態

今回実施した調査では、個人消費を目的とした小売業・飲食業・娯楽業^{注2}のうち、2015年度の売上高が30億円以上の事業者4879社にアンケートを依頼した。設問は、Ⅰ.事業者の事業及び店舗について、Ⅱ.修繕業務について、Ⅲ.修繕実行時の具体的な内容についてで、有効回答数は663社(回

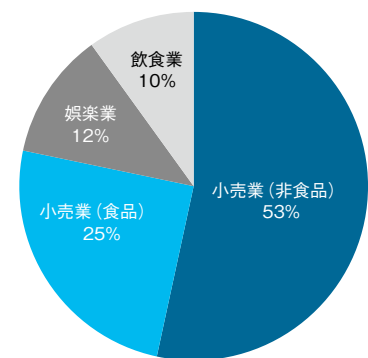
答率136%)となった。なお、店舗については、フランチャイズを除く直営で管理する店舗を対象としている。

以下、①回答事業者と店舗属性、②修繕の方針、③修繕の体制、④修繕の運用についてのアンケート集計結果を紹介する。

①回答事業者と店舗属性

まず、回答した事業者の業種業態を、「食品を扱う小売業」、「食品を扱わない小売業」、専門食・ファーストフード・レストランなどの「飲食業」、カラオケボックス・パチンコホールなどの「娯楽業」の4つに分類した。割合としては、小売業(非食品・食品)が約3/4を占め、続いて娯楽業・飲食業の順となった【図表2】。

図表2 回答事業者の業種業態 (n=663)



業種業態区分について

業種業態区分	例
小売業(食品)	百貨店・総合スーパーなどの各種商品小売業、食品スーパー・コンビニエンスストアなどの飲食物品小売業
小売業(非食品)	織物・衣服・身の回り品小売業、自動車・自転車などの機械器具小売業、家具店・ホームセンター・ドラッグストアなどの食品を扱わない小売業
飲食業	食堂・レストラン・その他専門料理店などの各種飲食業
娯楽業	劇場・フィットネスクラブ・パチンコホール・カラオケボックス業などの各種娯楽業

(出所) ザイマックス不動産総合研究所

注1

早稲田大学小松幸夫研究室ホームページ (<http://www.waseda.jp/sem-ykom/>)

注2

総務省日本産業分類に基づき、現在、日本の主力商業施設であるショッピングセンター・商業ビル・単独店(ロードサイド)などに店出している業種業態を選定

次に、修繕を統括する直営店舗の数を業種業態別にみてみると、飲食業にばらつきがみられ、娯楽業においては10店舗未満の少数店舗事業者が半数以上を占めた【図表3】。また店舗の出店形態としては、ロードサイドの単独出店が約半数、続いてショッピングセンターや商業ビルなどの施設に賃借での出店の順になっている【図表4】。比較的ロードサイドの店舗は、所有の割合が高く、店内の設備に加え建物の躯体までを管理するケースが多いため、修繕対象箇所は多くなる。

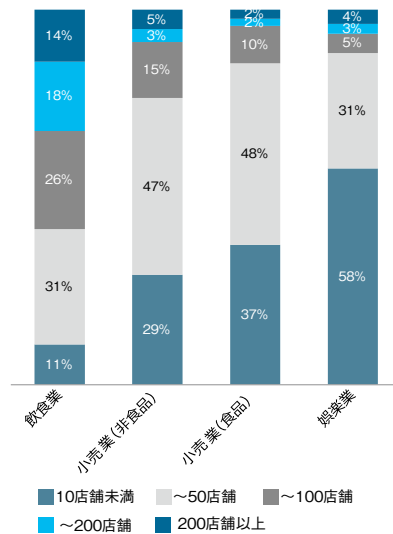
店舗の平均的な売場面積については、飲食業、小売業、娯楽業の順で広がっており、お客様の滞在時間は特に娯楽業が長くなっている【図表5】【図表6】。

②修繕の方針

店舗運営における修繕の方針として、重視する項目を聞いたところ、「お客様の満足」と答える事業者が80%を超え、次いで「お客様の安心・安全」【図表7】となった。緊急性を要する修繕の最重視項目としては「営業継続」であり、次いで「安全性」「コスト」の順であった【図表8】。

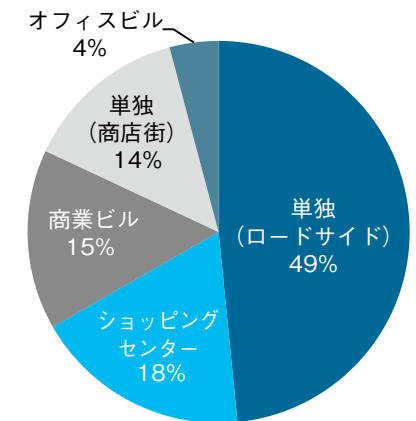
修繕を実施するにあたり、店舗を利用する対象者や目的、リスクの捉え方もオフィスビルとは異なる傾向を持つ。店舗の生産性を高めるためにはお客様の満足が一番と考えられ、快適な状態での営業継続が最重要項目となる。比較的客户の滞在時間が長い飲食業においては、突然の不

図表3 回答事業者の直営店舗数 (n=652)



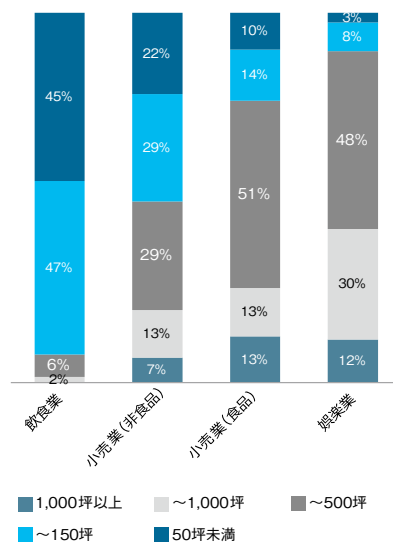
(出所) ザイマックス不動産総合研究所

図表4 直営店舗の出店形態 (n=646)



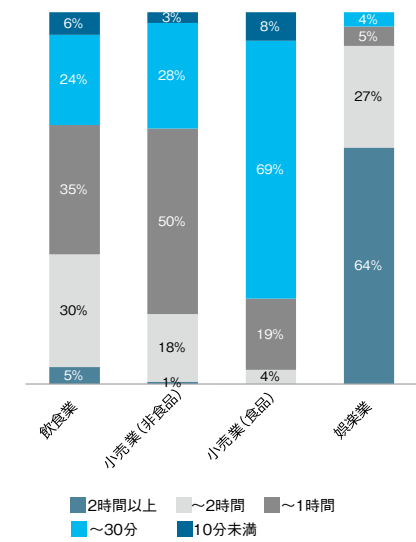
(出所) ザイマックス不動産総合研究所

図表5 平均的な売場面積 (n=644)



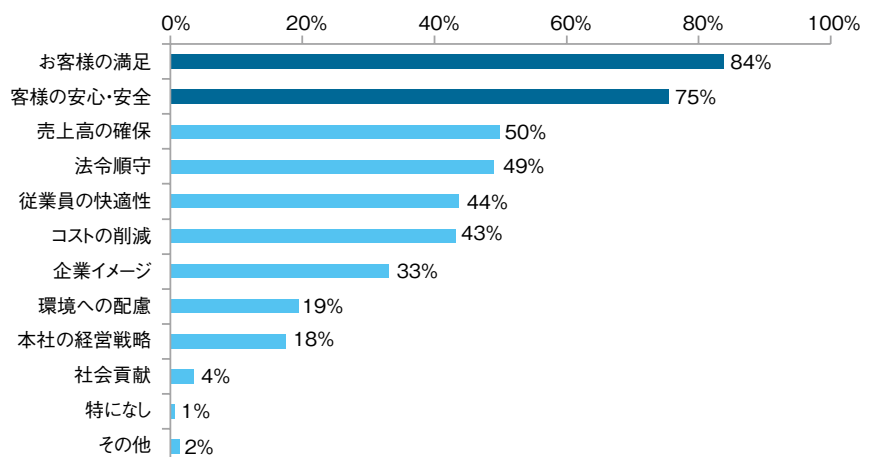
(出所) ザイマックス不動産総合研究所

図表6 平均的なお客様の滞在時間 (n=638)



(出所) ザイマックス不動産総合研究所

図表7 店舗運営において重視する修繕の方針 (複数回答、n=657)



(出所) ザイマックス不動産総合研究所

具合の発生で営業継続の不安をあげる割合は高くなっている【図表9】。

③修繕の体制

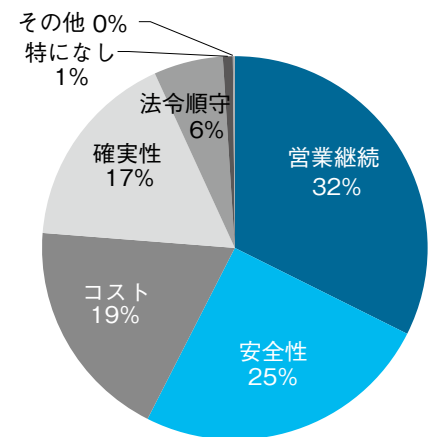
店舗修繕に携わる担当者の体制を、大きく店長、地域統括者、本部の3つに分け修繕1件当たりの権限額をたずねた。店長の権限は、5万円以下が約80%を占め、限られた修繕しか権限をもたない【図表10】。高額な修繕は、本部や経営層の決裁になるが、修繕費用は店舗のP/Lに紐づいている事業者が多く、なるべく長く使用し、壊れてから緊急での対応となる事業者も少なくない。

一方、本部の体制について、修繕担当者は数名で統括している事業者が多く、直営店舗数が増えると担当店舗数も増える傾向にある【図表11】。ヒアリングや自由回答からは、慢性的な人員不足の声と反対に、少人数の体制でも工夫を凝らし、効率的な管理を実施している事業者が見受けられた。

④修繕の運用

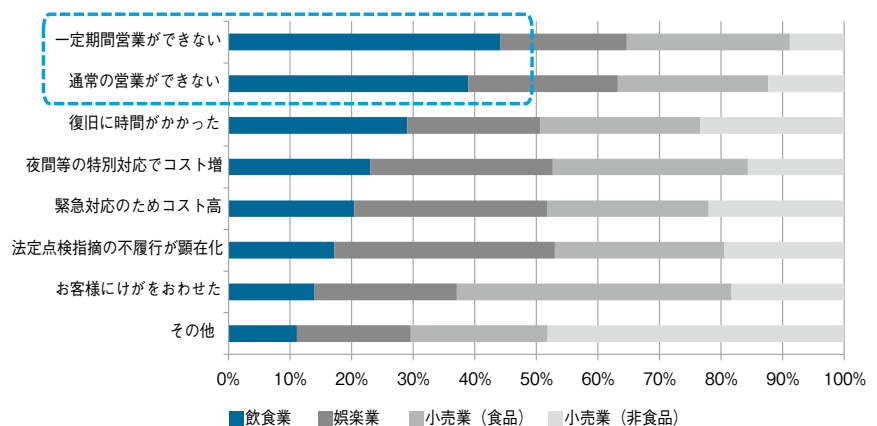
建物や設備は、経年劣化に伴い修繕は必要となる。適正な修繕を怠るとますます劣化は進み、お客様の印象や営業への影響も大きくなる。リスクを最小に抑え良好な店舗運営を続けるための1つの施策として、予防的観点からの取り組みや修繕計画を作成することによって、適切な予算の把握、かつ不具合箇所の予測などができると考えられる。これらの取り組みについて質問した結

図表8 緊急修繕において重視すること (n=602)



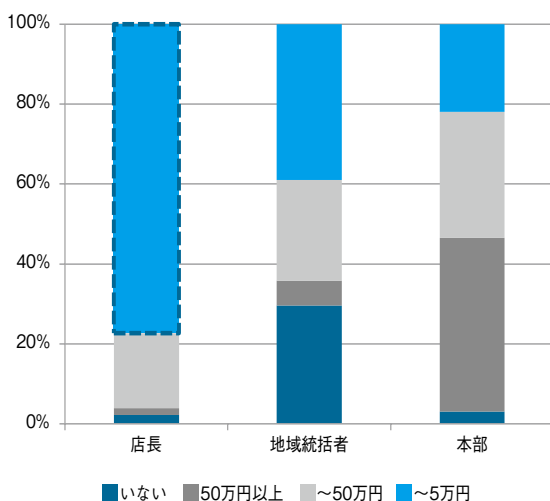
(出所) ザイマックス不動産総合研究所

図表9 突然の不具合で具体的に困ったこと (複数回答、n=657)



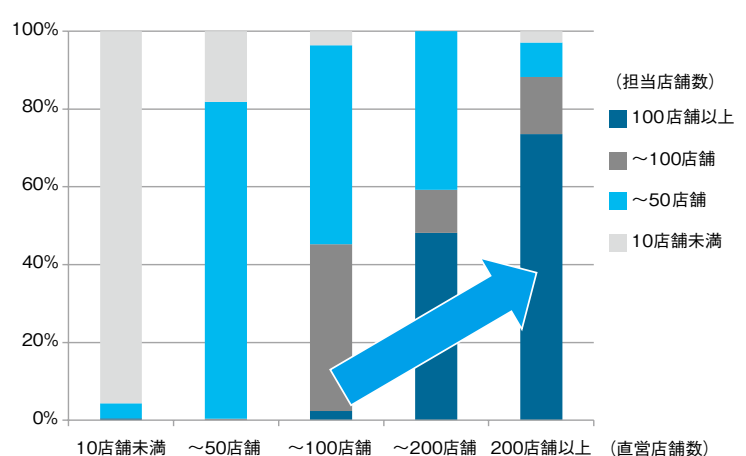
(出所) ザイマックス不動産総合研究所

図表10 修繕1件あたりの決裁権限額 (n=619)



(出所) ザイマックス不動産総合研究所

図表11 本部担当者1人あたりの担当店舗数 (n=623)



(出所) ザイマックス不動産総合研究所

果が以下となる。

修繕計画を作成している事業者は全体の34%であった。業種業態や店舗形態により修繕の箇所も異なってくるが、計画を作成している部位・設備においては空調設備が各業種業態ともに70%以上と高く、飲食業・小売業（食品）の冷凍冷蔵設備の割合も70%以上と高く特徴的であった【図表12】。こちらもお客様の満足・営業継続に直結する設備を優先していることが伺える。

次に、直営店舗数と修繕計画作成の有無との関係を見た。【図表13】のように直営店舗数が増加するにつれ、修繕計画を作成している割合は高くなる。修繕実施時の効率化と経年により増加する修繕費を適正に把握し予算化する傾向がみられる。

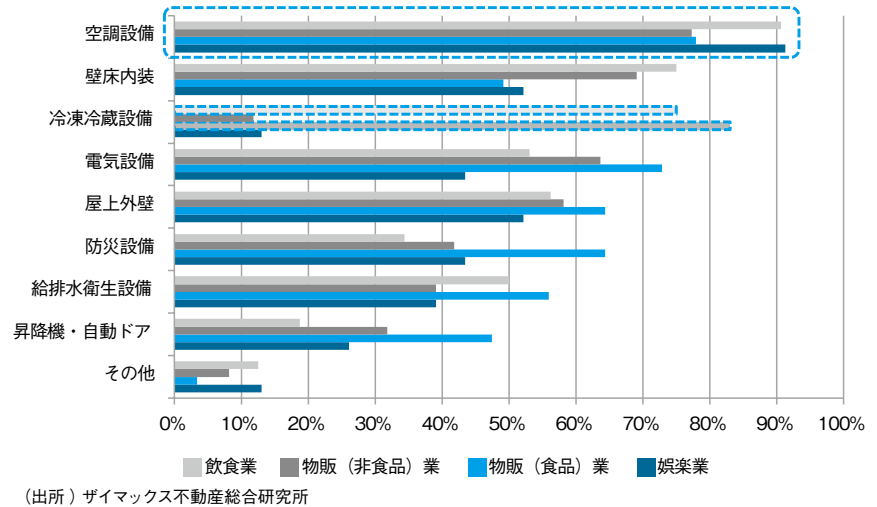
3. 店舗修繕の実態からみえた問題点の整理

①店舗修繕の実態

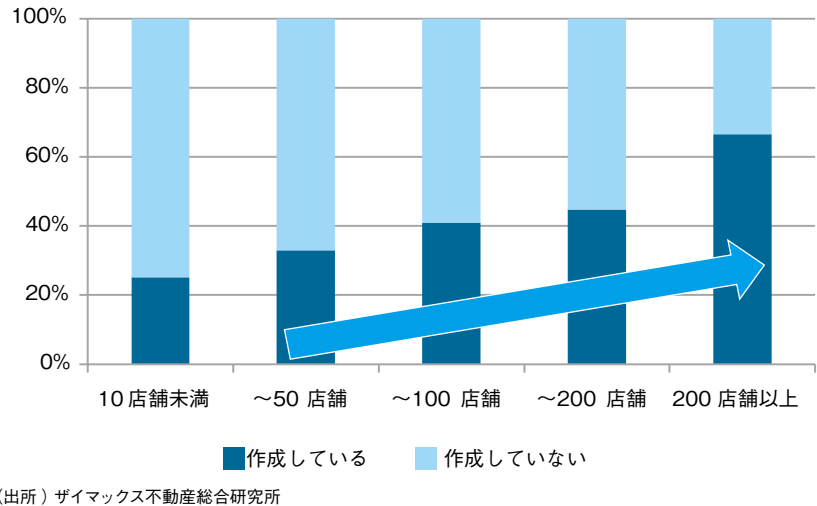
今回のアンケートとヒアリングを通して、店舗の修繕に関する実態として、以下がうかがえた。

- 修繕の方針としてお客様への影響を大きく捉え、営業継続を優先している
- 突発的な不具合の発生に困っている事業者は多く、迅速な対応方法や予防的な施策を模索している
- 本部での修繕業務は、少人数で統括しており、店舗数が増え

図表 12 修繕計画を作成している部位・設備（複数回答、n=224）



図表 13 直営店舗数と修繕計画作成の関係（n=649）



ても担当者数は増えない傾向にある

- 修繕計画を作成している事業者は半数以下、経年劣化に応じた予算計上をしている事業者は多くないと考えられる
- 同業他社がどのような取組をしているか、自社の状態が効率的なのかかわからないなどの声が多く、情報を欲している

②実態からみえた問題点の整理

以上の修繕の実態から事業者が考えるリスクマネジメントや効率的な

修繕の実施につなげるため、さらに問題点について以下のとおり整理をした【図表14】。

(1)本部の体制

本部の修繕担当者は少人数で対応している事業者が多く、店舗数が増えても人員は増えず、担当店舗は増加する傾向にある。少数の担当者が年間数十から数百以上の修繕を実施することになり、修繕が多発する繁忙期には、対応することで精いっぱい、適正なコストの精査や、全てを同時期に実施

することが難しくなってくる。また組織的な体制が整備されておらず、俗人的な対応になる可能性もある。

(2) 突発時の緊急対応

突然の故障で営業継続が危ぶまれる際には、スピード重視の復旧が最優先となり、相見積なしでの実施や夜間対応でコストが割高になることが多い。また、計画的に実施できないため、協力会社の選定や各所の調整などで時間を余計に使い、最悪の場合は営業継続に支障を及ぼすことも考えられる。

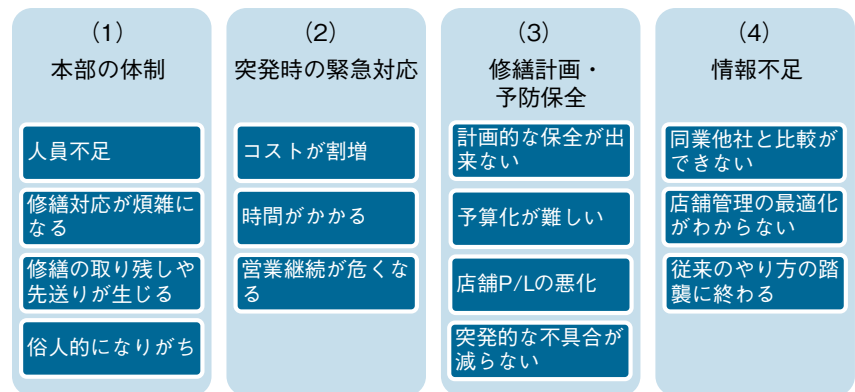
(3) 修繕計画・予防保全

修繕費が店舗のP/Lに紐づく事業者は多い。なるべく長く使用することが経済的と考えられるが、経年劣化が進み、営業継続が危ぶまれるような不具合を放置することは危険である。事前の準備調整ができないばかりか、修繕周期を鑑みない予算化が、店舗の収支を悪化させることもある。また突然の故障の原因として「予兆に気付いていない」ことが多くあげられたが、適切な予防保全をすることで、未然に設備トラブルを防ぎ、突発故障の減少につながるのかもしれない。

(4) 情報不足

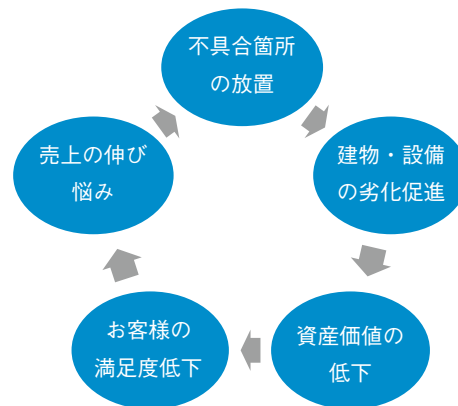
回答者の意見として、「同業他社の情報が欲しい」内容のコメントが一番多くみられた。販売促進など売上向上のための施策については、様々な情報を入手することができるが、修繕に関して同業他社の情報は非常に少ないため、自社の体制が効率的なのか、改善できる

図表 14 修繕の実態と引き起こされる問題点



(出所) ザイマックス不動産総合研究所

図表 15 修繕の負のスパイラル



(出所) ザイマックス不動産総合研究所

点はないのか、改善してもその効果があるかがわからない。よって、新しい施策を進めることにも抵抗があり、結果として各事業者がこれまでの習慣・方針を踏襲してきたケースが多いようだ。

アンケートにより、以上のような現状と問題点を把握した上で、さらに十数社に対してヒアリングを行った。これによりわかったことは、修繕業務に積極的に取り組んでいる事業者は、高い意識を持って維持管理に努めているということである。不具合箇所の放置は、ますます建物や設備の劣化を進め店舗施設の資産の低下につながる

おそれがある。資産価値の低下が進めば、お客様の満足度も下がり、ひいては売上に影響していくことになるという、負のスパイラルに陥いることのないよう、事業者の経営陣自らが修繕業務に対する理解を深め、実行している【図表15】。

店舗は事業者にとって重要な資産である。投資家・施設所有者にとってみればオフィスビルと同様に、商業施設においてもお客様や従業員が滞在する空間を快適な状態で長く維持していくことが、テナントである事業者の不動産・店舗運営にとって大切なことの1つであると考えられる。

4. おわりに

今回のアンケートおよびヒアリングにより、事業者の店舗修繕の実態が明らかになった。具体的には、修繕にあたり、「営業の継続」や「お客様への影響を最小限にすること」を重視していることや、重要な設備・部位だけでも予防保全的な取り組みを実施することで、突発的な修繕の発生リスクを下げている事業者が多いことが分かった。

近年Eコマースの進展が顕著であるが、現状ではいわゆる「リアル店

舗」が大半の事業者にとっていまだに最大のプロフィットセンターである。

不動産目線で商業施設を捉えれば、ストック型社会への移行と建物の築古化、不動産投資の中長期化から、投資期間中の維持管理の重要性は今後、ますます高まると考えられる。店舗修繕においては、施設側で実施する修繕と事業者の修繕は別個のものでなく、施設を中長期的に維持管理するためのマネジメントの一環として捉えることが重要であろう。不適切、不十分な修繕は結果的に「お客様」に迷惑をかけることになり、ま

た、施設の価値毀損にも繋がるリスクがあることに留意する必要がある。

投資家・施設所有者とテナントである事業者が適宜、適切な情報共有と協働をすることにより、WIN-WINの関係を構築し、経年劣化を最小限におさえ、良好な状態で商業施設の維持を目指すことが可能となるであろう。

ザイマックス総研では、今後も商業施設や修繕に関する調査研究を続け、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、CRE、FRICS、MAI、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。

かまた よしこ

マンションディベロッパーにて開発業務に従事後、WE Bアンケート会社の取締役を経て、2008年にザイマックス不動産総合研究所(旧 ザイマックスビルディングサイエンス)に入社。修繕計画に関わる業務に携わりながら、建物管理・修繕系の分析・研究調査を担当。既往研究として、「東京賃貸オフィスビル市場における修繕費の将来予測」「ビルオーナーの実態調査」などがある。神戸大学卒業。

やまだ けんいち

1991年大手流通企業に入社。店舗での販売業務・人事での採用教育業務を経て、本社にて店舗企画業務に従事。10年間以上にわたり、数多くの新規出店・リニューアルの戦略的プランニング業務に携わる。2007年にザイマックスグループ入社。大型複合商業施設の運営管理業務に従事し、その後、コーポレート不動産サポート事業部で小売事業者向けの不動産サポート業務を行う。2014年よりザイマックス不動産総合研究所にて、商業施設、小売業界の調査研究を担当。上智大学文学部卒業。

岡野先生の不動産歴史探訪 ②

鉄道の始まり



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。

今回は不動産を支えるインフラとしての上水事業にスポットを当て、特に東京の水源保守事業を振り返ってみました。不動産のみならず私達の生活や経済活動にとって、各種インフラは無くしてはならないものと言えます。この原稿を書いているのは10月ですが、10月14日は、1872年（明治5年）に新橋―横浜間の鉄道開業日として鉄道の日になっていることもあり、交通インフラとしての鉄道について書いてみたいと思います（写真1は明治時代の新橋駅付近の写真です）。

毎年10月14日の鉄道の日には日比谷公園などでイベントが開催され、全国から鉄道ファンが押し寄せ大盛況となっていますが、皆さんもご存知の通り、日本における鉄道の歴史はそれほど古いものではありません。江戸時代にペリーが蒸気機関車の模型を幕府に献上したことや、長崎の出島に來訪したロシア軍艦の内部に同じような蒸気機関車の模型があったのを、当時の佐賀鍋島藩の藩士が目にしたことなどから、日本にも蒸気機関車製造の技術自体はありました。しかし江戸時代は各藩の自治が重んじられた時代でもあり、藩を超えての大量輸送のニーズはほとんど無く、鉄道の敷設には至らなかったようです。明治時代になっても、鉄道による人や物資の大量輸送による経済的効果よりも、戦時に敵方の利に資する懸念を表明する人が多かったようですから、現在のように、鉄道の駅ができることによって不動産の立地価値が大きく変化するなどという感覚は、一般にはまだ理解されていない時代でした。

江戸時代は大量輸送の手段としての船の利用こそありましたが、徒歩（籠も人力）と馬しかなく、一時的に馬車鉄道の存在があったとはいえ、明治時代になってからの僅かな時間で全国的な鉄道網が出来上がっていったことを考えると、明治時代から昭和初期の人達の近代化へのパワーを改めて感じざるを得ないと思います。中公新書「日本鉄道史（幕末・明治編）」（老川慶喜著）に当時の様子が描かれていますが、幕末に幕府がヨーロッパに

派遣した使節団の一人であった福沢諭吉は、訪れたリヨンの町が鉄道の要地であることが繁栄の要因であると記述したと書かれています。また福沢諭吉は、大資本を必要とする鉄道会社は株式会社の形態をもって行うのが良いと説くなど、まさに現代の鉄道経営を予言したかのようです。また彼が乗車したマルセイユーパリ間の鉄道は、民間営業は100年間で、その後は政府所有になるとのことなので、現在のPFIやPPPの逆バージョンになっているのは興味深い話です。こうした影響もあったのか、後の1883年（明治16年）に国内で開業した日本鉄道（後の東北本線などを路線とした民鉄）は、路線のルート決定などは官主導ではあったものの、西南戦争の影響や政府の資金不足もあって、岩倉具視主導による元大名家の資産などを元手に設立された民間会社だったようです。とはいえ、8%の収支利益の保証が付いていたというから、やはりPFI的な要素が含まれているとも言えるのではないのでしょうか（ちょっと保証率が良すぎる気もしますが）。

ちなみに前述の通り、明治政府になっても鉄道敷設には反対論者も多かったようですが、新政府内にあってこれを強力に推進しようとしたのは、大隈重信や伊藤博文などで、慶應義塾大学と早稲田大学の関係者が共に鉄道事業の推進に関わっていたようです（筆者は早稲田大学の卒業生ですが、そうではない人には余り関係ないかもしれませんが…）。

さて、ここで東京都内の鉄道事情に話を戻してみることにしましょう。都内の鉄道といえば、現在では三ノ輪―早稲田の間の都営荒川線しか残っていませんが、昔の都内の交通手段といえば真っ先の思い浮かぶのは都電（最初は都営ではないので、路面電車と呼ぶのが正しいと思いますが、物心付いた時には都電でした）だったはずです。筆者の年代（50歳代）でも、結構乗った記憶があります。

東京の路面電車は、1903年（明治36年）に当



写真1: 旧新橋駅（明治20年頃）〔増補 写された港区一（芝地区編）…P5〕
平成17年3月31日港区教育委員会編集・発行



写真2: 大正初期の芝区役所前を走る路面電車の様子（現在の御成門交差点付近）
〔増補 写された港区一（芝地区編）…P118〕
平成17年3月31日港区教育委員会編集・発行

初は3つの私鉄が営業開始したのが始まりで、その後三社が統合され東京市に経営が移管され、後に都電の愛称で親しまれる存在となりました。なお、1942年（昭和17年）に制定された陸上交通調整法により翌1943年（昭和18年）の東京都制で全ての路線が都電となりました。この結果最盛期の1962年（昭和37年）には41路線、営業キロは355kmに達していました（写真2は大正時代の路面電車の様子です）。現在関東近郊で最も営業キロ数が多いのは東武鉄道で、有価証券報告書によれば463.3kmです。最も短い相模鉄道は35.9kmで、都内を縦横に行き来している東京メトロですら195.1kmでしたから、まさに都内交通の王様であったことがわかります。この毛細血管のような交通網があったからこそ、その駅などを中心に不動産事業が発達したのではないかとすると、交通インフラの重要性を改めて思い知らされます。

今回は、日本の鉄道会社成功のビジネスモデルと言われる沿線開発の歴史を振り返ってみたいと思います。

建物譲渡特約付借地権について



齋藤 理

長島・大野・常松法律事務所
弁護士

1. はじめに

借地借家法第24条の建物譲渡特約付借地権については、これまで実務上あまり活用されておらず、その存在自体広く認知されているとは言い難いところであるが、近時、有料老人ホーム、サービス付き高齢者向け住宅等のヘルスケアセットの開発・保有に係るストラクチャーを検討する際にかかる建物譲渡特約付借地権をひとつの選択肢とする事例が見受けられる。また、借地を含む開発ストラクチャーを検討する際に、建物譲渡特約付借地権に係る制度との関係が問題となるケースも存する。もっとも、建物譲渡特約付借地権についてはその位置づけが分かりにくく、また、実例が少ないため議論が深まっておらず、不明確な点も少なくない。

本稿では、建物譲渡特約付借地権についてその概要を説明すると共に、制度の位置づけについて検

討することとする。なお、本稿における意見にわたる部分は筆者の個人的な見解であり、筆者の所属する団体の見解ではないことに御留意頂きたい。

2. 制度の位置づけ（その1）

建物譲渡特約付借地権は、借地借家法第22条に定める一般定期借地権、借地借家法第23条第2項に定める事業用借地権^{注1}とともに、平成4年の借地借家法の施行により創設されたものである。その内容は、借地権を設定する場合において、借地権を消滅させるため、その設定後30年以上を経過した日に借地上の建物を借地権設定者に相当の対価で譲渡する旨の特約を定めることができるというものである。かかる建物譲渡特約に基づいて建物が譲渡された場合、借地権は消滅する^{注2}。

かかる建物譲渡特約については、普通借地権の

注1

事業用借地権については、その後、平成20年1月1日に施行された借地借家法の改正により拡充されている。以下、借地借家法第23条第1項に定める借地権を「事業用定期借地権」といい、同条第2項に定める借地権を「事業用借地権」といい、これらを併せて「事業用定期借地権等」という。

みならず、一般定期借地権及び借地借家法第23条第1項の事業用定期借地権に付すことも可能である^{注3}。そのため、建物譲渡特約付借地権は、一般定期借地権、事業用定期借地権等と並ぶ第3の類型と捉えるよりは、普通借地権、一般定期借地権、事業用定期借地権のいずれにも適用可能な建物譲渡特約の有効要件(借地借家法第9条により無効とされないための要件)を定めたものと捉えた方が、その位置づけが明確になるものと思われる。

3. 要 式

建物譲渡特約付借地権の設定を目的とする契約については、事業用定期借地権等とは異なり(借地借家法第23条第3項参照)、公正証書による必要はない。法文上は書面すら必要とされていないが、実務上は契約書を作成することが想定される。

また、建物譲渡特約付借地権を設定するにあたり、借地権及び建物譲渡特約について登記をするのも必要ではない(そもそも、建物譲渡特約について

は登記事項とはされていない。不動産登記法第81条参照。)。もっとも、建物譲渡特約の対象となる借地上の建物については、建物所有権移転請求権保全の仮登記(不動産登記法第105条第2号)をすることが可能であり、建物譲渡特約付借地権を設定する際にはかかる仮登記をするのが一般的である。

4. 建物譲渡特約の時期

借地借家法第24条第1項の「借地権を設定する場合・・・においては、[建物譲渡特約を]定めることができる。」との文言の解釈として、借地権の設定と同一機会に建物譲渡特約の合意をする必要があると解されている^{注4}。

かかる解釈を前提とすると、借地権の設定後、一定期間を経過した後に、建物譲渡特約の合意をした場合、当該建物譲渡特約は借地借家法第9条により無効となり得るものと考えられる^{注5}。

注 2

借地権が消滅する理屈については、①借地権の存続期間満了時に建物を譲渡する場合には、存続期間満了時に借地権者所有の建物が存在しない(建物の所有権が借地権設定者に移転している)ことから、借地借家法第5条の法定更新が生じないため借地権は消滅し、また、②存続期間満了前に建物を譲渡する場合には、借地権設定者が、建物と共にその従たる権利である借地権を取得することにより、借地権が混同(民法第179条、第520条)によって消滅するものと説明されている(寺田逸郎「借地・借家法の改正について」民事月報第47巻第1号(1992年)(以下「寺田文献」という。))97頁、吉田克己「定期借地権」ジュリストNo.1006(1992年)(以下「吉田文献」という。))54頁)。なお、以下では、借地権が土地の賃借権である場合を前提として論じ、借地権が地上権である場合についての議論は割愛する。

注 3

借地借家法第23条第2項の事業用借地権については、その期間が30年未満であるため、建物譲渡特約付借地権の対象とはならない(借地借家法第24条第1項)。もっとも、事業用借地権の存続期間満了時に借地上の建物を譲渡する旨の特約を付すことは可能と解される(稲本洋之助・澤野順彦編「コンメンタール借地借家法〔第3版〕」(日本評論社、2010年)(以下「コンメンタール」という。))181頁(山本豊執筆部分)。

注 4

この点については、借地権設定時には特約の概要のみを定め、建物の内容が明らかになってから建物を特定した譲渡契約が完成するという方式も許容されとの説明がなされている(寺田文献100頁)。

注 5

借地権の設定後において、借地権者と借地権設定者が合意により借地権設定契約を解約する際に、借地権者が借地権設定者に借地上の建物を譲渡することは可能と考えられるところであり、上記のように無効となり得るのは、借地権の存続を前提としつつ、将来において借地上の建物の譲渡により借地権を終了させる旨の合意と考えられる。コンメンタール182頁は「合意解約と建物譲渡契約の組み合わせを期限付きで、あるいは予約の形で行うことは、そのような合意をすることに客観的に合理的な理由があると認められる場合に限って、きわめて例外的にのみ許容されるべきである。」とする。

5. 建物譲渡特約の内容

建物譲渡特約の内容については、①建物譲渡の時期、②建物譲渡の契約形態及び③相当の対価の3点が主として問題となることから以下で順に述べる。

(1) 建物譲渡の時期

建物譲渡の時期については、「その設定後30年以上を経過した日」とされているが(借地借家法第24条第1項)、かかる日は確定日である必要はなく、設定後30年以上を経過した日である限りは、不確定の日とすることも可能と解されている。下記(2)に記載のとおり、売買予約の形式も認められており、設定後30年以上を経過した日以降において借地権設定者が予約完結権を行使した日といった定め方も可能と考えられる。

また、建物譲渡の時期と借地権の存続期間の満了時期は必ずしも一致する必要はない。借地権の存続期間の満了時を建物譲渡の時期と定めることも可能であるし、30年を超える借地権の存続期間を設定した上で、存続期間中に建物譲渡を行うことも可能である。

(2) 建物譲渡の契約形態

建物譲渡の契約形態については特段の制限はなく、期限の到来により当然に建物の譲渡が生じる形の期限付売買と、いずれか又は双方の当事者が予約完結権を持つ売買予約のいずれも可能である^{注6}。

(3) 相当の対価

建物譲渡特約については、建物を「相当の対価」で譲渡することが要件とされている。かかる要件については、30年以上先における相当の対価を予め確定することは困難であり、この点が建物譲渡特約付借地権が普及しないひとつの要因として指摘されているところである。

この相当の対価の意義については、借地借家法第13条及び第14条の建物買取請求権における建物の「時価」と基本的には共通の考え方で捉えられるべきものであるが、時価よりも幅のある概念であると説明されている^{注7}。

具体的な相当の対価の定め方としては、不動産鑑定士の鑑定評価を利用するか、簿価や固定資産税評価額等を参照するといった形で、算定方法を確定しておく方法が例として挙げられる。

予め対価を確定額で定める方法については、当該確定額が30年以上先の建物の譲渡時において「相当の対価」とは認められない可能性が比較的高いものと指摘されている。借地権設定者と借地権者が合意していた対価が「相当の対価」とは認められない場合の効果については、法文上は明記されていないが、建物譲渡特約自体が無効となるのではなく、客観的に相当な対価で譲渡する旨の合意があったとして、建物譲渡の効力は生じるとする見解が有力である^{注8}。

注 6

これらのほかに、代物弁済、交換なども許容されている(比佐和枝「建物譲渡の種類」塩崎勤・澤野順彦編「裁判実務大系第23巻借地借家訴訟法」(青林書院、1995年)258頁参照)。

注 7

寺田文献 99 頁。「相当の対価」に関する議論の状況につき田山輝明・澤野順彦・野澤正充編「別冊法学セミナー no.230 新基本法コンメンタール 借地借家法」(日本評論社、2014年)(以下「新基本法コンメンタール」という。)145 頁(多田利隆執筆部分)参照。

注 8

吉田文献 54 頁。

「相当の対価」又は時価とのみ定めて、具体的な算定方法を確定しないことも考えられるが^{注9}、実務上は、譲渡価格が一義的に定まるような形で契約上規定を置くことが望ましく、不動産鑑定を利用する場合には、鑑定士の選任方法等についても明確な規定を置き、後の紛争を可及的に防止すべきところである。

また、「相当の対価」の要件との関係では、建物を無償で譲渡することの可否も問題となる。無償の場合は当然に「相当の対価」の要件を満たさず建物譲渡特約自体が無効となるとする見解も存するが^{注10}、30年以上という期間を考慮すると、建物が老朽化することにより、譲渡時における建物の価値が、想定される解体撤去費用を下回るケースもあり得るところである。無償とすることに経済合理性が認められるのであれば、無償であってもなお「相当の対価」の要件を満たすとする余地もあり得るように思われる^{注11注12}。

6. 法定賃借権

建物譲渡特約に基づく建物の譲渡により借地権が消滅した場合において、借地権者又は建物の賃借人で建物の使用を継続しているものが請求をしたときは、法定の賃借権が成立する(借地借家法第24条第2項)^{注13}。

かかる法定賃借権の存続期間については、原則として期間の定めのない賃貸借となり、借地権の残存期間があるときは、当該残存期間が法定賃借権の存続期間となる。いずれにせよ、かかる建物の法定賃借権について賃貸人(借地権設定者)が解約の申し入れ又は更新拒絶をするには正当事由が必要となる(借地借家法第28条)。また、法定賃借権の賃料については、当事者の請求により裁判所が定めるものとされている^{注14}。

もっとも、別途借地権者又は建物の賃借人と借地権設定者との間で借地借家法第38条第1項の定期建物賃貸借契約を締結した場合は、当該契約の定

注 9

売買の一方の予約(民法第556条)において、時価で買うとの約定も有効と解されている(大判大正10年3月11日、柚木馨・高木多喜男編「新版注釈民法(14)債権(5)」(有斐閣、1993年)155頁(柚木馨・生熊長幸執筆部分))。

注 10

吉田文献 54 頁。

注 11

水本浩・遠藤浩・田山輝明編「別冊法学セミナー no.199 基本法コンメンタール第二版補訂版借地借家法」(日本評論社、2009年)87頁(澤野順彦執筆部分)。

注 12

なお、建物譲渡特約付借地権における建物譲渡が実際に行われるのは借地借家法の施行から30年が経過する平成34年(2022年)以降となることから、本項に記載する論点を含む建物譲渡特約付借地権に係る論点についての裁判例の蓄積もそれ以降のこととなる。

注 13

かかる法定賃借権が認められる建物の賃借人は借地権設定者に借家権を対抗できない賃借人に限定されるものと解されている(吉田文献 62 頁)。また、コンメンタール 188 頁は、建物の転借人がある場合には転借人についてのみ法定賃借権が認められるものと解すべきとしている。そのため、建物譲渡特約付借地権を有料老人ホームやサービス付き高齢者向け住宅において活用する場合、法定賃借権がどの範囲で成立するのかが問題となり得る。なお、有料老人ホームにおける入居契約の法的性質についての議論につき拙稿「有料老人ホーム・高齢者住宅に関連する法制度と不動産流動化・証券化」本誌 Vol.28 (2010 November-December) 94 頁参照。

注 14

法定賃借権は従前の建物賃貸借契約が承継されるものではないため、別段の合意がない限り、従前の建物賃貸借契約に基づく敷金は建物譲渡の段階で一旦清算され、借地権設定者には承継されないと解されている(澤野順彦「借地借家法 Q&A」(総合法令、1992年)155頁、コンメンタール 188 頁)。

めに従うものとされている^{注15注16}。

7. 制度の位置づけ（その2）

以上で述べた制度概要を前提に、建物譲渡特約付借地権の制度の位置づけについて改めて検討してみたい。

（1）誰のための制度か（借地権設定者のメリット）

建物譲渡特約付借地権については、そもそも誰にどのようなメリットがあるのかという点が分かりにくいところである。

建物譲渡特約付借地権は、借地権者に不利な特約を無効とする借地借家法第9条の例外の要件を定めているものであるから、建物を買取ることにより借地権を消滅させることができるという点で、第一次的には借地権設定者にメリットを与える制度であると捉えるべきであろう。

もっとも、借地権の消滅により不利益を受ける借地権者及び建物の賃借人の利益を保護するために法定賃借権を認めた結果、借地権設定者としては、借地権を消滅させることはできても、対象となる土地及び建物を自ら直接使用し、又は建物を取り壊して新たな用途に利用することができるとは限らないこととなった。その結果、建物譲渡特約を付すことによる借地権設定者のメリットは、土地の所有者兼土地の賃貸人としての立場から、土地建物

の所有者兼建物の賃貸人としての立場に移行することに縮減され、かつ、かかる移行にあたっては「相当の対価」を支払う必要があるため、建物譲渡特約を付すことに実質的なメリットがあるのかが不明確になったものといえる。借地権設定者にとってのメリットが不明確であれば、借地権設定者のメリットに対応した経済的なメリット（例えば地代の減額）を借地人に付与しにくいということも指摘できよう。

（2）借地権者に不利益のない建物譲渡特約の取扱い

他方で、建物譲渡特約付借地権の借地権者にとってのメリットは、借地権の終了にあたり、建物建設に要した投下資本を回収しつつ、法定賃借権によって建物利用権限を確保することができる点にあり^{注17}、比較的理解しやすいところである。

かかる借地権者のメリットに関連して、借地権者に特段の不利益がない建物譲渡特約の借地借家法上の取扱いが問題となるように思われる。例えば、借地権者のみが予約完結権（売却オプション）を持つ場合、借地借家法第24条第1項の定める各要件（設定後30年以上という要件、相当の価格の要件等）を満たす必要があるのであろうか。

この点、建物譲渡特約付借地権の制度が借地権者に不利な特約を無効とする借地借家法第9条の例外の要件を定めているものであることからすれば、借地権者に特段の不利益がない建物譲渡特約

注 15

かかる定期建物賃貸借契約をいつの時点で締結すべきかについては議論がある（新基本法コンメンタール 149 頁参照）。

注 16

以上のほか、建物譲渡特約付借地権の典型論点として、建物が滅失した場合及び建物が再築された場合の処理について議論があるが本稿では割愛する。

注 17

有料老人ホームについては、厚生労働省の定める設置運営標準指導指針において、借地の場合につき、「入居者との入居契約の契約期間の定めがない場合には・・・当初契約の借地契約の期間は30年以上であることとし、自動更新条項が契約に入っていること」と定められている（同指針第4項第3号一八）。一般定期借地権及び事業用定期借地権等については、かかる規定に照らして望ましくないものと考えられるが、建物譲渡特約付借地権については、法定賃借権の存在も考慮すると、借地権者による有料老人ホームの運営事業の継続性は確保されることから、同指針の趣旨には必ずしも抵触するものではないとする余地がある。

については、借地借家法第24条第1項の要件を満たさなくとも有効となり得るものというべきではないかと考えられる^{注18}。

かように考えることで、建物譲渡特約付借地権の制度の位置づけが、より明確になるものと思われる。

注 18

借地権者のみが予約完結権を持つ場合のほか、一般定期借地権又は事業用定期借地権の存続期間満了時に建物を有償又は無償で譲渡する旨の特約についても、一般定期借地権及び事業用定期借地権の場合には借地権設定者が原則として建物収去義務を負担していることからすると、基本的に借地権設定者に有利な特約というべきではないかと考えられる（かかる特約の有効性を認めるものとして寺田文献 93 頁、稲本洋之助・山岸洋・山野目章夫編著、建設省建設経済局宅地課宅地企画調査室監修「定期借地住宅の契約実務」（ダイヤモンド社、1995 年）100 頁、澤野順彦編「実務解説借地借家法〔改訂版〕」（青林書院、2013 年）96 頁、111 頁（吉田修平執筆部分））。

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。

投資法人の最新税務動向

第2回

一時差異等調整引当額(2)



山本 恭司

EY 税理士法人
エグゼクティブディレクター
税理士



古川 英章

EY 税理士法人
エグゼクティブディレクター
税理士

今回は一時差異等調整引当額の概要の説明とその事例の紹介を行ったが、今回と次回に分けて、一時差異等調整引当額のさらに踏み込んだ内容を Q&A 方式で解説する。

なお、文中の意見にあたる部分は筆者の私見であることを、あらかじめお断りしておく。

【問】「一時差異等調整引当額」は分配金を指す名称なのか、それとも資本の取崩しを示す名称なのか？

一時差異等調整引当額(以下「ATA^{注1}」という。)は、投資法人の計算に関する規則(以下「計算規則」という。)第2条第2項第30号に規定されている。

30 一時差異等調整引当額 法第137条第1項本文の規定により、利益を超えて投資主に分配された金額(以下「利益超過分配金額」という。)のうち、次に掲げる額の合計額の範囲内において、利益処分^イに充当するものをいう。

イ 所得超過税会不一致(益金の額から損

金の額を控除して得た額が、収益等の合計額から費用等の合計額を控除して得た額を超える場合における税会不一致をいう。)

ロ 純資産控除項目(第39条第1項第2号及び第3号並びに同条第2項第2号及び第4号に掲げる額の合計額が負となる場合における当該合計額をいう。)

規定中に「利益を超えて投資主に分配された金額のうち」とあるため、ATAは利益超過分配に該当することになる。しかし、なぜ「一時差異等調整分配金」ではなく「一時差異等調整引当額」と呼ぶのか？それは、ATAが分配金を指しているのではなく「利益処分(=分配金)に充当するもの」とされているからであるとする。これは減価償却費を原資とする

注1

Allowance for Temporary difference Adjustment の略

通常の利益超過分配(以下「OPD^{注2}」という。)との比較でみるとわかりやすい。

金銭の分配に係る計算書において最初にATAが計上されるのは、「Ⅱ 利益超過分配金加算額」であり、これが「利益処分に充当するもの」の意味するところである。一方OPDの場合は、Ⅱでは出資総額控除額、「Ⅲ 分配金の額」では利益超過分配金と名称を変えている。

金銭の分配に係る計算書			
(ATA 分配時)		(OPD 分配時)	
I 当期末処分利益	200	I 当期末処分利益	200
Ⅱ 利益超過分配金加算額		Ⅱ 利益超過分配金加算額	
一時差異等調整引当額	100	出資総額控除額	100
Ⅲ 分配金の額	300	Ⅲ 分配金の額	300
うち利益分配金	200	うち利益分配金	200
うち一時差異等調整引当額	100	うち利益超過分配金	100
Ⅳ 次期繰越利益	0	Ⅳ 次期繰越利益	0

貸借対照表(分配直後のイメージ)			
(ATA 分配時)		(OPD 分配時)	
純資産の部		純資産の部	
投資主資本		投資主資本	
出資総額	10,000	出資総額	10,000
出資総額控除額		出資総額控除額	△100
一時差異等調整引当額	△100		
出資総額(純額)	9,900	出資総額(純額)	9,900
剰余金		剰余金	
当期末処分利益	0	当期末処分利益	0
純資産合計	9,900	純資産合計	9,900

すなわち、ATAを「一時差異(=税会不一致)等(=純資産控除項目)に備えた引当金」として考えれば、出資総額を取り崩して利益処分に充当する方が「主」であり、従たる分配金については「一時差異等調整引当額の増加額に相当する分配金」と呼ぶ方が、名称の意図が伝わるのではないかと思われる^{注3}。

【問】①ATAを残したままで任意積立金を積めるのか?
②任意積立金を残したままでATAを分配できるのか?

ATAは利益超過分配の一種であるため、投信法上の扱いはOPDと何ら変わりはない^{注4}。

利益超過分配の根拠規定は投信法第137条第1項の「投資法人は、その投資主に対し、第131条第2項の承認を受けた金銭の分配に係る計算書に基づき、利益を超えて金銭の分配をすることができる。」であり、この「利益を超えて金銭の分配をすることができる」との規定振りから、まず利益をすべて分配した場合に限り、これを超える分配を行うことができると解されるところであり、利益の分配と利益超過分配は投資法人の任意性が働くことなく明確に区分されるものである^{注5}。

ゆえに、圧縮積立金や一時差異等調整積立金な

注2

Optimal Payable Distribution の略。一般に OPD は利益超過分配全体を指すが、本稿では ATA と区別するために「その他の利益超過分配」を OPD と呼ぶことにする。

注3

計算規則では ATA を「利益超過分配金額のうち～もの」と規定しているので、ATA を分配金と呼んでも決して誤りではない。

注4

投信法、投信法施行令及び投信法施行規則には「一時差異等調整引当額」の文字は一切ない。

注5

国税庁ホームページ質疑応答事例『租税特別措置法第67条の15《投資法人に係る課税の特例》の規定の適用を受ける投資法人におけるみなし配当の計算について』より抜粋。投資法人の利益の分配と利益超過分配は「明確に区分されるものである」ため、みなし配当の計算上は、株式会社の資本剰余金と利益剰余金を同時に配当した場合の取扱いと異なり、役員会において「利益の分配に係る承認」と「利益を超える金銭の分配に係る承認」を別々の議案として決議することを前提に、利益超過分配を単独で(利益の分配と合算せずに)プロラタ計算できる旨の回答が行われた。なお、この質疑応答事例は、現在は削除されている。

どの任意積立金は「投信法上の利益」に該当することから、これらを温存したままでは利益超過分配はできず、よってATAも分配できないこととなる。税会不一致による課税の軽減を目的としてATAを分配したいのであれば、まず圧縮積立金や一時差異等調整積立金などの任意積立金をすべて取り崩して利益分配してはじめてATAの分配が可能となる。

したがって、②の回答は「No」なのであるが、ここに繰延ヘッジ損失が絡むとややこしくなる。ただし、次の原則に従えば、回答は容易なはずである。

原則1	「投信法上の利益」を温存したままでの利益超過分配は不可
原則2	ATAはその原因となった税会不一致等が解消した場合にしか戻し入れることはできない

まず、①の回答は「Yes」である。原則1から、任意積立金を温存したままでは利益超過分配はできないが、その逆に制限はない。さらに言えば、原則2から、税会不一致等が解消しない限りATAを戻し入れることはできないので、当然ATAを残したまま任意積立金を積めることになる。

次に、②で繰延ヘッジ損失がある場合、「任意積立金の額＜繰延ヘッジ損失の額」のときは、その任意積立金は全て「投信法上の利益」ではないため、原則1に抵触することなく、利益超過分配は可能である(右の事例のケース1)。また「任意積立金の額＞繰延ヘッジ損失の額」のときは、その超過する部分は「投信法上の利益」に該当するため、利益超過分配はできない。よって、ATAを分配したいのであれば、まず任意積立金のうち繰延ヘッジ損失の額を超過する部分を取り崩して分配する必要がある(同ケース2)。

ところで、ケース1の状態では利益超過分配を行うときに、任意積立金を取り崩す必要があるかを聞かれることがあるが、その回答は「No」である。任意積立金はそれ自身を使用する「未処理損失の補填」や「利益分配」の際には取り崩す必要があるが、利益超過分配のために使用する訳ではないので、任意積立金を温存したままでも利益超過分配は可能である^{注6}。

【前提】 税務上の所得は300(所得超過税会不一致100が発生)
課税を避けるためには利益とATAで合計300の分配が必要

ケース1	ケース2
純資産の部	純資産の部
投資主資本	投資主資本
出資総額 10,000	出資総額 10,000
剰余金	剰余金
圧縮積立金 20	圧縮積立金 70
当期末処分利益 200	当期末処分利益 200
評価・換算差額等	評価・換算差額等
繰延ヘッジ損益 △50	繰延ヘッジ損益 △50
純資産合計 10,170	純資産合計 10,220

投信法上の利益＝170のため、利益170とATA130を分配

任意積立金20＜繰延ヘッジ損失50のため、圧縮積立金は取崩し不要

投信法上の利益＝220のため、利益220とATA80を分配

任意積立金70＞繰延ヘッジ損失50のため(当期末処分利益は200しかない)で圧縮積立金20を取り崩す必要がある^{注7}

注6

ただし、ケース1において、翌期に繰延ヘッジ損益△50が解消し、それに対応するATAを利益をもって戻し入れる際には、前期繰越利益が30しかないため、圧縮積立金の取崩しが必要となる。

注7

実際には圧縮積立金20の取崩しに対応して税務上の所得も20増加するため、課税を避けるためにはATA20の追加分配が必要となる。注6においても同様。

【問】 ATAは必ず戻し入れる必要があるか？

計算規則第62条第13号において「一時差異等調整引当額の戻入れ及び一時差異等調整積立金の取崩しの処理に関する事項」の貸借対照表への注記が求められているが、戻入れを義務付けているようには読めない。しかし、投資信託協会の『不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則』第43条の3及び第43条の3の2において、ATAの「戻入れの具体的な方法」の注記が求められており、さらに同協会の『投資法人の「一時差異等調整引当額等」の処理に関するQ&A』（問4）において「一時差異等調整引当額の計上は、会計と税務における損益の認識のタイミングの調整のために行われるものであるため、当該引当額の計上に起因した税会不一致が解消したタイミングにおいてその戻入れが行われることとなります。」との解説もあるため、税会不一致が解消したらATAの戻入れは必須と考えるべきであろう。

ただし、税会不一致には、将来解消が見込まれるものと見込まれないものがあり、解消が見込まれないもの(永久差異)に関しては、戻入れは不要と考えられる^{注8}。

ATAの発生事由	具体例	解消時	戻入れの要否
① 税会不一致(一時差異)	減損損失	物件売却、減価償却超過額認容(建物部分)	必要
	資産除去債務(利息費用を含む)、定期借地権償却	物件売却、借地権の返還	必要
② 税会不一致(永久差異)	のれん償却	解消しない	不要
③ 純資産控除項目	繰延ヘッジ損失	損失額の減少	必要

注8

ATAの戻入れは「利益」をもって行われるため、翌期以降の利益分配額に影響を与えることになる。戻入れを踏まえたATAの割当方法については、次回解説する予定である。

注9

計算規則第2条第2項第31号

【問】 利益超過税会不一致の状態では純資産控除項目が発生している場合、ATAの分配限度額の算定上は両者を相殺する必要があるのか？

「利益超過税会不一致」は、「会計上の利益>税務上の所得」となる場合のその差額をいい^{注9}、所得超過税会不一致とは反対の概念である。ATAは、計算規則第2条第2項第30号(P79参照)において、

(イ) 所得超過税会不一致

(ロ) 純資産控除項目

の合計額の範囲内で行うものと定義されており、ATAの分配限度額の計算上(イ)に該当しない「利益超過税会不一致」を考慮する必要がないことから、両者を相殺する必要はないと考えられる。

では、所得超過税会不一致の状態では「純資産控除項目の合計額が正」の場合はどうか。

純資産控除項目は「～に掲げる額の合計額が負となる場合における当該合計額」と定義されており、合計額が正になる場合は(ロ)に該当しないことから、やはりATAの分配限度額の計算上は両者を相殺する必要はないと考えられる^{注10}。

なお、ATAを分配するために(投信法上の利益である)圧縮積立金を取り崩して分配しなければならない場合、この取崩額は税務上の所得に加算される結果(イ)が拡大するため、ATAの枠も拡大することになる^{注11}。

【問】 ATAでカバーできない税会不一致には何があるか？

前回述べたように、所得超過税会不一致の算定上、会計上の利益は次のように計算される。

収益等の合計額から費用等の合計額を控除して得た額(会計ベース)
=各事業年度の当期純利益(税引後)
+交際費等のうち税務上損金不算入となるもの
+寄附金のうち税務上損金不算入となるもの
+法人税、地方法人税、法人住民税

この算式における「+」の項目が、ATAでカバーできない税会不一致となる^{注12}。このうち、法人税、地方法人税、法人住民税は、税務上の所得に対して課される税金であるため、ATAの分配(損金算入)で所得を減らすことにより、これらの税金を軽減することが可能である。

ただし、当期の税会不一致はATAの分配で解消することができても、過去の事業年度において税会不一致が増加した場合には、過去に遡ってATAを分配することはできないため、更正処分や修正申告等により過去の事業年度に係る法人税等が増加するようなケースでは、それらを減らす手立ては無く、発生した「過年度法人税等」は当期の損益計算書に計上されることから、ATAでカバーできない税会不一致となる。

また、所得超過税会不一致の算定上は、会計上の利益も税務上の所得も「単年度利益」の比較になるため^{注13}、前期に会計上だけ欠損が発生したようなケースでは、当期の単年度利益の比較では「所得超過税会不一致」が発生しないことからATAの枠はないが、利益の分配計算においては先に前期繰越損失の穴埋めを行う必要があることから、利益分配額が税務上の所得金額に満たずに課税されることになる。これもATAでカバーできない税会不一致の一つであると言えよう^{注14}。

注 10

ATAの分配限度額の計算上は両者を相殺する必要はないが、純資産控除項目の合計額が正の場合は「投信法上の利益」になるため、そのままではATAを分配できない。

注 11

取り崩した圧縮積立金については、分配すれば損金算入されるため税会不一致にはならないが、(イ)は支払配当損金算入前の税務上の所得と会計上の利益との比較で算出するため、取崩しによって加算された金額は(イ)を構成することになる。

注 12

法人税法上損金算入されない事業税の未払計上額、法人税等調整額、延滞税等は、この算式に含まれていないため、ATAの対象になると考えられる。

注 13

「会計上の利益」は当期純利益がベースとなり、「税務上の所得」は支払配当損金算入前かつ繰越欠損金控除前の所得がベースとなる。

注 14

このケースにおいて課税を回避するためには、前回解説した損失処理(無償減資による欠損填補)が有効である。

やまもと きょうじ

税理士

EY 税理士法人 グローバルコンプライアンスアンドレポーティンググループ 不動産チーム エグゼクティブディレクター
第一勧業銀行を経て1992年太田昭とアーンストアンドヤング(現EY 税理士法人)に入社。2001年のJリート創設当初から税務実務に携わり、現在はEY 税理士法人における投資法人分野の責任者。

ふるかわ ひであき

税理士

EY 税理士法人 グローバルコンプライアンスアンドレポーティンググループ 不動産チーム エグゼクティブディレクター
大手外資系税理士法人および米国系大手ノンバンクを経て、2014年EY 税理士法人に入社。国内外の事業法人、金融機関、REIT、投資ファンド向けに不動産・インフラ・大型動産に関連する税務アドバイスおよびコンプライアンス業務を提供。Jリートについては2001年の創設時より税務実務に関与している。

不動産ファンドに関する国際財務報告基準

第45回 投資不動産における資産の取得と 事業の取得との区分について



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

1.はじめに

本連載は、不動産ファンドに関する国際財務報告基準(「IFRS」)の基本的な考え方と最新の動向を解説することを目的として連載しています。

今回は投資不動産を取得した際の会計処理の考え方として、資産の取得として考える場合と事業の取得(企業結合)として考える場合についてのIFRSや米国会計基準での議論について紹介します。

投資不動産を取得した際に、企業結合(事業の取得)とする考え方は固定資産の取得として取扱う日本の会計実務からするとあまり馴染みがない考え方ですが、例えば、米国会計基準では投資不動産を取得した際、資産の取得であってもPPA(Purchase Price Allocation)により、取得コストを土地や建物といった固定資産に配分するほ

か、現契約賃料が市場賃料水準と比較して高いもしくは低いという契約上の有利・不利について無形資産を識別するなどの実務があり、投資不動産の取得の際に、固定資産以外の無形資産を計上する実務が定着しています。参考として、米国リートでの開示例を図表1に示します。

また、米国リートでは従業員がおり、企業結合に

図表1 米国リートの開示例

	2015	2016
In-place lease intangibles	\$ 431,000	\$ 410,000
Accumulated depreciation	(243,000)	(200,000)
In-place lease intangibles, net	<u>\$ 188,000</u>	<u>\$ 210,000</u>
Acquired above market lease intangibles	\$ 183,000	\$ 225,000
Accumulated amortization	(116,000)	(150,000)
Acquired above market lease intangibles, net	<u>\$ 67,000</u>	<u>\$ 75,000</u>

Purchase Accounting

We allocate the purchase price of acquisitions and any excess investment in unconsolidated entities to the various components of the acquisition based upon the fair value of each component which may be derived from various observable or unobservable inputs and assumptions. Also, we may utilize third party valuation specialists. These components typically include buildings, land and intangibles related to in-place leases and we estimate:

- the fair value of land and related improvements and buildings on an as-if-vacant basis,
- the market value of in-place leases based upon our best estimate of current market rents and amortize the resulting market rent adjustment into revenues,
- the value of costs to obtain tenants, including tenant allowances and improvements and leasing commissions, and
- the value of revenue and recovery of costs foregone during a reasonable lease-up period, as if the space was vacant.

The fair value of buildings is depreciated over the estimated remaining life of the acquired building or related improvements. We amortize tenant improvements, in-place lease assets and other lease-related intangibles over the remaining life of the underlying leases. We also estimate the value of other acquired intangible assets, if any, which are amortized over the remaining life of the underlying related intangibles.

該当するような不動産ポートフォリオの取得もあります。資産の取得と企業結合では、のれん、取得コスト及び繰延税金等いくつか会計処理が異なる部分があるため、このようなケースでは、それが企業結合に該当するのか、資産の取得に該当するのかを検討する必要があります。

2. IFRS 第3号 企業結合の経緯

まず、IFRS 第3号「企業結合」のこれまでの大まかな基準公表、その他公開草案等の時系列を整理すると図表2のようになります。

2014年1月の適用後レビューを踏まえ、直近では、2016年6月「事業の定義及び従来保有していた持分の会計処理(IFRS 第3号及びIFRS 第11号の修正案)」(以下「IFRS 第3号の修正案」とします。)として、これら2つの基準について狭い範囲で修正を行う公開草案を発表しています。なお、コメント期限は2016年10月末です。修正案が必要となった

理由については後述します。

3. IFRS 第3号 適用後レビュー

前項に説明したとおり、2014年1月からIFRS 第3号の適用後レビューが行われましたが、その際、事業の定義に関して以下の論点にコメントが募集されました。

質 問

- (a) 企業結合が資産の取得と、異なる会計処理を有していることの便益はあるか。あるとすれば、便益はどのようなものか。
- (b) 事業に該当するかどうかを判定するために取引を評価する際に直面した、実務における適用、監査又は執行上の主な課題は何か。実務における適用上の課題について記述いただく場合、回答者が評価の際に考慮に入れている主要な考慮事項についても記

図表2 IASB 企業結合プロジェクト 経緯

年月	内容	ポイント
2001 年	IAS 第 22 号「企業結合」の見直しを開始	
2004 年 3 月	IFRS 第 3 号「企業結合」、IAS 第 36 号「資産の減損」及び IAS 第 38 号「無形資産」の改訂版を公表	主な変更 ・持分プーリング法を認めず取得法を企業結合の唯一の会計処理方法とする。 ・耐用年数が確定できない資産及びのれんは、償却せず、減損テストを毎年行う。 ・負ののれんは、取得企業が純損益に認識する。
2005 年 6 月	IFRS 第 3 号「企業結合」の修正案の公開草案を IAS 第 27 号「連結及び個別財務諸表」の修正案の公開草案とともに公表	FASB との共同プロジェクト
2008 年 1 月	IFRS 第 3 号「企業結合」(2008 年改訂) 及び IAS 第 27 号「連結及び個別財務諸表」(2008 年改訂) を公表	主な変更 ・取得関連コストは費用とし、条件付対価は取得日に公正価値で認識する。 ・非支配持分は公正価値又は被取得企業の識別可能性純資産の認識金額に対する現在の所有金融商品の比例的な持分のいずれかで測定する。
2014 年 1 月	適用後レビュー IFRS 第 3 号「企業結合」においてコメント募集	
2016 年 6 月	事業の定義及び従来保有していた持分の会計処理 IFRS 第 3 号及び IFRS 第 11 号の修正案を公表	主な変更点 ・企業結合における事業の定義を変更する。

述いただきたい。

なお、これらの質問の背景として、資産の取得と企業結合とでは会計処理において、主に以下の点の相違があることが挙げられています。

- 識別可能な純資産を超えて支払われるプレミアムの会計処理。こうしたプレミアムは、企業結合においては別個の資産(のれん)として認識され、資産の取得においては識別可能な資産に公正価値の比率に基づいて配分される。
- 繰延税金の会計処理。資産及び負債の当初認識により生じる繰延税金資産又は繰延税金負債は、企業結合の場合には取得日に認識されるが、資産の取得の場合には認識されない。
- 取得関連コストの会計処理。資産の取得の場合には、取得した資産の取得原価の一部として資産計上されるが、企業結合の場合には費用として認識される(ただし、負債証券又は持分証券の発行コストは例外とする)。

また、IFRS第3号における事業の定義は過去にも変更されており、IFRS第3号(2004年)における事業の定義と改訂されたIFRS第3号(2008年)とではその定義が以下のように異なっています。

- IFRS第3号(2004年)では、「事業(business)」を「次のいずれかを提供する目的で実施され管理される活動及び資産の統合された組合せ:(a)投資者へのリターン、又は(b)契約者又は参加者にとっての直接的で比例的なコストの低減又は経済的便益」と定義し、「企業結合」を「別個の企業又は事業を単一の報告企業に統合すること」と定義していました。
- これに対して、IFRS第3号(2008年)では、「事業」の定義を次のように修正しています。「投資家又はその他の所有者、構成員又は参加者に対して、配当、コストの低減又はその他の経済的便益という形でのリターンを直接的に提供する目的で実施され管理される、活動及び資産の統合され

た組合せ」。また、「企業結合」の定義も次のように修正しています。「取得企業が1つ又は複数の事業に対する支配を獲得する取引又はその他の事象。『真の合併』又は『対等合併』と呼ばれることのある取引も、本基準で使用されている意味での企業結合である」。

4. IFRS第3号の修正案の背景

前項に説明のとおり、IASBは2014年及び2015年にIFRS第3号の適用後レビュー(Post Implementation Review, PIR)を実施しました。この適用後レビューにより、IFRS第3号において事業の定義について基準の適用が困難であることが明らかとなったため、このIFRS3号の修正案が提案されました。修正案はIFRS3号を適用する際に、事業取得と資産の取得とを区別するためのより明確な指針を規定することを目的としています。

なお、IFRS第3号は米国財務会計基準審議会(FASB)の共同プロジェクトであり、IFRS基準と米国会計基準における企業結合の要求事項は基本的にコンバージェンスされています。そのため、FASBもIASBと平仄をとり、同趣旨の適用後レビューを行った結果、同様に事業の定義に関する適用上の問題を指摘されたため、2015年11月に会計基準更新書案(ASU案)「事業の定義の明確化」を公表しています。今回も、このASU案とIFRS第3号の修正案とは基本的にコンバージェンスされた暫定的結論に基づいています。

5. IFRS第3号の修正案の内容

IFRS第3号の修正案B7項において、「事業」の定義付けを、インプット、アウトプット及びプロセスの3つの要素により行っています(図表3)。すなわち、事業はインプットとインプットに適用されるアウトプットの創出に寄与する能力を有するプロセスとで構成されるとしています。なお、IFRS第3号の修正案ではアウトプットの定義の修正等が行われているほか、

事業には通常アウトプットが存在するが、活動及び資産の統合された組合せが事業としての要件を満たすのにアウトプットが必ずしも要求されるものではないという点の変更及び判断フローチャートの追加記載がなされています(IFRS第3修正案、B7,B8,B8A)。

今回のIFRS第3号の修正案で追加されたフローチャート(IFRS3修正案.B8A(図表4))を具体的に説明します。すなわち、ある取引が事業の取得なのかどうか、資産の取得なのかを評価するためには、まず、取得した総資産の公正価値のほとんどすべてが単一の資産又は類似した資産のグループに集中しているかどうかを評価し、公正価値が集中している場合には、当該取引は事業の取得ではないと判断されます(図表4判断1)。

該当しない場合には、さらに追加的な評価を行います。すなわち、取得した活動及び資産の組合せが実質的なプロセスを含んでいるかどうかを評価します(図表4判断2)。

不動産ファンドが投資不動産を取得した際の具体的な適用について、次項以降で説明します。

た識別可能な資産のグループに集中している場合には、その活動及び資産の組合せは事業ではない。取得した総資産の公正価値には、取得したインプット、契約、プロセス、労働力及び他の識別可能ではない無形資産が含まれる。取得した総資産の公正価値は、支払った対価の公正価値(非支配持分及び従来保有していた持分があれば、その公正価値も加算)に、引き受けた負債の公正価値を加算することによって算定することができる。(IFRS3修正案.B11A)

- IFRS第3号修正案B11A項のテストに関して、単一の識別可能な資産とは、企業結合において単一の識別可能な資産として認識され測定されるであろう資産又は資産グループである。さらに、こ

図表3 事業の3要素

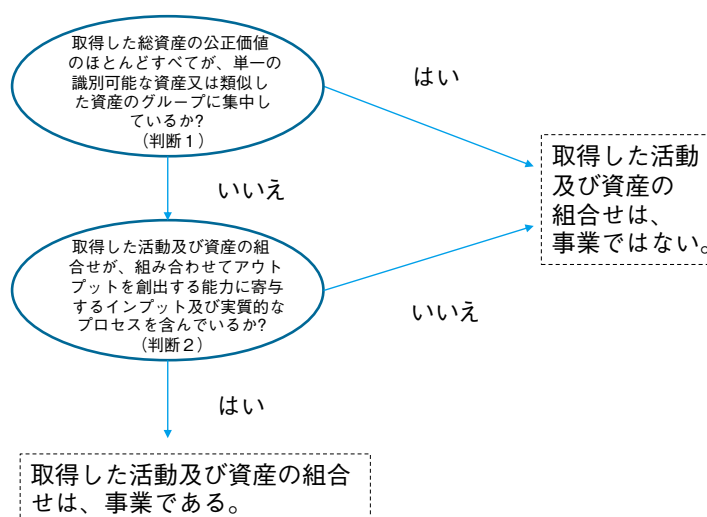
3つの要素	定義	具体例
インプット	アウトプットを創出する、またはアウトプットの創出に寄与する能力を有している経済的資源	材料、固定資産、権利、従業員
プロセス	アウトプットを創出する、またはアウトプットの創出に寄与する能力を有しているシステム、標準、プロトコル、慣習または規則 ⇒ 文書化、組織化された労働力の知的能力	戦略的経営・営業・資源管理プロセス
アウトプット	インプット及び当該インプットに適用されたプロセスの成果	顧客への財・サービス、配当

6. 公正価値の集中の評価(判断1)

IFRS第3号の修正案では公正価値の集中の評価に関して以下の条項が設けられています。

- 取引が主として単一の資産又は資産グループの購入である場合には、その取引は企業結合ではない。したがって、取得した総資産の公正価値のほとんどすべてが単一の識別可能な資産又は類似し

図表4 事業判定フローチャート



の評価に関しては、他の有形資産に付随していて、物理的に除去して単独で使用する事が多大なコストの発生又はいずれかの資産の効用若しくは公正価値の大幅な減少を伴ってしかできない有形資産は、単一の識別可能な資産とみなさなければならない。(IFRS3修正案.B11B)

- さらに、IFRS第3号修正案B11A項のテストに関して、下記の資産は、単一の識別可能な資産に統合したり、類似した識別可能な資産のグループとみなしたりしてはならない。

- (a) 独立して識別可能な有形資産と無形資産
- (b) 異なるクラスの有形資産(例えば、棚卸資産及び製造設備)。ただし、IFRS第3号修正案B11B項の単一の識別可能な資産とみなされる要件に該当する場合を除く。
- (c) 異なる無形資産クラスの中の識別可能な無形資産(例えば、顧客関連の無形資産、商標、仕掛中の研究開発)
- (d) 金融資産と非金融資産
- (e) 異なるクラスの金融資産(例えば、現金、売掛金、有価証券)
(IFRS3修正案.B11C)

具体的な事例として、投資不動産に関連して以下の設例が挙げられています。このケースでは賃貸中の住宅ポートフォリオの取得は、事業の取得には該当しないという結論となっています。

IFRS第3号修正案 設例A——戸建て住宅の取得

- ある企業(購入者)が、それぞれが実行中のリースのある10戸の戸建て住宅のポートフォリオを購入する。それぞれの戸建て住宅は、土地、建物及び内部造作を含んでいる。各戸の床面積と内装デザインは異なっている。従業員、他の資産、他の活動の移転はない。(IFRS3修正案.IE74)
- 購入者はまずB11A項からB11C項のガイダンスを考慮し、次のような結論を下す。(IFRS3修正案.IE75)
 - (a) それぞれの戸建て住宅はB11B項に従って単一の資産と考えることができる。その理由は、

(i)建物と内部造作は土地に付随しており、多大なコストを掛けないと除去できず、(ii)建物と実行中のリースは、企業結合において単一の識別可能な資産として認識され測定されることになるので、単一の資産と考えられる(B42項参照)。

- (b) 10戸の戸建て住宅は類似した資産のグループである。当該資産(すべて戸建て住宅である)は性質が類似しているからである。
- (c) 取得した総資産の公正価値のほとんどすべてが、類似した有形資産のグループに集中している。

- したがって、購入した活動及び資産の組合せは事業ではない。(IFRS3修正案.IE76)

7. 取得したプロセスが実質的なかどうかの評価 (判断2) その1

活動及び資産の組合せが実質的なプロセスを含んでいるかどうかの評価の際、取得日時点のアウトプットの有無に従い、以下のような枠組みが示されています。(IFRS3.B12)

取得したプロセスが実質的なかどうかの評価において、取得日時点でアウトプットがある場合には、以下のいずれかに該当すれば事業に該当します。(IFRS3修正案.B12B)

- 取得したプロセスを遂行してアウトプットの生産を継続するのに必要な技能、知識又は経験を有する組織化された労働力が含まれている。
- アウトプットの生産を継続する能力に寄与するプロセスを含み、かつ、当該プロセスが独特又は希少であるか入れ替えることが困難である。

さらに、取得日時点でアウトプットがない場合(例えば、まだ収益の生成を開始していない初期活動段階の企業である場合)には別の規定が設けられていますが、投資不動産においては関連が薄いと考えられますので追加説明は割愛します。

なお、不動産ファンドでは資産運用やその他の業務をアセットマネジャー等に委託することが多いと思

われます。プロセスの実質性の判断において、単に取得された契約はこれには該当しませんが、このような契約に従い利用される組織化された労働力が実質的なプロセスを遂行しているかどうかについては、契約の存続期間及び更新条件を踏まえて検討する必要があります。（IFRS3 修正案.B12C）

8. 実質的なプロセスの評価 (判断2) その2

IFRS3号の修正案の中で、投資不動産の事例として以下の2つの設例が挙げられています。これら設例では公正価値の集中や実質的なプロセスの有無によって、似ている事例であっても、事業の取得に該当する場合と、そうではなく、資産の取得に該当する場合の両方がありうることを示しています(図表5)。

図表5 設例比較

	IFRS3号 修正案 設例 H 投資不動産の取得	同 設例 I 投資不動産の取得	ポイント
公正価値の集中 (判断1)	ある企業(購入者)が、多数のテナントが入居している6棟の10階建のオフィスビル(すべてリースされている)を有する商業団地を購入する。この取得した活動及び資産の組合せには、土地、建物、リース並びに外注された清掃及び警備の契約が含まれている。従業員、他の資産、他の活動の移転はない。外注された清掃及び警備の契約は付随的なものであり、公正価値はゼロである。	設例Hと同じ事実関係を仮定するが、購入した活動及び資産の組合せが従業員を含んでおり、その従業員がリース、テナント管理、すべての運営プロセスの管理及び監督に責任を負う点が異なっている。購入価格は、取得した従業員とプロセスがあるため設例Hの場合よりも著しく高い。	設例Hでは従業員の取得はなく、付随的な清掃や警備の契約の公正価値はゼロとなっているのに対して、設例Iでは従業員とプロセスも取得しており、そのため、設例Hよりも購入価格が高いという前提である。
	購入者はまずB11A項からB11C項のガイダンスを考慮し、次のような結論を下す。 (a) 建物と土地は、公正価値の集中を評価する目的上は、単一の資産と考えられる。異なるクラスの有形資産ではあるが、建物は土地に付随しており、多大なコストを生じさせずに除去することはできないからである。 (b) 建物とリースは単一の資産と考えられる。企業結合において単一の識別可能な資産として認識され測定されることになるからである(B42項参照)。 (c) (c)6棟の10階建のオフィスビルのグループは、類似した資産のグループである(すべてがオフィスビルである)。 (d) (d)取得した清掃及び警備の契約に関連した公正価値はゼロである。 したがって、取得した総資産の公正価値が類似した資産のグループに集中しているので、この購入した活動及び資産の組合せは事業ではない。	この状況において、購入者は取得した労働力に関連した多大な公正価値があると結論を下す。したがって、購入した総資産の公正価値は類似した識別可能な資産のグループに集中していない。	前提により、設例Iでは公正価値の集中はないとされている。他方、典型的な投資不動産の取得(土地および建物について、既存の賃貸借契約が付随しているもの)での設例Hは取得した総資産の公正価値が類似した資産グループに集中していると判断され、事業の取得ではないとされている。設例Hはこれ以上の追加の検討は要しない。
プロセスの実質性 (判断2)	—	この活動及び資産の組合せにはアウトプットがある。実行中のリースを通じて収益を生み出しているからである。したがって、購入者は、この組合せがインプットと実質的なプロセスの両方を含んでいるかどうかを判定するためにB12B項の要件を適用する。 I購入者は、B12B項(b)の要件が満たされていると結論を下す。この組合せには、取得したインプット(すなわち、土地、建物及び実行中のリース)に適用した場合に、アウトプットの生産を継続する能力にとって決定的なプロセス(すなわち、リース、テナント管理、運営プロセスの監督)を遂行する組織化された労働力が含まれているからである。したがって、取得した活動及び資産の組合せは事業である。	組織化された労働力が備えられている場合には、要件を満たすため、設例Iではプロセスの実質性があると判断される。

9. オペレーティング・リースに関連する資産

今回のIFRS第3号の修正案において、以下のB42項は変更されていませんが、公正価値の集中に関する判断の際に、賃貸借契約上の有利不利についての無形資産は別に考えないという点については留意が必要であり、前述の設例においても参照されています。

- 被取得企業が貸手となるオペレーティング・リースの対象となる建物又は特許などの資産の取得日公正価値を測定するにあたり、取得企業はリースの契約条件を考慮に入れなければならない。取得企業は、オペレーティング・リースの条件が市場の条件と比べて有利又は不利であるとしても、個別の資産又は負債を認識しない。(IFRS3.B42)

10. 不動産保有SPCの持分取得時の繰延税金の認識に関する論点

繰延税金の認識に関連して、事業の取得か資産の取得であるかの差異について以下のような論点があります。

2016年9月、IAS12 Income Taxes-Recognition of deferred taxes when acquiring a single asset entityというスタッフ・ペーパーが、IFRS解釈指針委員会に対して提出されています。これは投資不動産を保有するSPCの持分を取得し、当該取得が事業の取得に該当しない場合に、取得時に繰延税金負債の計上が認められるかという点について検討したものです。

詳説すると、投資不動産の売買を行う際、税効率を上げるため、取引慣行として不動産そのものを売買するのではなく、不動産を保有するSPCの持分を売買することがあります。こうして取得したSPCに含み益があり、他方、課税基準が損益の実現時点である場合には、当該SPCにおいて将来不動産を売

却し実現した時点で税金を支払う必要がありますが、これについて繰延税金負債の計上要否が問題となります(なお、当該検討では持分に対する取得価額が投資不動産の公正価値から当該税負担分を控除した額と同額である例を取り上げています。)

これについて、IAS第12号(税金)の第15項によれば、企業結合に該当せず、取引時に会計上の利益にも課税所得(税務上の欠損金)にも影響を与えない場合には、資産又は負債の当初認識時に、たとえ一時差異が存在していても、繰延税金負債は認識しないとされています。

IFRS解釈指針委員会で議論して、結論としては繰延税金負債を計上しないとし、今後、議論すべき事項としないことを暫定決定しています。なお、上記の事例では、投資不動産について公正価値モデルを採用しており、その後、投資不動産について評価益を計上するとともに繰延税金負債が計上されます。

検討された事例の詳細についてはスタッフ・ペーパーの原文を参照ください。

11. 米国会計基準の動向

前述のとおり、企業結合に関するIFRS第3号は、FASBとの共同プロジェクトであり、IFRS基準と米国会計基準は基本的にコンバージェンスされています。FASBが2015年11月に公表した会計基準更新書案(ASU)「事業の定義の明確化」は、IFRS第3号の修正案と基本的にコンバージェンスされた暫定的結論に基づいています。ただし、文言は同じではないため、IFRS3号の修正案では、コメント提出者への質問として以下が設けられています。

質 問

IASBとFASBは、事業の定義を明確化し修正する方法について、基本的にコンバージェンスした暫定的結論に至った。しかし、IASBの提案の文言はFASBの提案と完全には一致していない。

提案の相違点に関して、文言の相違の結果とし

て生じる可能性のある実務の相違も含めて、何かコメントはあるか。

FASBにおける、2016年8月24日の最新の会議までの暫定的な決定事項など、当該会計基準更新書案の検討状況は以下のとおりです。

(1) 公正価値の集中の評価 (ASU 805-10-55-9A から 55-9C) について

FASBは、実用的な面から、公正価値の集中の評価による判断を当ASUに含めることを支持しています。当該ASUでも、基本的にはIFRS第3号の修正案と同じように、当該判断による場合、取得した資産の実質的にすべての公正価値が、単一の識別可能な資産又は類似の識別可能な資産のグループに集中している場合、事業ではないとしています。そうでない場合、事業なのか資産なのかの判断のために、ASUに従い追加の検討を行うことになります。これに関してFSABでは以下の点を明確にしています。なお、これらはIFRS第3号B11C項との同趣旨のものであるため、文言は類似しています。(ただし、一致はしていません。)

- 下記の例外を除いて、財務報告目的のためには、単一の識別可能な資産とは、ASUトピック805(企業結合)において単一の識別可能資産として認識及び測定することができるすべての資産が対象となる。
- 他の有形資産に取り付けられており、他の有形資産(または有形資産を使用する権利を表す無形資産)から、多額のコストの発生又は効用や公正価値の大幅な減少を生ずることなく物理的に削除または使用することができない有形資産は単一の識別可能資産とはならない。
- 有利または不利な賃貸借契約による資産および負債を含む、インプレースリース無形資産と関連する不動産資産は、併せて単一の資産と見なす。
- 繰延税金資産及び繰延税金負債の効果は、取得した総資産から除外する。

- 同じ主要な資産クラス内ではあるが大幅に異なるリスク特性を持つ資産は、類似資産とみなさない。

(2) 実質的なプロセスについて

- FASBは、事業として会計処理するためには、最低でも、インプット及びアウトプットを作成する能力に寄与する実質的なプロセスを有することを求めることを支持した。
- アウトプットがまだない場合には実質的なプロセスを実行するための従業員が対象に含まれる必要があることを決定した。
- 同じ取引相手と同時に締結した将来の財やサービスの契約が実質的なプロセスを検討する際の評価する方法についてのガイダンスを提供しないことを決定した。
- 少額以上ののれんが発生していることは、実質的なプロセスが含まれていることの指標であることを確認した。

(3) アウトプットの定義

アウトプットの定義として、インプットとインプットに適用されるプロセスの結果生ずる顧客への商品やサービスの提供、その他の収入、配当や利息等の投資収益とする決定を支持した。

なお、米国会計基準において、投資不動産の取得が事業の取得ではなく、資産の取得となる場合であっても、これまでの実務である、冒頭1項に説明したようなリース契約の有利不利による無形資産等の計上を行う処理は、取得原価の按分として整理されるかぎりにおいては、変更を受けないかもしれません。

12. おわりに

日本では、企業結合会計の適用については基本的には組織再編等における法的形態によりその要否を判断することになるため、上記のような論点が

顕在化したことはそれほどないと考えられます。また、日本国内の不動産の売買をSPCの持分を通じて行うことも取引慣行上多数ではないと思われます。しかしながら、海外不動産の取得や国内でもSPC

の持分売買やリートの合併もあることから、IFRS適用にあたり、このような議論が発生していることを理解することは重要であると考えます。

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スを提供。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スを提供。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スを提供。PwC ニューヨーク事務所で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

今年度のマスターフォーラムを下記のとおり開催いたしました。それぞれのテーマに興味をお持ちの方々を中心にご参加いただき、勉強会内での質疑応答だけでなく、ネットワーキングでも講師の方と積極的に意見交換を交わしていらっしゃる様子が見られました。

● 開催概要

第 1 回	テーマ	東京オフィス市場の動向とこれから
	講 師	山方 俊彦 氏（株式会社ザイマックス不動産総合研究所）
	日 時	6 月 23 日（木）17：30～19：30
第 2 回	テーマ	不動産証券化・投資市場の動向 ～グローバルエコノミクスの影響を踏まえて
	講 師	高井良 博 氏（三井住友信託銀行株式会社）
	日 時	8 月 25 日（木）17：30～19：30
第 3 回	テーマ	年金運用における不動産投資の役割
	講 師	西迫 伸一 氏（野村證券株式会社）
	日 時	9 月 13 日（火）17：30～19：30
第 4 回	テーマ	最新不動産投資の動向
	講 師	本田 あす香 氏（シービーアールイー株式会社）
	日 時	11 月 28 日（月）17：30～19：30
大阪	テーマ	PPP 等公的不動産関連ビジネス ～地域における官民連携基盤の構築に向けての課題～
	講 師	藤本 清之 氏（野村證券株式会社）
	日 時	7 月 21 日（木）18：00～20：00



● 今後の平成 28 年度のマスターフォーラム開催予定

第 5 回	テーマ	未定
	講 師	今西 文則 氏（大江戸温泉アセットマネジメント株式会社）
	日 時	2017 年 1 月 30 日（月）17：30～19：30
名古屋	テーマ	名古屋の賃貸マーケット（オフィス、物流、リテール）
	講 師	鈴木 孝一 氏（シービーアールイー株式会社）
	日 時	12 月 12 日（月）17：30～19：30

※詳細は決定次第、メールにてご案内いたします（名古屋での開催はすでにご案内済みです）。



ARES Certified
MASTER

不動産投資運用業の コンプライアンス研修 開催報告

平成 28 年度コンプライアンス研修について、7 月 27 日に基礎・体系編を、9 月 21 日に応用編を開催いたしました。

各研修ともに、社内でコンプライアンスをご担当されている方をはじめ、多くの方にご参加いただきました。

基礎・体系編第 1 回

● 開催概要

日 時 7 月 27 日 (水) 9 : 30 ~ 17 : 25

会 場 TKP 東京駅日本橋カンファレンスセンター
TG ビル別館 4 階ホール 4 A

講 師 長島・大野・常松法律事務所
三上 二郎 氏、梅澤 拓 氏
有限責任監査法人トーマツ
高橋 浩 氏、川久保 達也 氏

受講料 (税込、教材費等一式込)

マスター及び正会員 : 18,000 円

賛 助 会 員 : 35,000 円

一 般 (非 会 員) : 40,000 円



応用編第 1 回「不動産投資運用業のコンプライアンス事例研究」

● 開催概要

日 時 9 月 21 日 (水) 14 : 00 ~ 16 : 40

会 場 都市センターホテル 5 階「オリオン」

講 師 有限責任監査法人トーマツ 高橋 浩 氏

受講料 (税込、教材費等一式込)

10,000 円 (共通)

不動産証券化協会認定マスター 養成講座コース1修了試験結果

“平成 28 年度のコース 1 修了者は 558 名”

平成 28 年 10 月 23 日（日）、専修大学（東京会場）、TKP ガーデンシティ PREMIUM 心斎橋（大阪会場）および TKP 仙台カンファレンスセンター（仙台会場）にて平成 28 年度マスター養成講座コース 1 修了試験を実施いたしました。コース 1 を受講された皆様、お疲れ様でした。

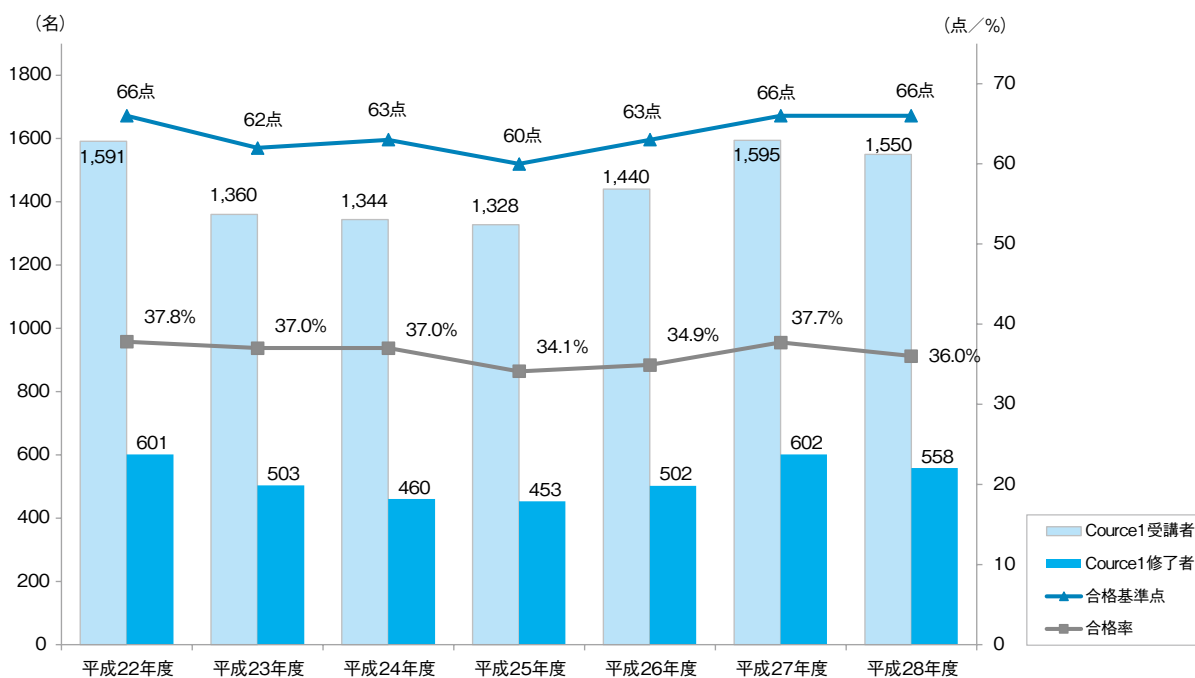
平成 28 年度 コース 1 修了試験

合格基準：修了試験 100 問中、正解が 66 問以上かつ各科目の得点が一定基準を満たしている者

合格者数：558 名

合格 率：36.0%

マスター養成講座コース 1 修了試験結果の推移



平成 29年度不動産証券化協会認定 マスター養成講座のスケジュール

平成 29 年度マスター養成講座は下記のスケジュールにて実施いたします。また、平成 29 年度は引き続き大阪でも修了試験を実施いたします。

平成 29 年度の受講スケジュールについては不動産証券化協会認定マスター資格制度ホームページにて公開しておりますのでそちらもご参照ください。 <http://www.ares-campus.ares.or.jp/>

(平成 29 年)

募集・実施要項などのご案内	マスター資格制度ホームページにて公開中
---------------	---------------------

申込受付期間（新規受講）	3月22日（水）10：00～ 4月18日（火）17：00
--------------	---------------------------------

コース1 新規受講料（受験料、教材費、送料等込み）	
賛助会員・一般	98,000 円（8% 税込価格 105,840円）
学生	60,000 円（8% 税込価格 64,800円）
正会員	69,000 円（8% 税込価格 74,520円）

※平成 29 年度講座受講料について、これまで実施された消費税率の引き上げ、および今後想定される 10%への引き上げを考慮し、本体価格を改定するとともに、税抜き価格での表記に変更しました。

（平成 28 年 3 月公表）

Course 1 受講開始	5 月中旬より科目ごとに順次開始
---------------	------------------

Course 1 修了試験	10 月 22 日（日） 会場：東京都内、大阪市内の 2 会場で実施（予定）
---------------	---

Course2 受講期間	11 月下旬～平成 30 年 2 月上旬
--------------	----------------------

コース 2 新規受講料（3 科目合計、教材費、送料等込み）	
会員・一般共通	58,000 円（8% 税込価格 62,640 円）
学生	29,000 円（8% 税込価格 31,320 円）

(平成 30 年)

資格認定申請、審査、認定発表	3 月上旬～5 月上旬
----------------	-------------

会員情報

入会

第90回理事会（平成28年11月15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>

●三井不動産ロジスティクスリートマネジメント株式会社

代表者：代表取締役

圖子 智衆

所在地：東京都中央区

銀座6-8-7

※平成29年1月1日付入会



<賛助会員>

●地主アセットマネジメント株式会社

代表者：代表取締役社長

西羅 弘文

所在地：東京都千代田区

丸の内1-4-1



●エヌ・ティ・ティ都市開発ビルサービス株式会社

代表者：代表取締役社長

長谷川 和弘

所在地：東京都千代田区

外神田4-14-1



●マリモ・アセットマネジメント株式会社

代表者：代表取締役

北方 隆士

所在地：東京都港区

虎ノ門1-1-21



●大江戸温泉アセットマネジメント株式会社

代表者：代表取締役社長

今西 文則

所在地：東京都中央区

日本橋3-3-4



●株式会社 鑑定法人エイ・スクエア

代表者：代表取締役社長

畠山 文三

所在地：東京都中央区

日本橋室町4-3-15



代表者の変更

次のとおり当協会会員の指定代表者が変更となりました。

※新代表者名を掲載。敬称略

<賛助会員>

●シービーアールイー株式会社

代表取締役

坂口 英治

平成28年10月1日付

●デロイト トーマツ PRS 株式会社

代表取締役社長

宮岡 友之

平成28年10月1日付

●株式会社ハウスメイトパートナーズ

代表取締役社長

井関 豊

平成28年10月1日付

●プロファウンドBMSアセットマネジメント株式会社

代表取締役

原 武志

平成28年10月1日付

退会

<正会員>

- | | |
|-------------------------|-------------------|
| ● 東京海上不動産投資顧問株式会社 | 平成 28 年 9 月 30 日付 |
| ● トップリート・アセットマネジメント株式会社 | 平成 28 年 9 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 10 月～平成 28 年 11 月

10 月 6 日	J リート実務委員会第 4 回成果物改訂分科会
10 月 11 日	J リート実務委員会第 3 回第 3 分科会
10 月 13 日	J リート 15 周年記念シンポジウム
10 月 21 日	REESA 代表者会議・京都
10 月 27 日	第 24 回国際委員会
11 月 1 日	第 54 回教育資格制度委員会 第 42 回企画委員会 第 74 回企画委員会正副委員長会議
11 月 7 日	第 83 回運営委員会
11 月 11 日	J リート実務委員会第 3 回第 1 分科会
11 月 15 日	第 90 回理事会
11 月 16 日	J リート実務委員会第 3 回イベント推進分科会
11 月 17 日	特別セミナー「官民連携インフラ事業の海外先進事例 - 豪クィーンズランド州に学ぶ」 第 94 回市場整備委員会
11 月 18 日	J リート実務委員会第 3 回第 2 分科会
11 月 24 日	第 164 回実務研修会「JREI 第 35 回不動産投資家調査」および 「ARES 機関投資家アンケート」結果概要報告会
11 月 26 日	個人投資家のための J リートフェア 2016
11 月 28 日	J リート普及全国キャラバン（川越市） 平成 28 年度第 4 回 ARES マスターフォーラム
11 月 30 日	平成 28 年度第 2 回不動産投資運用業のコンプライアンス研修～応用編

ARES-EPRA 共催セミナー

EPRA Asia Week – ARES-EPRA European Real Estate Investment Summit 2016

開催のご案内

一般社団法人不動産証券化協会（ARES）は、本年も欧州上場不動産協会（EPRA）との共催により、欧州への不動産投資をテーマとするセミナーを開催します。

4回目となる今年は、EPRA 会員 5 社よりトップ・エグゼクティブをスピーカーにお迎えし、欧州不動産市場の最新動向や各社の投資状況についてお話しいただきます。

● 開催概要

日 時	2016 年 12 月 16 日（金）10:00-11:30（9:30 受付開始、10:30 受付終了）
会 場	学士会館 201 号室（2F） 東京都千代田区神田錦町 3-28
主 催	一般社団法人不動産証券化協会（ARES）
共 催	欧州上場不動産協会（EPRA）
参 加 費	無料
募集人数	100 名（先着順）

申込方法など詳細は、ARES ホームページ <http://www.ares.or.jp/> をご覧ください。

● プログラム

※日-英同時通訳がつきます。

1. What's Happening in Europe ?

<スピーカー>

Robert Stassen 氏（JLL キャピタルマーケットリサーチ・ヘッド）

2. A Close Look at France and Spain

<モデレーター>

Robert Stassen 氏（JLL キャピタルマーケットリサーチ・ヘッド）

<スピーカー>

Cristina Garcia-Peri 氏（イスパニア ゼネラル・マネージャー）

Victoire Aubry 氏（イカド 財務・法務・IT 部門 ヘッド）

3. A Deep Dive into Continental Europe

<モデレーター>

Robert Stassen 氏（JLL キャピタルマーケットリサーチ・ヘッド）

<スピーカー>

Olivier Elamine 氏（アルストリア CEO）

Manfredi Catella 氏（コイマ・レス CEO）

Dirk Anbeek 氏（バーロルドハファー CEO）

【登壇する EPRA 会員 5 社】

●アルストリア・オフィス・リート／Alstria office REIT
（ドイツ最大のリート。ドイツ国内のオフィスビルに特化）

●イスパニア／Hispania
（スペインのリート。スペイン国内の住宅、オフィス、ホテル等に投資）

●バーロルドハファー／Wereldhave
（オランダのリート。商業施設を中心にオフィスにも投資。オランダ、ベルギー、フランス、フィンランドに物件を保有）

●コイマ・レス／Coima Res
（イタリアのリート。イタリア国内のオフィスを中心に投資）

●イカド／Icade
（フランスの上場不動産投資会社。フランス国内のオフィス、ビジネスパーク、ヘルスケア施設等に分散投資）

<ご注意>

本セミナーは、不動産証券化協会認定マスターの継続教育に指定しておりませんので、セミナー参加によるポイント付与はありません。

■ 編集後記

今年、政治の舞台では女性リーダーの誕生が相次ぎました。もしクリントン大統領が誕生していれば、日本でも進みつつある女性施策にも追い風となっただろうに、残念です。トランプショックには触れていませんが、世界経済のリスクをJリート15周年シンポで岩田先生が指摘されていますのでご覧ください。

来年も独・仏などEUで重要な国政選挙が控えており、世界の政治経済はいくつも不安要素を抱えていますが、日本の不動産証券化市場は今年に続き明るく安定的に推移するよう、ARESは努力していきます。今年もありがとうございました。来年もよろしくお願いいたします。(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.34 平成28年12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