

不動産証券化ジャーナル

共に市場を創る

・鼎談 不動産私募ファンド最前線 ～地方・海外～

石橋 和明 氏

三菱商事アセットマネジメント株式会社
営業企画部長

市川 朋治 氏

あおぞら不動産投資顧問株式会社 取締役
株式会社あおぞら銀行 スペシャルティファイナンス副本部長

進行

前田 清能 氏

株式会社三井住友トラスト基礎研究所
私募投資顧問部 副部長



長良川鵜飼



「信長公のおもてなし」 が息づく戦国城下町・ 岐阜

(岐阜市)

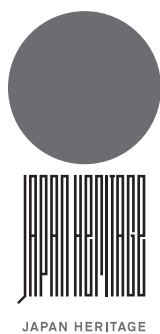
戦国時代、岐阜城を拠点に天下統一を目指した織田信長。彼は戦いを進める一方、城内に「地上の楽園」と称される宮殿を建設、軍事施設である城に「魅せる」という独創性を加え、城下一帯を最高のおもてなし空間としてまとめあげる。

自然景観を活かした城内外の眺望や長良川での鵜飼観覧による接待。冷徹なイメージを覆すような信長のおもてなしは、宣教師ルイス・フロイスら世界の賓客をも魅了した。信長が形作った城・町・川文化は城としての役割を終えた後も受け継がれ、現在の岐阜の町に息づいている。

写真は長良川の鵜飼。鵜飼は時代を通じて大事に守られてきた。松尾芭蕉は「おもしろうてやがて悲しき鵜舟かな」と有名な句を残しており、近代には英国皇太子やチャップリン等、国内外の賓客が鵜飼観覧に訪れている。

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。



大橋 和彦

一橋大学大学院 国際企業戦略研究科 教授
(不動産証券化協会フェロー)

多様性と柔軟性： 求められる市場の成熟

2001年の開設以来J-REIT市場は発展を続け、今年1月時点で銘柄数56、時価総額12兆円超に至っている。途中、リーマンショックに続く金融危機に際しては、あおりを受けた破綻や資金調達の困難化等の逆風に晒されたが、安定化ファンドの創設や日銀によるJ-REITの買入れ、また合併を円滑化する税制改正や改正投信法等の諸施策によって切り抜け、現在では2020年頃までの資産総額30兆円達成を目標とするまでになっている。私が研究対象としてJ-REITと付き合うようになってから10年になるが、透明で公正な不動産投資市場を作るという目標をもってJ-REIT市場を立ち上げ、降りかかる様々な困難の克服に努力を惜まず、市場の発展に日々尽くされてきた多くの方々の真摯な振る舞いに、いつも頭が下がる思いである。

さて、このように整えられて行く諸制度の下、資金調達や資本政策に関する選択肢が制度上多様化する一方で、それらをどう運用するかは諸外国とは異なり、それがJ-REIT市場の特徴となっている。例えば、デット（負債）による資金調達では、J-REITは借入への依存度が極めて高い。投資法人債による資金調達もあるが多くは借入であり、社債がそれなりの比重を占める米国REITとは対照的である。エクイティ（資本）による資金調達にもJ-REIT市場ならではの特徴がある。例えば、制度上は可能であるものの、物件取得を前提としない投資口のPOは難しい。安定的な配当を実現するという考えから、配当を生み出す物件取得をPOに紐づけるのが慣行となっているためと

のことである。この点も、資本政策の観点から自由にPOを選択する米国REITとは対照をなしている。

既に述べたように、今後J-REIT市場を資産規模で現在の倍以上に発展させようという目標がある。当然、市場の拡大には資金が必要となる。そして、資金調達は、一つではなく多くの方法が利用される方がやりやすい。市場の拡大には、多様な方法で資金調達を実行することが不可避であろう。さらに、資金調達の多様化は、危機時における安定化にもつながる。デットの多くを借入に頼り多様性が欠けることは、借入先である金融機関の影響を受けやすいことを意味する。リーマンショック後の金融危機でJ-REIT市場が大きな影響を受けた要因の一つがここにある。資金調達の多様化は、ショックを無くすことはできないにしても軽減するため役に立つ。また、必ずしも物件取得に紐づけず、資本増強や成長戦略に基づくPOを普段から実践しておけば、再び危機に直面することがあっても回復資金をより容易に調達できるであろう。J-REIT市場の拡大と安定のためには、整い行く制度を活用した運用の多様性と柔軟性の向上が必要である。

ただし、これはJ-REIT市場だけでできることではない。多様性と柔軟性の向上には、それらを尊重しリスクを果敢に取る投資家が必要だ。その意味で、今後のJ-REIT市場の発展は日本の直接金融市場の成熟があってこそ可能になるが、それを待つばかりでなく、逆にJ-REIT市場の存在が日本の投資家を育て直接金融市場の成熟を促すものになるとも考えられる。J-REIT市場の今後の発展のため、不動産証券化協会、マスターの皆さん、関係者の方々には益々のご活躍を願うと共に、このような役割を是非担って行って頂きたい。

不動産証券化ジャーナル

共に市場を創る

CONTENTS

Special

- 巻頭言 多様性と柔軟性：求められる市場の成熟** 3
大橋 和彦 一橋大学大学院 国際企業戦略研究科 教授（不動産証券化協会フェロー）

- 鼎談** 6

不動産私募ファンド最前線 ～地方・海外～

- 石橋 和明 三菱商事アセットマネジメント株式会社 営業企画部長
市川 朋治 あおぞら不動産投資顧問株式会社 取締役
株式会社あおぞら銀行 スペシャルティファイナンス副本部長
前田 清能 株式会社三井住友トラスト基礎研究所 私募投資顧問部 副部長

- ARES 年金フォーラム 2016 基調講演録** 18

OMERS のインフラ投資

- ジョン・ノウルトン (John Knowlton) エグゼクティブ・ヴァイス・プレジデント リーガル & GSIA 担当
OMERS プライベート・マーケット

- 進取果敢** 26

Capital is Global, Business is Local

- 矢野 秀樹 住商リアルティ・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** 28

村中 誠氏に聞く

- さくら不動産投資顧問株式会社 代表取締役社長

- NEWS** 31

「東証 IR フェスタ 2017」へ「J リートコーナー」を出展しました

Market

- 拡大するデータセンター** 33

- 浅木 文規 CBRE リサーチ アソシエイトディレクター
貝畑 奈央子 CBRE リサーチ アソシエイトディレクター

Business Trend

- グローバル金融規制強化の最終局面と米国金融規制緩和の動き 今後の日本の不動産金融への影響は** 41

- 江川 由紀雄 新生証券株式会社 調査部長 一般社団法人流動化・証券化協議会 顧問

- 建築物省エネ法に基づく省エネ基準適合義務化の概要とBELS (建築物省エネルギー性能表示制度) 普及の概況** 46

- 高橋 彰 日本 ERI 株式会社 省エネ推進部 副部長 兼 経営企画部 専門部長
高橋 祥直 日本 ERI 株式会社 省エネ推進部

- インフラ・PPP 投資市場の幕明け** 60

- 第15回 道路事業の民営化とコンセッション方式①
～道路事業の概要と民間運営～**

- 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15回 空室を科学する

～ マーケットの透明性向上のために ～

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
渡部 円 株式会社ザイマックス不動産総合研究所 マネジャー
菊澤 恭子 株式会社ザイマックス不動産総合研究所 研究員

Column

岡野先生の不動産歴史探訪 24 72

鉄道会社の不動産事業 ～東京近郊編～

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

2017年個人情報保護法改正 74

～改正の概要及び改正に伴う態勢整備～

井上 博登 長島・大野・常松法律事務所 弁護士

タイにおける不動産取得 84

および不動産事業に関する実務上の留意点

埴 晋 Chandler MHM Limited (森・濱田松本法律事務所バンコクオフィス)
弁護士・ニューヨーク州弁護士

岸 寛樹 Chandler MHM Limited (森・濱田松本法律事務所バンコクオフィス)
弁護士・ニューヨーク州弁護士

投資法人の最新税務動向 91

第4回 一時差異等調整積立金

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 98

第47回 代替的業績指標

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 106

平成29年度マスター養成講座 申込受付開始 106

マスター資格制度の一部変更について 107

Essay

ニューヨークとその近郊から⑥ 108

米国の物流事情 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

..... 110



鼎談

不動産私募ファンド最前線 ～ 地方・海外～

不動産市場のファンダメンタルズは好調ではあるものの、不動産取引が減少傾向にあり物件取得競争は厳しさを増しています。不動産私募ファンドの運用資産額はここ数年横ばいから縮小傾向にありました。Jリート、私募リートとの競争がある中で、不動産私募ファンドはこの先どのように成長戦略を描いていくのか、また投資家は不動産私募ファンドをどのように評価しているのか、地方不動産や海外不動産が不動産私募ファンドによりどのように扱われていくのか等を探りつつ、新しい取り組みをご紹介します。

鼎談データ

日 時：平成 29 年 2 月 23 日 場 所：不動産証券化協会 会議室

出席者

石橋 和明氏

三菱商事アセットマネジメント株式会社
営業企画部長

市川 朋治氏

あおぞら不動産投資顧問株式会社 取締役
株式会社あおぞら銀行 スペシャルティファイナンス副本部長

進行役

前田 清能氏

株式会社三井住友トラスト基礎研究所
私募投資顧問部 副部長

前田 本日は、「不動産私募ファンド最前線」をテーマに、私募リートを除いたクローズエンド型の不動産私募ファンド（以下、私募ファンド）における最新の取り組みをお二人にお伺いしつつ、私募ファンド市場の投資環境や直面する課題について議論していきたいと思っています。

当社の「不動産私募ファンドに関する実態調査」によれば、市場規模の推計は約15.5兆円（2016年6月末現在、運用資産額ベース）。この約15.5兆円には私募リート（同時期の市場規模約1.7兆円（一般社団法人不動産証券化協会「私募リート・クォーター」より））も含まれるため、私募ファンドの市場規模は約13.8兆円と推計されます。私募リートを含む私募ファンド市場のピークは2012年6月末で約18.1兆円、2015年12月末に約14.8兆円で底を打って現在は少し盛り返している状況ですが、この反転は一時的なもので、私募ファンド市場は減少基調にあると私は考えています。

その理由は二点あり、一つは私募リートが台頭するなか私募ファンドに対する投資家のニーズに変化が生じてきていること。私募リートが運用を開始する2010年11月以前は、コア、バリューアッド、オポチュニティいずれの投資戦略でもエクイティ投資であれば基本的には私募ファンドのピークルを使っていました。私募リートの急伸でコア投資に関しては、国内投資家の関心が私募リートに向かい、私募ファンドの担う役割が限定的となっているように思います。またバーゼルⅢでリスク管理規制が厳格化され金融機関は私募ファンドへの投資がしばらく状況です。二つ目は物件取得の面で、私募ファンドとしての取得機会が減っていることです。投資適格物件の総量が仮に一定だとし、Jリート、私募リート、私募ファンドが同じような投資対象を選好するものとする、保有期間の長い私募リートやJリートが持てば市場に出回る物件が減ると考えられます。さらに業績良好な事業会社も取得意欲を見せています。

このような状況の私募ファンド市場ですが、投資

家の動向や物件取得動向、求められる役割、成長戦略などに迫っていききたいと思います。

まずはお二人のご経歴と現在の業務内容をご紹介します。

石橋 2001年に三菱商事にキャリア採用として入社し、日本で3番目のJリートになる「日本リートルファンド投資法人」の上場に携わりました。その後、「産業ファンド投資法人」の立ち上げなど、不動産金融事業の企画・組成やシード物件のアクイジションといった不動産運用サイドのビジネスを主に手掛けてきました。投資対象の不動産は商社としての実業が背景にある点が特徴で、二つのJリートが扱う商業施設、物流施設、インフラ施設というオペレーショナルアセットも商社が得意とするアセットクラスと言えます。私自身も店舗で販売される商品や荷物の取り扱いを通じて得られた社内の知見や業界ネットワークを活かし、それぞれの事業特性に着目して業務を行ってきました。

2013年からは三菱商事アセットマネジメントに出向し、三菱商事グループが組成した不動産金融商品等を投資家に紹介する投資家サイドの業務に就いています。トータルすると、組成・運用サイドと投資家サイドの双方の視点に立って仕事をしてきたことになります。

三菱商事アセットマネジメントは金融商品取引業の4つのライセンスを持ち、不動産、インフラ、プライベートエクイティ等の実物資産を対象とした金融商品を中心に取り扱っています。不動産ファンドについては兄弟会社であるダイヤモンド・リアルティ・マネジメント（DREAM）が組成する私募リート及びメザニンファンド、最近では米国や英国等で組成する海外不動産ファンドも商品ラインナップに加わっています。いずれも本邦投資家向けに主眼を置いた商品として、多くの投資家に運用頂いています。

前田 投資家ニーズにあったオーダー・メイドというよりレディ・メイドに近い形で、エクイティ投資だけでなくメザニンや海外投資といった商品ラインナップを揃えてらっしゃるのですね。

それでは市川様よろしくお願いします。

市川 不動産投資に携わるようになったのは2001年です。「あおぞら債権回収」というサービスで、地方金融機関が保有する担保付貸出債権に対する投資を3年半ほど行いました。地方の経年化した不動産を担保とした貸出債権に投資し、その担保物件を売却したり、バリュアップして債権回収するという業務です。その後2004～11年は、あおぞら銀行で不動産ノンリコースローンをはじめとした不動産投融資の審査業務に携わりました。不動産価格が回復基調にあった2000年以降に銀行が競争して資金をファンドに出した活況期、リーマンショック後の厳しい時期そして回復期をリスク部門から見てきました。2011年からフロントで不動産投融資全般を見ています。

あおぞら銀行では、スペシャルティファイナンス業務として、不動産に関連したさまざまな資産を裏付けあるいは担保とするファイナンスを提供しており、安定的・優良アセットからオポチュニスティック・ディストレスアセットまでを対象として金融サービスを提供します。特に不動産ファイナンスと事業再生ビジネスは強みを有する分野で積極的に取り組んでおり、国内の不動産事業者向けコーポレートローン、不動産ノンリコースローン、私募リート向けエクイティ、私募ファンド向けエクイティなどに取り組んでいます。以前はメザニンローンの取り組みにも積

極的でしたが、現在の環境下ではリスクとリターンが見合わないことから取り組んでいません。海外については、5年程前から北米の商業用不動産に対するノンリコースローン業務を開始しています。

基本的には現地のレンダーがアレンジするローンにシンジケートインする形で、相当量のアセットを積んできました。加えて昨年度から米国私募リートのエクイティ投資も開始しました。

あおぞら不動産投資顧問は、不動産関連の有価証券への投資助言業務を行う目的で2015年に営業を開始しました。あおぞら銀行は2000年から不動産エクイティへの投資を開始し、トラックレコードを積んできました。リーマンショックの発生により一時中断しましたが、2012年には投資を再開しています。こうした経験を活かし、金融機関に

とって投資可能なエクイティの形を考え、とりわけ投資運用の多様化ニーズをお持ちの地域金融機関の方々と共に不動産証券化スキームを活用・発展させたいという想いで設立しました。地方の金融機関をメイン投資家にして、あおぞら銀行の投資目線に合うエクイティを、あおぞら不動産投資顧問を通じて他の金融機関にも提供するコンセプトです。金融機関は大きくキャピタルロスが出るファンド運用はできないので、キャピタルゲインに軸足を置いた期待利回りの大きいものではなく、中長期にわたって安定的なインカムゲインが得られ、投資元本の変動リスクを極小化できるようなファンドを設立し、



市川 朋治氏

PROFILE

いちかわ ともはる

1988年（株）日本債券信用銀行（現（株）あおぞら銀行）入行
外務省出向、国際営業企画部、あおぞら債権回収、審査第一部等を経て、2012年4月営業第五部長、2013年10月よりスペシャルティファイナンス副本部長（現職）
2015年3月あおぞら不動産投資顧問（株）取締役。

あおぞら銀行と共同投資をしてくださる投資家の開拓を始めています。

投資家の動向と投資対象

前田 ここからは投資家の動向、そして投資対象としてエクイティ、ローン、国内（都心・地方）、海外という対立軸を置いてさらにお聞きたいと思います。

2016年に日銀によりマイナス金利政策が導入され国内の低金利は今後も長引くと見られ、運用難は地方の金融機関、中央金融機関だけでなく年金基金、生保・損保と多方面に影響が広く及んでいます。マイナス金利政策の導入にあたり特に2016年前半は一時的に不動産投資に過熱感が出て、それまで国内債の投資ウエイトが高かった投資家の一部が不動産投資を進めたようです。地方の金融機関や信金・信組が私募リートを通して不動産投資を積極化したという話も聞きます。

足元の過熱感は沈静化しつつありますが、引き続き不動産投資ニーズは強いようです。投資家の動向、過去との比較などいかがでしょうか。

市川 金融機関は貸出がメイン業務の一つですが、長期間にわたる金融緩和の環境下で貸出金利の引き上げや業務効率化による収益性改善は難しく、有価証券投資で収益を獲得したいと考えています。不動産関連の投資商品では、Jリートへの投資が普及していますが、株式市況の影響を強く受けるため価格変動リスクの観点で大きな投資ポジションを持つのは難しいようです。株式市況リスクがない私募リートが評価され始めると、徐々に切り替えが進むと予想しています。ところが、地域金融機関の不動産関連投資運用ニーズについて2015、16年にアンケート調査（注：回答件数は15年：約120先、16年：約200先）をしたところ、有価証券運用セクションには私募リートの流動性について危惧している方も多いことが分かりました。

私募リートに投資する段階で、流動性はある程度犠牲にして、不動産自体のリスク・リターンに視点を切り替えていると思いますが、では不動産を対象とした私募ファンドでの運用を勧めると、また流動性の話に戻ってしまいます。これはリーマンショック後に私募ファンドの投資回収で苦労をされた方が多いためで、不動産運用の魅力を認識はしていても流動性に懸念が残り踏み切れない投資家が多いと感じます。先ほどお話ししたアンケート調査でも、利回りを追求しつつ流動性が必要という意見が多く見られました。

前田 流動性については明確な解決策がないように思いますが、投資家に理解いただくにはどのように話をされるのでしょうか。

市川 例えば当社が既に組成した2本のファンドでは、組み入れる物件数は1つ、多くても3つ程度までとし、具体的な投資物件が投資家に見えるようにしました。地域金融機関は不動産業向け融資やノンリコースローンの経験を豊富に有してるので、ファンドに組み入れる物件にノンリコースローンを提供することを想定し、その延長線上でエクイティ投資を捉えられないかと考えたからです。運用会社のマネージャーがセレクトした不動産のポートフォリオではなく、単体の不動産で考えれば「価格変動性が小さいかどうか」、「キャッシュフローのボラティリティが抑えられており長期に資金を投じてロスがでにくいかどうか」、「一定期間を保有すれば投資金額を回収できるかどうか」など、投資にかかわるリスクが推定しやすくなります。融資を行う時と同様の目線で不動産の質を判断してもらった上で、「年1～2%の金利で取得資金のほぼ全額を長期分割返済によって融資する従来のローンビジネスと、エクイティ投資で毎年4%のリターンを取りながら25年でキャッシュアウトするストーリーと、どちらのリスク・リターンが合いますか」という話をしています。有価証券運用部門の方の受け止め方はさまざまで、不動産融資や与信回収（担保処分）などの経験をお持ちの方には「なるほど」と納得いただ

ける場合もありますが、あくまでも有価証券は売買の自由度を最優先するという方には受け入れられない場合もあります。

前田 25年の保有となると、提供されている私募ファンドはローンを使わないということですか。つまり、流動性はないが流動性を気にしないでいいという商品設計になっているということでしょうか。

市川 ローンは原則として使いません。使ってもレバレッジを低くしてリファイナンスリスクが少ないようにしています。流動性はファンドのエクイティ自体ではなく投資した不動産にあればいい。したがって50億円を超える物件は出口で購入できる人が限定されるため、個人資産家や中小企業でも買える20億～30億円規模とし、住居やオフィスといった汎用性の高い

ものを対象にします。リーマンショック後の市況悪化時でも、一定のグロス利回りがある不動産ならば購入するという事業会社オーナー等が結構いました。長期保有するに当たっては不動産自体の流動性を確保できる物件の方がいい。最後まで持ち切ってもキャピタルロスが出ないような物件を選んで投資します。

前田 クローズエンド型のエクイティ投資は現物投資に近くて、不動産の顔が見えて流動性もある程度意識できる投資に使われているということかと思えます。ところで、地方銀行が私募リートを選好

していますが、私募リートは流動性を備えた商品という認識を持たれているのでしょうか。

市川 先ほども申し上げましたが、捉え方はまちまちです。投資家が多数参加しているため、セカン

ダリー市場で代わりの投資家を探してもらえると見る向きもありますし、“モノ”ではなく有価証券の“投資口”であるため、不動産の現物よりは流動性があるとも考えられています。しかし上場リートと比べ流動性が低いと、私募リートには投資しないという考え方を持っている金融機関もあります。実際に投資家が投資口の払い戻しを求めた例はまだないと思いますが、同一決算期の換金は発行済み投資口総額の2.5%（年間5%）程度と定めている投資法人が多いと、投資金額、出資シェアが小さければ、流動性は確保できると考えている



石橋 和明氏

PROFILE

いしばし かずあき

1991年中央信託銀行（株）（現三井住友信託銀行（株））入社。法人融資、不動産（開発、仲介）、不良債権回収業務などを経て、日本初のSPC法を活用した開発型不動産流動化案件などの金融商品開発を手掛ける。2001年三菱商事（株）入社。日本で3番目のJ-REITとなる日本リテールファンド投資法人や産業ファンド投資法人の立ち上げに携わるとともに、シード案件のアクイジションなどの業務に従事。2013年より三菱商事アセットマネジメント（株）に出向し現職。

方もいます。

前田 市川さんのお話しの中で「流動性」が一つのキーワードとして挙がりました。石橋さん、投資家の動向をお願いします。

石橋 不動産関連での当社によるここ半年の取り扱い、私募リート、国内メザニンファンド、米国不動産ファンドで、いずれも三菱商事グループが運用している商品です。中でも私募リートは安定配当を期待する投資家からの高い需要があり、マイナス金利下のこの一年で相当裾野が広がりました。また、新規参入だけでなく、既に積極的に

不動産投資をしている投資家による不動産投資ポートフォリオの組み換えといった動きも出てきています。これまでは、ある不動産投資商品の売却は不動産投資枠の減少に繋がり、換金された資金は、株や債券、あるいは現金などに振り分けられていました。しかしながら、最近では、私募リート
の売却資金で海外ファンドの投資枠をつくるという
具合に、不動産投資の中でのアロケーションの入れ替えやデットファンド、海外ファンドなどの新規戦略の採用によるリスクマネジメントで、トータルでの不動産投資エクスポージャーを拡大させる動きも見られます。このように、不動産投資ポートフォリオの中でリスク分散を考え、最適なポートフォリオの構築を目指すプレイヤーが現れてきているということは、不動産投資市場の厚みが増し、次のステージへと進む画期的な兆候だと思っています。

前田 不動産ポートフォリオの組み換えの中で、私募ファンドはどのような働きをするのでしょうか。

石橋 私募リートと私募ファンドの投資対象が同じで、LTV 水準なども同じだとすれば、それはファンド形態の違いに過ぎず、投資家にとってもさほど魅力的ではありません。一方、デットファンドや海外不動産ファンドのようにリスクプロファイルが全く異なる私募ファンドへのアクセスは、リスク分散や最適ポートフォリオの構築にも繋がるので、投資家にとっても好ましいのではないのでしょうか。

前田 御社グループの最近の取り組みの中でも、海外不動産を組み入れた私募ファンドがあると思いますが。

石橋 いくつかの海外不動産ファンドがありますが、そのうちの一つである英国デットファンドでは、欧州金融機関からの資金提供機能が低下していた英国不動産のノンリコースローンを投資対象にしました。また、堅調な米国不動産市場にも注目しています。海外では金融的なマーケット環境だけでなく、法制度、商慣習、データの透明性などによって、投資のベースになる環境がそれぞれの国や地域で異なります。その結果として、投資対象エリア

や戦略（コア、コアプラス、VA など）の選定という面でも、日本の不動産投資の見方と異なるところがあり面白いと感じています。米国、英国などには、日本との比較において、コアプラス、VA、デットなどの多様な投資戦略が数多く存在しますが、法制度がクリアでありマーケットの透明性が高いことも、豊富な投資機会を生む一つの要因だと思っています。

不動産市場の見通しと 地方への投資

前田 ここからは投資対象についてお話をうかがいます。2018～20年までの都心5区の新規供給量は各年20万坪以上（3年間で60万坪以上）とも言われています。2003年問題で注目された2003年単年では30万坪程度の供給ですから、その供給量の規模の大きさが窺えます。そういう状況下で都心の空室率は今後上昇し、成約賃料も2018年をピークに緩やかに低下すると予想されます。一方、2018～21年の地方圏は総じて供給が少ない状態が続き、空室率、賃料共に供給者側には有利な状況が続くものと考えられます。そうした中で地方物件投資に関するお二人の見通しを教えてください。

市川 首都圏は投資家の目が集まりやすいため物件価格は必然的に上昇しますし、市場に供給される投資適格物件の流通量が限定的で逼迫した状況に見えます。多くの物件が正常に流通し取引されるなかで価格が上昇しているというよりも、需給の逼迫という歪みがあるがゆえの上昇です。マイナス金利的环境下で投資家の不動産投資意欲は旺盛ですが、都心は今後の大量供給の影響に注視が必要です。稼働の悪化よりも賃料水準が想定以上に伸びないことを懸念しています。新規開発されるSクラスやAクラスのハイスpekビルへとテナント移転が進んだ場合、中規模ビルの稼働や賃料水準はどうなるのかということです。Bクラス以下のオ

フィスビルは賃料が低位安定といわれていますが、この先5年程度は注視が必要です。

地方に目を転じれば、これまで名古屋以外目立った新規大規模開発がありませんでした。名古屋もリニア新駅周辺の開発が終わると一服しますし、大阪は需要が読めない状況に加え、今後はオフィスエリアが住宅エリアに変わるなど市場の性格が変わるかもしれません。それ以外の地方中核都市では過去に開発がなかった分、今後は一定程度出てくるのではないのでしょうか。では誰が開発するのか。東京の事業者が出て行くのか、それとも地元の業者が行うのか。東京で開発ができないから地方に目を向けるというのではなく、地方創生に同調した開発が理想でしょう。そうであれば地域経済の不動産需給バランスが大きく歪まない健全な開発が行われます。

前田 地方創生の話が出ましたが、地方銀行が取り組みやすい案件が今後は増えてくるという見方もあるのでしょうか。

市川 これまでの地方の開発は、地元のデベロッパーが開発して地元の金融機関が開発資金を融資するというスタイルで成り立ってきました。しかし地域金融機関の資金運用スタイルが多様化していく中で、ローン一辺倒のままでいいのか、一つの企業一つの銀行でリスクを取る開発がいいのかということを考える時期にきていると思います。今後

は、不動産証券化のスキームを使って投資家を集めて共同で投資する、金融機関がローンではなくエクイティ投資をする、という発想に変わらないだろうか。われわれは私募ファンドの手法を使えば実

現できると考えており、地域金融機関の方々とディスカッションしたいと思っています。

前田 ありがとうございます。石橋さんは地方に関してはいかがでしょうか。

石橋 日本 の 場 合 は、都心、地方といった区分けはあっても、これらは国内の景気に左右されて同じように動く傾向があります。しかしながら、詳細に見れば、特徴のある地方特有の投資も可能かもしれません。このエリアなら大丈夫という目利きができるなら取り組む意義はあり、十分な取引データの整備が進めば、より一般的な投資対象になると

思います。一方、米国や英国の場合は、地方であっても、投資判断を行うために必要となるデータは既に豊富に揃っています。三菱商事グループでは、欧州金融危機後に資金供給機能が低下した金融機関に代わって英国不動産にノンリコースローンを提供するデットファンドを立ち上げました。競合が少ないロンドン中心地のコア物件以外では高いスプレッドを狙うことができますが、これは、キャップレートの推移や賃料水準などのデータが、ロンドン中心部だけでなく郊外や地方都市も含め豊富に存在するため組成できた投資戦略だと思います。



前田 清能氏

PROFILE

まえだ きよたか

1998年に(株)日本長期信用銀行（現：(株)新生銀行）入行。同行在籍時に国土交通省総合政策局不動産業課へ出向し、不動産投資市場整備業務（税制改正、制度改正等）・取引一任代理等認可業務に従事。その後ムーディーズジャパン(株)でのCMBS格付業務を経て、みずほ信託銀行(株)にて年金基金による不動産投資業務に従事。2012年に(株)三井住友トラスト基礎研究所入社。不動産私募ファンドに関するデューデリジェンス・モニタリング業務を担当。

関心が高まる海外不動産投資

前田 ロンドンのお話しが出たところで話を海外に移したいと思います。今、海外ならば投資家はどいういったエリアを選好するのでしょうか。

石橋 マーケット規模が大きく、法制度や透明性などの投資環境に優れている米国と欧州の人気の高いと思います。欧州は英国派と大陸派に分かれる傾向があります。英国を選好する投資家は、流動性や透明性の高い不動産投資としての側面を、大陸を選考する投資家は金融的な視点から、ポンドよりユーロを好むケースが多い印象です。ただ、欧州に関しては、ブレグジット後の政治混乱やテロ懸念など先行きが不透明なため、トランプ効果への期待もある米国に対する選好の方が高くなっています。米国の場合は、それぞれの主要都市の経済規模も大きくその状況も様々であり、地域の多様性からマーケットに深みがあることも、不動産投資の魅力です。

一方、親会社である三菱商事は本業として不動産を扱っていますので、米国、欧州といった先進国だけでなく、中国や堅調な経済成長や不動産需要が見込まれるインドネシア、フィリピン、ベトナム、ミャンマーなどのアセアン地域の不動産開発にも注力しています。アセアンでも、一部は投資家に参加頂く形態にする例も出てきていますが、金融マーケットとしての成熟度が低いこのような国々での事業経験が、将来的な不動産金融事業の展開にも活きてくると思います。

前田 セパレート・アカウントでの投資ということでしょうか。

石橋 いえ、少数ですが複数投資家によるスキームになります。ただ、本業とのシナジー効果を狙うケース、情報収集を期待するケースなど、副次的な効果を狙って投資されるケースも多いと思います。

前田 アセアンに投資しているのは純投資の機関投資家というより事業会社に近いということですか。



ね。先ほどの米国のファンドも含め投資家の属性はどうでしょう。例えば、年金基金の中にも海外投資を希望している投資家が存在するようですが。

石橋 当社には大手金融、地域金融機関、年金、事業法人などさまざまなお客様がいますが、それぞれの属性のフロントランナーの方々が海外投資を開始してきているというイメージです。海外不動産投資への関心の高まりの背景には、投資運用難でオルタナ投資が注目されている中でリアルアセットとしての不動産投資への期待や、分散効果としての海外投資の魅力があると理解しています。ステップとしては、まずは足元の日本の私募 REIT などから投資を始め、次に海外不動産投資を検討するといった流れが一般的です。

前田 投資スキームはどうでしょう。

石橋 英国のデットファンドなどの例では、三菱商事が現地パートナーとジョイントベンチャーで運用会社を設立しています。三菱商事の職員もファンドの運用会社に出向し、良質な資料提供なども含めた日本投資家フレンドリーなファンドにすることを目指しています。

前田 ありがとうございます。市川さんにも海外

投資の取り組みについて伺います。

市川 海外では特に北米に注目しています。中長期な視点から国内不動産と米国不動産の賃料の伸びや経済の状況をみて、当面は日本よりも米国の方が不動産市場の成長性は高いと判断しています。

あおぞら銀行は5年ほど前から北米の不動産ノンリコースローン市場に参入しており、私募ファンドが現物の不動産を取得・運用し、米国の上場・私募リートに売却する様子をレンダーの立場で見してきました。そうした中で中長期・安定的なエクイティ投資のスタイルを模索したところ、一定規模のAUMがあり、運用実績でインカムゲインを安定的に出している私募リートへの投資を選びました。物件価値を高めることも重要ですが安定的な賃料収入を重視しています。またAM会社がアジアや日本に拠点を置くなど域外の投資家とのコミュニケーションが疎かにならない体制を取っていることも大切な要素です。

前田 不動産の現物というよりも、一つの金融商品としてマネージャーを選定して投資検討する投資スタイルですね。



市川 米国の不動産市場は広大で懐が深く、ファンドに組み入れる物件の一つ一つをつぶさに評価するのは困難です。米国の私募リートには様々なタイプの銘柄がありますが、不確定要素が多い開発の割合は低い銘柄にするなど、全体のポートフォリオや運営方針、トラッキングレコードを確認して将来を判断し、銘柄の分散投資をしています。

前田 地方銀行の海外投資のニーズはあるのでしょうか。

市川 米国の上場リートをパッケージにした商品に投資したという話を最近よく耳にします。地銀が投資する他の商品との比較で申し上げると、私募投信スタイルでレポーティングなどのフルサービスがある商品の方が投資しやすいのではないのでしょうか。

前田 あおぞら不動産投資顧問では今後そういったビジネスに取り組む方針でしょうか。

市川 米国の不動産は現物でファンドに組み入れられており、銀行子会社である当社は不動産信託受益権しか取り扱えないため、直接の取り組みは難しいです。一方で、地域金融機関にニーズが存在しているので、海外の有力なマネージャーに運用してもらい、関連会社のあおぞら投信がパッケージした商品を提供する等、あおぞら銀行グループとして何らかの取組を行うことは今後あり得ると思います。

デット投資の可能性

前田 国内の不動産価格が上昇している一方、リーマンショックの反省もあり、レンダー、特にシニアレンダーはレンダーズバリューを依然としてかなり保守的にみているようです。そのため取得価格との金額の乖離が生じてメザニンローンのニーズが増えています。投資対象という意味で、ローン投資、メザニン投資の動向については国内・海外共にいかがでしょうか。

石橋 国内ノンリコースローンのスプレッドは極

端に低くなっているのですが、一般的には一定以上のリターンを目論むデットファンドの組成は難しくなっていると思います。一方で、商業や物流などの三菱商事グループが得意分野とするフィールドでは、エクイティファンドの運用や商社としての事業経験を活かした差別化した取り組みができるため、DREAMではメザニンファンドをシリーズ化して組成・運用しており、昨年も当社でファンドの取り扱いをしました。

他方、海外に目を向けると、欧州はスプレッドがまだありますし、米国でもメザニンローンに対する資金ニーズは高く、スプレッドも期待できます。

前田 ローン投資あるいはメザニン投資の観点で、あおぞら銀行の自己資金投資の方向性はいかがでしょうか。

市川 リーマンショック以前、あおぞら銀行はシニアレンダーというよりも、むしろメザニンレンダーとしてリスクを取ってきましたが、当時と今では経済環境やリスク・リターンの水準は大きく異なります。現在の日本はメザニンレンダーが大きく成長できる金融環境ではなく、商業銀行の運用目線には合いません。現に参加しているのはリース会社など自己資本規制が小さく運用に幅の持てるプレーヤーです。

金融機関は単独で比較的深いLTVとスプレッドを確保するタイプと、リスクをあまり取らずに浅いLTVでスプレッドを下げ、メザニン・プレイヤーと共にローンを実行するタイプに分かれます。

数年前、われわれがシニアローンを供与する際に、デベロッパー数社に運用の一環としてメザニンのポジションを提案したことがありました。参加時点で物件の仕入れに直結しなくても、市況悪化時にエクイティがデフォルトした場合にはシニア・メザニンを合算したローン金額の水準で仕入れができる可能性があるのですが、デベロッパーのメザニン・プレイヤーを模索したのですが、反応は芳しくありませんでした。しかしこの一年で、「メザニンの案件があったら紹介して欲しい」、「この地域のこういう物件なら参加したい」というデベロッパーも出てきています。

他方で、われわれが米国でノンリコースローンを始めたのは、レンダーが規律を持って融資を実行しており、リスクを深追いしない市場だからです。そのためレンダー同士でLTV競争に陥るようなことは起きにくい。市場が広く物件も豊富にあり、プレーヤーも多いため、過度な競争をしなくても充分ディールがあるという背景はありますが、何より不動産に一定のリスクを認め適切なリスク・リターンから逸脱しない価値観があるからだと思います。米国はLTV50～60%でシニアローンとエクイティが棲み分けられ、私募ファンドが組成されている市場です。今もスプレッドは200ベース以上取れるのが標準的で100ベース台に落ちるほうが珍しい。米国の不動産ノンリコースローンであれば、デットファンドもつくれると思います。

私募ファンドに求められる役割

前田 これまで広範にわたって話を伺ってきました。私募リートも拡大する一方で私募ファンドは



「流動性」や「ポートフォリオの入れ替え」をキーワードに、私募リートとは異なるリスクプロファイル、個別物件にクローズアップして投資するスタイルなど、LTVや投資戦略の違いを実現するためには必要な投資形態であり、ファンド規模の変動はあっても、投資対象がある限り他の商品と市場を共存していけることが分かりました。

地方への投資ニーズに関しては、リーマン・ショック前ほど野放図に開発案件に投資することはなく、地方創生の流れの中で、新しい形で広がる可能性を見出せました。

最後に、私募ファンド市場が成熟していく中で、他の金融商品と比較して求められる姿あるいはあるべき姿といったものがあればお伺いしたいと思います。

市川 冒頭で地方の金融機関が持っていた担保付債権に投資する仕事をしていたことをお話ししました。当時は不良債権の削減が地域金融機関の主要課題でしたが、時代が流れて、地域金融機関の課題は業績の悪化した債務者に対する貸出金の処理ではなく、債務者の事業を再生するために何をするのかというテーマに変わりました。地方創生という大きな政策の下で、どのようにしたら地元の経済に対して金融機関がポジティブな働きかけができるのかということです。2000年台初めに産業再生機構という公的組織ができ、業績の厳しくなった企業を再生させる仕組みがありました。国が主導して、公的な資金を活用し、企業を再生させていたわけですが、地方経済において今同じような役割を担うのは、地元精通して資金がある地域金融機関なのではないでしょうか。しかも、地域金融機関の資金は地元から集めたお金です。融資をベースとした間接金融一辺倒では今後も収益的に厳しく、できることが限られます。そう考えると資金調達方法を間接型市場金融の仕組みに変えていく必要があり、間接型市場金融のファンドスキームを活かした資金提供が、金融機関にできる新しい仕事だと私は考えます。

あおぞら銀行グループで手掛けている事業再生ビジネスでは、あおぞら債権回収が地域金融機関と共同で地域毎に民間企業再生のための「地域再生ファンド」を設立し、そのファンドが中小企業者向け債権を地域金融機関より買い取ります。あおぞら銀行グループの持つ事業再生支援ノウハウを活用して、債務者の業績や財務内容の改善を行います。ファンドに売却された債権は、事業再生後に金融機関がリファイナンスしてエグジットします。つまり正常化して事業が回るようにした後に通常の金融機関取引に戻すというスキームです。再生支援では事業用不動産のオフバランス化（セル・アンド・リースバック）、事業用不動産の改修・再生、遊休不動産の有効活用（売却・再開発）なども視野に入ります。あおぞら不動産投資顧問が組成するファンドを通じて債務者の保有不動産の運用、バリュアアップ、売却処分といったことができれば、地域金融機関に新たな資金運用機会を提供できると思っています。事業再生のプロセスに私募ファンドのスキームを活用して事業用不動産のオフバランス化をする場合、不動産リスクだけではなく、再生対象企業のオペレーターリスク等の見方が必要になるため、現物の不動産に投資している感覚ではなく、オペレーター企業やその事業への投資と同じ感覚で、不動産リスクを適正に取った間接型市場金融スキームの姿が現れるのではないのでしょうか。そういう感覚を金融機関が持つところから発展させていければ、不動産を見る目が変わり、気付かないうちに私募ファンドが便利な使われ方をされるのではないかと期待しています。

前田 地域の経済にもプラスですが、地域金融機関が多く側面に関われるという意味で、地域ぐるみの経済再生・活性化ということですね。

市川 たとえば地方の百貨店やショッピングセンターの業績が悪化して、その店舗を第三者の不動産ファンドに売ってしまえば地元経済にはそれ以上なにも起きません。それをもう一度地元の違うお金の形態でキャピタライズし直して、地元キャッシュ

が落ちるようにすれば不動産は投資対象に変わっていきます。地元向け融資の延長線上で比較して利回りが確保できれば充分で、必ずしもリート目線でリターンを考えなくてもいいわけです。

前田 ありがとうございます。石橋さんお願いします。

石橋 これまで申し上げてきた通り、私募リートと私募ファンドは、投資戦略やリスクプロファイルが異なれば、その良し悪しを単純に比較する対象ではないし共存もできます。私募ファンドは減少傾向とのことですが、海外不動産やデットに投資する商品は今後も増え多様化も進んでいくと思います。こういった多彩な商品の組み込みを通じて、投資家の不動産投資ポートフォリオは強固になり不動産投資市場の厚みも増してくるので、多様な私募ファン

ドの登場を期待しています。

前田 御社としては私募リートも私募ファンドも取り扱い、投資家のニーズに合ったものを提供してどちらの市場も成長してもらうという方針ですね。

石橋 その通りです。不動産投資市場は規模も大きくなり参加者も増えてきていますが、一般的に取り扱われている本邦投資家向けの戦略メニューは、今も限定的です。逆に言えば、運用戦略、地域戦略ともまだまだ開拓の余地があり、商社としての事業経験や得意分野を不動産投資市場の発展に活かせるものと期待しています。

前田 ありがとうございます。私自身もこれまで見えていなかった私募ファンドの使われ方や投資対象の選好などをお聞きできて大変有意義でした。本日はありがとうございました。

ARES 年金フォーラム 2016

不動産証券化協会は2016年12月9日、ARES 年金フォーラムを開催しました。
本フォーラムのうち基調講演をご紹介します。

基調講演

OMERS のインフラ投資



ジョン・ノウルトン (John Knowlton) 氏

エグゼクティブ・ヴァイス・プレジデント リーガル& GSIA 担当
OMERS プライベート・マーケット

OMERSについて

OMERS (Ontario Municipal Employees Retirement System / オンタリオ州公務員年金基金) は1962年に創設されたカナダ最大の年金基金で、オンタリオ州全域の地方自治体、教育委員会、救急サービスなど46万1,000人の加入者がいます。Multi-employer plan (複数事業者型退職年金) であることから、978の事業主と35の組合・協会にサービスを提供しており、約800億ドル (CAD) の運用資産を有し、上場市場、プライベート・エクイティ、インフラ、不動産に投資しています。

OMERSの加入者の現状

現役加入者27万4,000人、受給者14万1,000人、現役二人 (パートタイム27%含む) で受給者一人を支えています。OMERSの年金給付額はカナダの国の年金制度の給付額より高く、また加入者間には幾つか受給額のレベルがあり、例えば、警察や消防は高めで、パートタイムや市町村の公務員は相対

的に低めになります。もう一つ重要なのは、成熟途上にある年金制度であるということです。したがって、現在は給付総額よりも拠出総額の方が多い状況が将来は変わり、拠出総額よりも給付総額の方が大きくなります。

資産配分の状況

図表1は、2015年12月末現在の資産配分を示しています。目標とする資産配分に比べて、不動産 (17%) とプライベート・エクイティ (15%) が若干オーバーウェイト、インフラ (16%) がアンダーウェイトです。

OMERSは約10年前に上場市場から非上場市場へ資金をシフトし始めました。多くの投資機会が非上場のアセットクラスにあると気付いたからです。インフラへの配分が約20%あるのは特徴的で、他の年金基金に比して高い割合です。インフラ投資は安定したパフォーマンスと望ましい水準のキャッシュ・イールドを生んでくれます。

2016年はインフラ分野へ追加的な投資を行ったた

めに、同年末の資産配分はインフラが高くなり、不動産とプライベート・エクイティは低くなる見込みです。

国／地域別の投資状況

2015年12月末現在の国・地域別の投資状況は、カナダ39.5%、米国30.08%、欧州21.4%、残り8.3%が世界のその他の地域です。分散されていないように思われるかもしれませんが、これは、かつてカナダの年金基金は資産の30%以上をカナダ国外に投資してはいけないという制限があり、国外投資が大きく進展したのが2005年の法改正以降だからです。

OMERSの投資体制（子会社等）

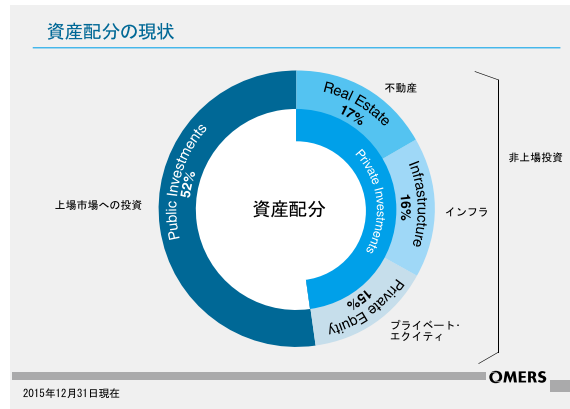
図表2はOMERSの投資体制です。年金サービスグループに加えて、3つの投資グループがあります。「不動産＆プラットフォーム投資」グループには、「OMERSベンチャー」という小規模なベンチャーに投資する子会社と、「OXFORD」という不動産投資子会社があります。「OXFORD」は、OMERSの資金を主にオフィス、リテール、産業セクターの不動産に投資し、開発と保有を行います。また、他の年金基金の資金の運用も行っています。

私自身は「非上場市場」グループの、「OMERSプライベート・エクイティ」とインフラ投資を行う「BOREALIS」の双方を担当しています。それぞれの投資グループは経営陣が異なりますが、協力して投資することもあります。これまでの非上場市場における成功は、この運営体制がカギとなってきました。

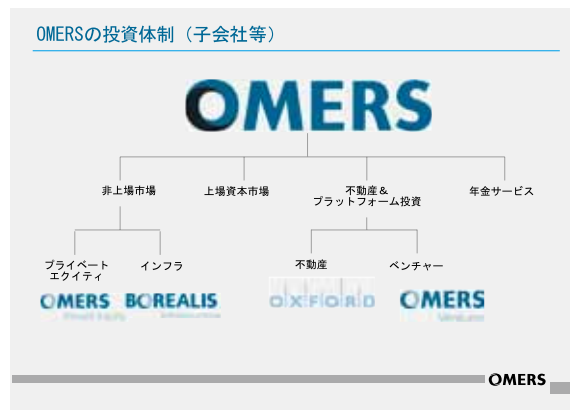
インフラとは何か？

OMERSにとってインフラとは、近代産業の基本的施設や設備、サービスへの直接の資本参加であり、年金の長期の管理期間にマッチした、安定的なリターンをもたらす資産と言えます。インフラ資産の特徴はキャッシュフローの強さです。また、インフラをコアとコアプラスで分類する場合、コアプラスはハイリスク・ハイリターンで、GDPやインフレとの連動性が高い資産と

図表1



図表2



なります。交通・運輸セクターはその典型で、規制対象となっているエネルギーや水道事業等と比べて、需要変動リスクはより高くなります。例えば、有料道路の交通量の伸びとGDP成長率には相関関係が見られるのです。

では、OMERSが投資対象としないインフラとはどんなものか。例えば、グリーンフィールドで需要変動リスクのある資産です。なぜなら、リスクをきちんと計算できなければ資産の減損があり得るため、長期的なコンセッションであっても投資額が回収できなくなる恐れがあるからです。同様に大きな市場リスクを負うインフラは投資には適しません。

なぜインフラに投資するのか

OMERSは90年代終わりに、長期の年金債務を

管理する年金基金の投資先にインフラが大変適した資産クラスだと認識しました。インフラは長期にわたり存続する資産で、インフレ連動性を示し、キャッシュフロー生成能力が高くリスク調整後のリターンに優位性がある資産だからです。しかしOMERSはこの資産クラスにすぐに入ったわけではありません。98年にBOREALISを設立し当初投資額約2,500万ドルで、インフラへの直接投資を試験的に行う程度でした。最初は「P3プロジェクト」というカナダ・ノバスコシア州の学校、オンタリオ州の病院が対象です。経験を積むにつれインフラへの配分が増え、今日ではOMERSの資産の20%強、約160億ドルを投資しています。

インフラ投資へのアプローチ

BOREALISは当初から直接エクイティ投資を行い、第三者のマネジメントファンドには投資していません。我々の資本は我々でコントロールしたいからで、内部に専門知識やスキルを携えられればこの資産クラスで成功する自信がありました。大型案件であればパートナーシップも組みますが、同じような考え方を持った投資家と合同でコントロールしていくことが重要になります。

一般論としてアプローチで重要な点は次の通りです。

- 長期にわたる投資期間（20年超）
- 資本コストからみて競争力があり持続的であること
- 対象国において投資家の権利保護について十分な歴史があり、政治やマクロ経済環境が安定していること
- ボードを通じて投資をマネジメントできる直接投資手法を活用
- 政府や規制当局との互惠関係
- 綿密なデューデリジェンス
- キャッシュ・イールドに着目
- エクイティ出資に見合ったガバナンス上の権限

- 考え方の共通するパートナーとの共同管理を通じたパートナーシップ

なぜ他の投資家と共同投資をするのか

インフラ資産は規模が極めて大きくなります。共同投資は集中リスクを減らし、ポートフォリオに分散をもたらします。複雑なインフラ資産の運営にはオペレーティング・パートナーに専門性を期待します。また、新たな市場に参入する場合はローカルパートナーによる知見が必要です。さらに重要なことは、共同投資により、パートナーを通じて新たな投資機会が創出され、セカンダリー取引による参入も可能になることです。

投資対象資産

BOREALISは世界最大のインフラ投資家で、エクイティ運用額が190億ドル（OMERSとGSIAの投資額を含む）、世界に約40名のプロフェッショナルを擁しています。対象資産には次の点を重視しています。

- 大規模（目標投下資本は3億ドル以上）
- 参入障壁が際立って存在する
- 経済的な規制もしくは長期の契約価格がある
- 予測可能で信頼性のあるキャッシュフローが期待できる
- インフレヘッジ効果がある

OMERSのインフラ投資と地域

現在のOMERSのインフラ投資の対象国/地域は、北米、欧州、豪州です。南米にも機会を求めています。ブラジル等の南米の一部については他の投資家よりもリスクを高く見積もっています。しかしながら現在の配分は今後変わり、南米も限定的ではありますが資産が増えると思います（図表3）。

OMERSのインフラ投資は低リスクを旨としており、三分の二が長期契約あるいは規制対象という安定的な枠組みの下で行われています。セクター別の投資状況は、ポートフォリオの約40%が物流・交通、約5%

が政府サービス、約50%がエネルギー関連です。それぞれの分野で地域的に偏りもみられますが、異なるリスク特性があるため全体としては大変バランスの取れたポートフォリオになっています（図表4）。

主な投資対象資産の概要 (欧州・北米)

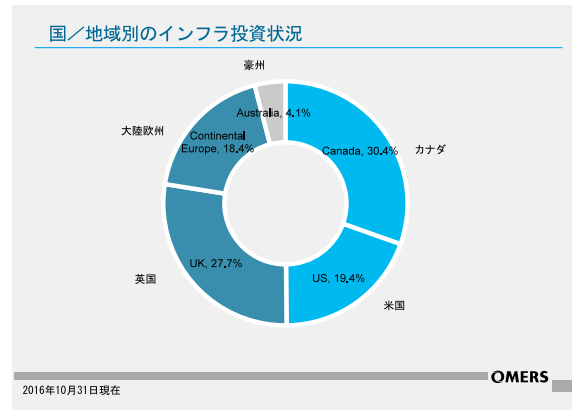
実際の投資案件を幾つかご紹介します（図表5、図表6、図表7）。

「HS1」はロンドンとパリを結ぶイギリス国営の高速鉄道で、民営化する際にオンタリオ教職員年金基金とともに入札しました。最高の札ではなかったものの、完全なローン契約をレンダーと交渉し実現可能性が最も高かったため取得できました。

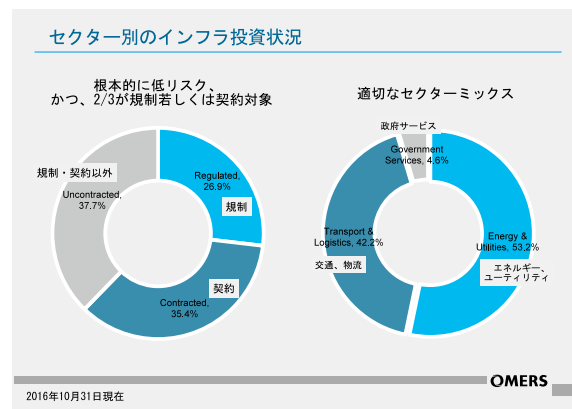
「ABP」は英国最大の港湾運営企業です。かつてロンドン証券取引所に上場していた公営企業ですが、他の投資家とコンソーシアムを組んで取得し非上場化しました。

「NET4GAS」はガスの配送網を保有・運営するチェコの会社です。初めてのチェコへの投資には知見のあるパートナーを探し、ドイツのAllianzを選び共同で

図表3



図表4



図表5



図表6

主な投資対象資産の概要（欧州＆豪州）

		- Ellevioはスウェーデン第2の電氣流通ネットワークである。17%の市場シェアを有する。71,000km近い送電網を保有し、約908,000の顧客に電氣を供給している。 - OMERSは、AP1、AP3、Folksamと共同で2015年6月にEllevioを100%取得。OMERSとGSIAで50%を保有。
		- Tank & Rastはドイツの自動車専用道路ネットワークに所在するサービス施設の90%以上を所有及び土地保有する。所有する資産としては、約350のガソリンスタンド、約390のレストラン、約50のホテルがある。これらの施設を毎年約5億人が利用している。 - Allianz Capital Partners、MEAG、OMERS等によるコンソーシアムがTank & Rastを100%取得。OMERSとGSIAで25%の権利を保有。
		- CLHは精製した石油の配送と備蓄を行うスペインの企業である。4,000kmを超えるパイプラインと40の備蓄施設を保有し運営している。CLHは英国でも主要な燃料パイプラインと備蓄ネットワークを保有・運営している。パイプラインは2,000km以上、備蓄施設は16か所である。 - OMERSは2016年にCLHの24%の権利を取得した。
		- London City Airportは、高級志向で規制対象となっていない空港である。ロンドン市街の中心から東に10kmに位置し、カナリー・ワーフやシティに近い。この空港は2015年に430万人の乗客を運んでいる。 - OMERSは、AIMCo、オンタリオ教職員年金基金、Wren Houseと共同で2016年3月にLondon City Airportを100%取得した。OMERSは25%を保有。
		- Port of Melbourneは、オーストラリア最大のコンテナ・多目的貨物用港湾である。毎年3,000隻以上の船が入港し、260万TEUの積み荷を扱っている。 - OMERSは、Future Fund、QIC、GIPと共同で2016年10月にPort of Melbourneを100%取得。OMERSとGSIAで19.99%を保有。

OMERS

Information contained herein is for discussion purposes only and is not intended to constitute, and should not be construed as financial or investment advice.

図表7

主な投資対象資産の概要（北米）

		- Bruce Powerは世界最大級の原子力発電施設である。6,300メガワットの発電能力を有する。 - ボレアリスは、TransCanada、Power Workers Union、Society of Energy Professionalsと共同でBruce Powerを保有している。 - ボレアリスの持ち分は、Bruce-Aの48.9%とBruce-Bの61.4%である。
		- Oncorはテキサス最大かつ米国でも最大級に相当する電氣の伝送・流通企業である。 - ボレアリスはGICと共にそれぞれ10%程度を、Energy Future Holdings (IBTX) から2008年に取得している。
		- MCVは米国最大の天然ガス利用の複合サイクルコジェネレーションプラント施設である。ミシガン州ミッドランドに所在する。1,633メガワットの発電能力と1時間あたり150万ボンドのスチーム供給能力を有するとされている。 - ボレアリスは2012年にMCVを100%取得した。
		- LifeLabsは診断事業を行っている。カナダにおいて15,000人に近い内科医と1,900万人を超える患者に対して1億件を超える臨床検査を提供している。 - ボレアリスは2007年にLifeLabsを100%取得した。 2013年10月には、LifeLabsがCML HealthCareという他の診断事業会社を100%取得した。CML HealthCareは毎年4,000万件の臨床検査を提供している。
		- Teranetは電子土地登記に関する国際的なリーダーである。カナダのオンタリオ州とマニトバ州で土地登記その他の法的な検索や登録サービスを独占的に提供している。 - ボレアリスは2008年にTeranetを100%取得した。
		- Skywayは7.8マイル（12.5km）の有料道路である。シカゴのダウンタウンと南東郊外エリアの間を結ぶ交通の要所になっている。 - ボレアリスは、CPPIB、オンタリオ教職員年金基金と共同で2016年にChicago Skywayのコンセッションを取得した。権利の保有比率は33%である。

OMERS

Information contained herein is for discussion purposes only and is not intended to constitute, and should not be construed as financial or investment advice.

取得しました。ドイツとチェコは緊密な関係にあります。

「Caruna」はフィンランド最大の規制電力ネットワークです。フィンランドのFortumが売却する際に、早い段階からFirst State Investmentsと共同で準備を始め、さらに現地のパートナーも求めました。規制

資産のため取得後にフィンランド規制当局と現地パートナーが良い関係を構築できると考えたのです。

「Ellevio」もスウェーデンの配電会社でFortumが売却したものです。フィンランドと同じ手法で、スウェーデンの投資家3社と組み成功裏に取得しました。

「メルボルン港」は複数の投資家と共同で取得しましたが、所有割合は限定的です。シドニー港とブリスベン港は取得できませんでした。数十億ドル規模の資産であるにも関わらず、僅差で落札価格が決まったのには大変驚きました。

「Bruce Power」は世界最大級の原子力発電施設で、最大の投資案件です。OMERSのボードの中には、原子力発電に対して難色を示すメンバーもいました。しかしながら原子力発電に対する法的責任を制限する法改正が行われたため、2003年に最初の投資を実施しました。2015年にBruce Powerは130億ドルの更新プロジェクト（2020年以降15年間かけて各原子炉を更新）を発表しましたが、この資産は更新もリファイナンスにより対応するため、追加のエクイティ出資を必要とせず、高いキャッシュ・イールドを享受することができるのです。

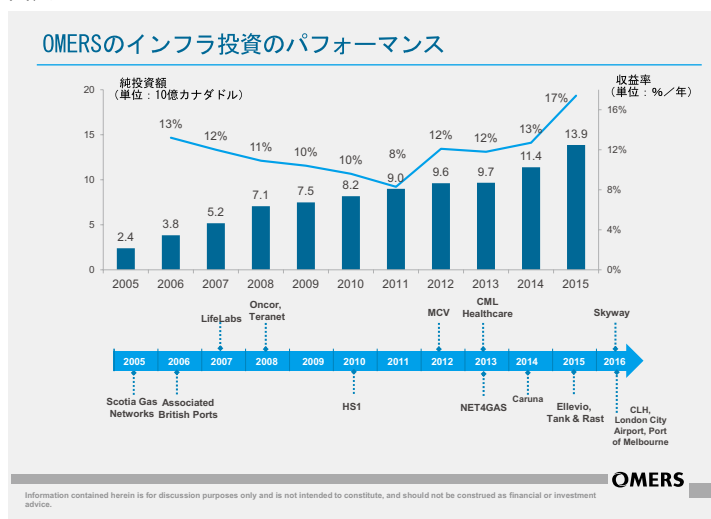
「Teranet」はオンタリオ州の電子土地登録サービスの独占供給者です。インフラ投資案件と位置付けているのは資産の特性からで、Teranetはオンタリオ州と50年間の独占契約を結び、土地の譲渡、不動産登記、不動産担保の解除、不動産調査等に対してフィーを得ることができます。他に競合がないことや事業の安定性からインフラのリスク・プロファイルと考えます。

「Skyway」は、シカゴ中心部と郊外を結ぶ12.5kmの高速道路で、カナダの他の2つの年金基金と共同でコンセッションを取得しました。

OMERSのインフラ投資のパフォーマンス

OMERSのインフラ投資のパフォーマンスは10年以上良好に推移しています。最低だった2011年でも8%を堅持しており、2016年も二桁のリターンが見込まれ

図表8



ます。図表8で示すのはトータルリターンで、その大部分はオペレーションから得られたキャッシュです。インフラ資産は他の資産同様に価格が上昇しているため、収益率は一部で下がり、過去と同じような成績は期待できないかもしれません。しかし優良な資産クラスと確信しており、今後もポートフォリオを構築していきます。2016年末までに少なくとも1件、2017年第1四半期には数件の入札を予定しています。

投資機会

短期的には、インフラファンドの出口や企業のノンコア資産の切り離しの結果として投資案件が市場に供給されるため、パイプラインは良好です。長期的には不確実性が若干あります。それというのもインフラ資産がオープンエンド型の投資家により所有され出物が少なくなっていること、また、政府による公的資産民営化の意向は強くはないためです。新しいインフラプロジェクトがカナダや米国で見られるものの、これらのプログラムが本当の意味で投資機会を投資家に提供するのかどうか。我々はエクイティの投資家で、デットには投資しないため、エクイティの投資機会が提供されるか否か動きを注視していきます。

カナダの年金基金はなぜ、インフラ資産におけるリーダーたりうるのか？

第一に効率的なガバナンス構造を備えているためです。内部の専門性を高めるため、競争力のある人材を確保しています。また、専門性の高いボードが迅速に意思決定できる体制を敷いています。

カナダ国内におけるインフラ投資の機会は限定的でしたが、2005年にカナダの年金基金の国外投資に関する法改正が行われ、年金基金は投資機会を求めて国外に眼を向けるようになりました。これが大きな転換点になったわけです。

欧州のインフラに投資するカナダの年金

図表9は欧州のインフラのポートフォリオにおける他のカナダの年金基金との比較を表しています。BOREALISは投資額70億ドルで最大規模、そして最良の資産を保有していると考えます。注目して頂きたいのは、各年金基金とパートナーシップを組んでいる、あるいは共同入札を一度はしていることです。我々は世界各国の投資家と協力し、また同じ意思を持った投資家とパートナーシップを結び投資をしているのです。

GSIA(Global Strategic Investment Alliance)とは

OMERSとインフラの共同投資に関心があり、考え方の近い長期の投資家で構成されるアライアンスです。このアライアンスにより多角化が図られ大型資産への投資が可能となりました。

BOREALISが投資機会をもたらす資産を運営します。GSIAはファンドではなく、メンバーは資産ごとに参加するか否か選択できます。現在は新たなプログラムを進めていません。

図表9

	BOREALIS	CHARTERED BANK	CP INVESTMENT FUND	AMCO	ROYAL BANK	TD	PSP
欧州におけるインフラ運用資産額	~ C\$ 7bn	~ C\$ 6bn	~ C\$ 6bn	~ C\$ 2bn	~ C\$ 5bn	~ C\$ 1bn	~ C\$ 3bn
欧州におけるインフラチームの設置	2009	2015	2008	2015	2013 (Paris)	2013	2016
グローバルなインフラ運用資産額	~ C\$ 16bn	~ C\$ 16bn	~ C\$ 15bn	~ C\$ 5bn	~ C\$ 13bn	~ C\$ 6bn	~ C\$ 7bn
欧州における主な投資対象(事例)	London City Airport, CLH, ELLEVO, SGN, ABP	London City Airport, CLH, SGN, ABP	London City Airport, CLH, SGN, ABP	London City Airport, CLH, SGN, ABP	London City Airport, CLH, SGN, ABP	London City Airport, CLH, SGN, ABP	London City Airport, CLH, SGN, ABP

出典：各年金の年次報告より
(金額は、2015年、単位：百万カナダドル)

GSIAの仕組みは次の通りです。

- 一定規模以上の全ての投資機会はGSIAのメンバーに提示される。
- GSIAのメンバーは、各投資案件に参加する権利があり義務はない。
- 各メンバーの投資比率は、基本的にはGSIAへの出資比率と同じ。
- BOREALISから投資案件がGSIAのメンバーに提示され、メンバーが参加を選択した場合は、GSIAを通じてのみ当該案件に投資できる。
- BOREALISが綿密なデューデリジェンスを行い、GSIAに入札価格を提示し、参加判断を下したメンバーはOMERSと共に参加する。

GSIAの投資基準は次の通りです。

- － 大規模な資本を必要とするプロジェクト（20億米ドル以上）
- － 交通、エネルギー関連、通信、政府関連サービス
- － エクイティもしくはエクイティ関連商品
- － 成長性があり安定したキャッシュフローを長期的に期待できる
- － 堅実なレバレッジで、過度な負債比率によらないリターン

- ー 主としてOECD国内のインフラであり、安定した規制や法体系がある
- ー 非グリーンフィールド投資、大部分の開発が完了したプロジェクト

日本におけるインフラ投資 (カナダの視点から)

国際分散投資の観点から日本も良い投資先という認識はありますが、現時点で投資はありません。日本も公共によってインフラが保有されておりカナダ同様に機会は限定的です。カナダの投資家にとっては、時差、言語、法律が障壁となりハードルの高い投資先で、我々のエクイティが資本費用の低い日本市場でどれだけ競争力があるのかも未知数です。

得られた教訓

インフラ投資は大変競争が激しい分野ですが、実績を積み市場での存在を確立したプレーヤーは、他が呼ばれないようなプロセスで招かれることが多くあります。レピュテーションは重要でしっかりと構築し守る必要があります。短期視野の決断によってマイナスの影響を与えてはいけません。

強力なアドバイザーを確保し、早期に良いアドバイスをすることで競争力を発揮できます。成功の可能性を高めてくれるか、ビジネスプランに最大限の貢献をしてくれるか、取得後の貢献度も重視してコンソーシアムを組むパートナーを選ぶことも重要です。またパートナーから学ぶことです。将来の競合相手になり得るパートナーの戦略やプライシングの思考、レンダーとの交渉などに常に注意を払うのです。

そして最も重要なのは売り手のプライオリティを理解することです。ある一定期間内に売却したい売り手ならば価格よりも実施の確実性を重視するでしょう。価格が拮抗した場合には殊更です。最高入札価格ではなかったにも関わらず実現可能な価格を提示したことで取得できたケースが複数回ありました。またレバレッジの活用は常に慎重でなければなりません。適切

な負債比率と期間設定、柔軟性のある事業計画を立てることです。

ガバナンス面における強い権限は、資本管理や情報管理において極めて重要です。競争が激しい環境下では高い経営パフォーマンスを示すための努力が必要です。

買えなかった資産もあります。もっと高額を提示できたかもしれません。しかし価格に関しては規律と忍耐が不可欠で、将来的にはこれらにより報いられるのです。

インフラに参入する為の アプローチ

インフラ市場へのアプローチは配分できる資金や組織内のガバナンス体制により異なります。OMERSは非上場市場における直接投資のみを選択してきましたが、それは資産を自身でコントロールすることができ、また大き過ぎずに規模の利益を得ることができるからです。直接投資は内部のガバナンス体制が肝となり、専門性やポートフォリオの構築に長い時間を要します。良い人材を確保するために市場ベースの十分な報酬を払えるかも欠かせないポイントです。例えば、ある欧州の年金基金は準政府機関で報酬に上限があるとのこと。この場合、成功した優秀な人材は他の投資家に好条件で引き抜かれてしまうので大変でしょう。

OMERSの規模では100%直接投資は現実的な選択です。OMERSよりも大きい他の年金基金では、直接投資に加えファンドを通じた投資もするし、GSIAや共同投資のプログラムもあります。規模が大きければ、より多くの選択肢があるということです。

最後に、長期のライアビリティを有する年金にとってインフラは非常に魅力的な資産であり、OMERSはこの資産クラスの可能性を強く信じています。競争は激しくリターンの圧縮もありますが、これからも長期的に投資をしていきます。

(文責:不動産証券化協会)

Capital is Global, Business is Local



矢野 秀樹

住商リアルティ・マネジメント株式会社
代表取締役社長

私は総合商社である住友商事グループの不動産担当として、1992年から2001年まで米国に駐在し、さまざまなチャレンジをさせてもらった。

住友商事グループの米国不動産投資の歴史は古く、70年代後半の物流施設の開発に始まり、80年代前半には日本企業としては初めてニューヨークでオフィスビルの単独投資を行い、徐々に業容を拡大し、80年代後半には、開発事業に参入している。とはいえ、不動産は、その地域の歴史、文化、社会の構成、経済活動さらには政治によって価値が生み出されている究極のローカルビジネスであり、水先案内人なしには、参入は難しい。

したがって、既存資産の買収ならともかく、異国の地である米国で開発事業に単独で取り組むのはほとんど不可能であり、パートナーとなりうるデベロッパーを見つけて、そのデベロッパーと共同で事業に取り組むというやり方だ。

そして、このパートナーとなる相手は、資金力も知

名度もないローカルデベロッパーであることが往々にしてあった。

なぜなら不動産ビジネスは究極のローカルビジネスゆえ、全米で展開している大手デベロッパーよりも、その地域に密着して人脈を有し、その地域に精通しているローカルデベロッパーと組むことが不可欠との判断からだ。

赴任後、最初に担当した開発案件がジョージア州アトランタの大型宅地造成事業『ハミルトン・ミル』だ。パートナーである GSM社は、典型的なローカルデベロッパーで、地元で強力なネットワークを有し、案件の発掘や事業遂行に長けた優秀な社長が率いる信頼できる相手ではあったが、すべてを任せきるほどの社内体制はなく、個人商店の粋をでない零細企業。

地元では同社の顔をたてつつも、事業のコントロールは効かせておく必要ありと判断し、我々は GSM社と同順位の GPのポジションをとることとし、加えて、日

本人駐在員を同社に出向させて、文字通り二人三脚で事業に取り組む体制とした。

用地確保のめどが立ったので、事業をスタート。その後 GSM社は、用地取得、許認可取得と開発建設、そして宅地販売といった現場業務を、オーナー社長の人脈とパワーで進めてくれた。

一方で、事業計画の策定やその手直しいった計数的な管理は不得意だったので、そこは我々が担当。あるとき、事業計画上、どうしても受け入れがたい変更を GSM社が言い出し、我々はどうしても同意できなかったのもので、どちらかが事業から出ていくこととなった。

このようなケースでは、投資家がその持分を譲渡して JVから出ていくのが一般的。ところが、我々はこの事業の将来性と自ら主張する開発方針の正当性を信じていたので、逆に GSM社の持分を買い取り、代わりに新たなローカルデベロッパーを迎えて事業を継続することにした。

この『別れ話』がすんなりいくはずはなく、GSM社は、せっかく育ててきた虎の子の案件を奪い取られるとの思いもあり、当然、訴訟となった。

地元紙にもネガティブな論調で取り上げられ、プレッシャーも受けた。

さらに、『けんか別れ』なので、新たに起用したローカルデベロッパーへの引き継ぎがされるはずもなく、我々自らが現場に出向き、あるときは住民集会の場で、あるときは地元の代表者の自宅で、事態説明のうえ、理解を求めた。

結局、我々自ら前面に出て正々堂々と事業に取り組む姿勢と、我々の主張の正当性が評価されたこともあって、何とかこれを乗り越え、訴訟も和解。

その後、事業そのものも成功裏に終えることができた。

その後も、住友商事グループは、米国で相変わらず大手ではなくローカルデベロッパーとの共同事業を志向して事業展開を継続している。

もちろん、程度の差こそあれ、同じような問題に遭遇することも少なくない。

ローカルデベロッパーは、組織としての体をなさないところが多いし、また、そのオーナー社長は、面子やプライドへのこだわりが強い个性的な人が多いからだ。ただ、こういうローカルデベロッパーを水先案内人として得ないと、開発事業の発掘や事業化はできないこともまた事実であり、『けんか別れ』した先ではあるが、GSM社には今でも感謝している。

『Capital is global, Business is local』は、米国での経験を通じて得た私自身の教訓だ。

異国の地で、不動産投資を成功させるためには水先案内人となるローカルデベロッパーと関係をつくり、かつ、いざというときは現場に出てコントロールしていくくらいの覚悟と力量が必要になってくる。

その覚悟と力量さえあれば、たとえ異国の地であろうとその期待を大きく裏切られることはない、今でも固く信じている。

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

さくら総合リート投資法人

さくら不動産投資顧問株式会社
代表取締役社長

村中 誠氏に聞く

さくら総合リート投資法人（証券コード:3473）が、2016年9月8日、東京証券取引所に上場しました。本投資法人は、ガリレオグループ（豪州の独立系不動産・ファンド運用）と日本管財グループをスポンサーとした総合型リートで、豪州リーートの運営実績を活かしたJリート運用を行います。

資産運用会社となる、さくら不動産投資顧問株式会社 代表取締役社長 村中 誠氏にお話を伺いました。
（インタビューは2017年3月に実施）

ー スポンサーのガリレオグループと日本管財グループについて教えてください。

豪州を拠点として米国、豪州及び日本で不動産・ファンドビジネスを手がけるガリレオグループは2003年に、グループにとって第1号の豪州証券取引所上場リート（Aリート）となるガリレオ・ショッピング・アメリカ・トラストを立ち上げました。投資対象は米国のショッピングセンターであり、取得資産は2,800億円程度でした。それから3年後の2006年に2号目のAリートとなるガリレオ・ジャパン・トラストを組成、こちらは日本のみが投資対象で890億円程度でした。最近では足元のオーストラリアで高級分譲マンション、ショッピングセンター及び宅地の開発を行っており、これらを合わせるとグループでは取得、開発の累計は5,000億円ほどになります。

一方、不動産建物管理の総合サービス企業である日本管財グループは、昭和40年に事業を開始した不動産管理の老舗企業です。管理運営資産は、住宅、オフィスビル、商業施設、医療施設、官公庁施設等々多岐にわたっています。サービスラインも中心となるビルメンテナンスを始め、警備、マンション管理、環境施設管理等さまざまです。最近では豪州を含む海

外の建物管理会社の事業買収等により海外ビジネスの強化も図っています。

ー 豪州証券取引所上場を経て、Jリート上場に至った経緯を教えてください。

先ほどご説明しましたガリレオ・ジャパン・トラストは、ガリレオグループと日本管財グループにより共同で立ち上げられ、2006年12月にオーストラリア証券取引所に上場しました。当時オーストラリアは比較的投資資金が集まりやすい状況にある一方、国内は国土が広い割に人口が少なく、都市が沿岸部に集中しているため、リートとして国内不動産への投資機会は限定的であり、結果的に当時の豪州リート全体の46%は海外不動産が占め、25銘柄が海外に投資していました。ところがリーマン・ショック以降、目の届かない海外に投資するよりも目の届く国内の不動産に投資したいというリスクオフの投資ニーズが高まりました。豪州に限らず世界で広がったこのドメスティックバイアスにより、その後は豪州リートに占める海外不動産の割合は20%に低下し、海外不動産を保有するリートも5銘柄に減りました。特に対日不動産投資については、



さくら不動産投資顧問株式会社
代表取締役社長 村中 誠氏

上場から約10年間で円安トレンドになり、豪州ドルで資金調達して円の資産に投資する為替リスクが顕在化したことも減少の要因となりました。Jリートが時価総額でAリートを抜き世界第2位の規模に拡大し、市場が成熟化した今、豪州の投資家は対日投資する豪州リートに投資するより、シンプルにJリートに直接投資する方が良いと考えるようになりました。このような状況の中、3年前にガリレオグループと日本管財グループはお互いが日本の不動産マーケットに引き続きコミットしていくことを確認しつつ、市場移転の検討を開始し、この度のJリート上場に至ったものです。

ー スポンサーのサポート体制を教えてください。

Aリートの運営時期と比較しますと、日本管財グループのコミットメントが強くなりました。日本管財グループはガリレオ・ジャパン・トラストに対してはサブ・アセットマネージャーの役割でしたが、Jリートでは資産運用会社に50% 出資してスポンサーとなり取締役も投入、さらに投資法人にもガリレオと同じ割合でセイムポート出資を行っています。また、日本管財グループはJリートからも40棟ほど建物管理を受託しており、この実績

は今後の本投資法人の内部成長にさまざまな形で貢献していくでしょう。また、外部成長についても売却物件の情報が入ると早いタイミングで運用会社と共にデューデリジェンスを行うことでコスト削減の可能性を追求する等、他のリートとの差別化を図っています。

一方、ガリレオグループは海外の投資家やアセットマネージャーとのリレーションを構築していますので、ポートフォリオの売却情報の取得のみならず、ブリッジファンドへのエクイティ投資家の招聘やグローバルオフリングへのサポートを行います。

ー IPO の際、投資家の反応はいかがでしたか。さらに今後投資家にアピールしていきたい点、伝えていきたい点などあればお聞かせください。

なぜ豪州リートからJリートに参入するのか、という質問が多かったです。この点は、10年前との市場環境の変化について説明しました。また、スポンサーに日本管財グループが入っていることにはより強い関心を持ってもらえました。これまでビルメンテナンス会社が直接リートのメインスポンサーになったことがないからだと考えます。一方で、外部成長の要望・期待に

しっかり応えることが成長の大きなポイントになることを再認識しました。この点については投資口価格の回復までは、資本の有効活用として資産の入れ替え等を行うことで分配金の増額を検討していきたいと考えています。また、過去10年間ガリレオ・ジャパン・トラストの運用を通じて熟知しているIPOポートフォリオの各物件を計画通り、更にはNOIの上積みが見込めるよう注力してまいります。

—他の総合型リートとの差別化戦略はいかがですか。

日本管財グループは全国でビル約1,700棟とマンション8万9,000戸の建物管理を行っています。建物オーナーとのリレーションは幅広く、そこで集まる物件情報を掴んで取得に活かしていきます。また、ビルの専門家である日本管財グループは個々の物件におけるアップサイドの可能性やコスト削減余地を計ることができます。そのため、取得の際に行うデューデリジェンスについても、ただAM会社が行うものとは見立てに違いが出てきます。この見立てで差別化を図り、取得を優位に進めていくことも強みの一つです。

また、物件取得についてはスポンサーからの情報提供に加えて、外部のサポート会社も増やし、現在6社のところを順次拡大していく予定です。全国規模の日本管財のネットワークを通じて、地域ナンバーワンのデベロッパーと組んでいくことが目標です。

不動産運用ビジネスと建物管理サービスという異なる分野のスポンサー2社の組み合わせ自体が強みであり、それぞれの事業領域が異なることで物件ソーシングの幅も広がっている状況です。過去10年間のスポンサー2社の信頼と連携は、私どもがさくら総合リート投資法人の基本理念としている成長性と安定性の追求の大きな支えとなっています。

—今後の成長戦略について教えてください。

ポートフォリオ構築方針としてアセットタイプ別の投資比率では、賃料のアップサイドが見込めるオフィス

と、テナントとの契約期間が長く安定したキャッシュフローを生み出す商業が、それぞれ30～60%、レジが10～30%、ホテルなどその他が0～20%を目安とする運用ガイドラインがあります。エリア別では首都圏50%、地方主要都市40%程度、その他10%程度です。外部成長の目標は、3～5年間で資産規模1,500億円に置いており、年間では250億～300億円程度のペースということになります。

引き続き取得環境は厳しいものがありますが、当リートがターゲットにしているBクラスオフィスの主要5区及び東京23区におけるストック割合は83%というデータが示すように、ファンドの出口案件や事業会社のオフバランス案件等、それなり物件情報のボリュームはあります。利回り目線は4%台半ばです。ただ、ポートフォリオ全体の利回り目線を5%台に置いている当リートとしては、4%台半ばのオフィスだけ組み入れるPOは成立せず、地方の商業施設やレジを組み合わせた取得ポートフォリオを構築することで、IPO時の平均NOI利回り5.5%あたりを作り出していくことを目標としています。

商業施設は大型モールではなく、平日の昼や夕方もあるような生活密着型の商業施設に投資していきます。都心も地方も対象にしますが、利回りの観点から地方物件が中心になるでしょう。オフィスのように売却案件数そのものの母集団は大きくないため、タイミングを捉えることが重要だと考えます。

レジは今後第三者によるパイプラインサポートを増やしていくに当たって、サイズ面でも取り組みやすいアセットです。

内部成長については賃料ギャップを可能な限り解消すべく動いています。期待できるのは都心のオフィスです。保有するオフィス7棟のうち、6棟が都心5区に立地していますが、実際この2年ぐらいで坪1,000～2,000円程度の増額改定が実現できています。レジも少しずつではありますが、賃料アップの事例が出てきています。

NEWS

「東証IRフェスタ2017」へ 「Jリートコーナー」を出展しました

不動産証券化協会は、Jリートへの投資経験がない株式投資家等へのJリートの普及・浸透を目的に、個人投資家を対象とした国内最大級のイベント「東証IRフェスタ2017」に「Jリートコーナー」を出展しました。

本コーナーでは、ARES職員による「Jリート基礎セミナー」や解説動画の投影、投資法人による説明会等を実施し、2日間で約2,800名が訪れました。「Jリートダイジェスト」等の普及ツールの配布や説明会を通じ、Jリートの仕組みや魅力、各銘柄の特徴等を伝えることができました。

当協会は、今後も個人投資家へのJリート普及活動を推進してまいります。

日 時：2017年 2月24日（金） 10時～19時
2月25日（土） 10時～17時

会 場：東京国際フォーラム 地下2階 ホールE

主 催：日本取引所グループ、東京証券取引所

対 象：個人投資家（入場無料）

Jリートコーナー来場者数：約2,800人

説明会聴講者：延べ1,100人

●ミニ説明会プログラム ※参加投資法人24社

2月24日（金）のスケジュール

10:10-10:30	Jリート基礎セミナー（不動産証券化協会）	14:10-14:30	ジャパンリアルエステイト投資法人
10:35-10:55	三井不動産ロジスティクスパーク投資法人	14:35-14:55	積水ハウス・SIレジデンシャル投資法人
11:00-11:20	阪急リート投資法人	15:00-15:20	マリモ地方創生リート投資法人
11:25-11:45	積水ハウス・リート投資法人	15:25-15:45	日本アコモデーションファンド投資法人
11:50-12:10	GLP投資法人	15:50-16:00	動画投影「動画でわかるJリート / 数字でみるJリート」
12:15-12:35	Jリート基礎セミナー（不動産証券化協会）	16:05-16:25	日本プロロジスリート投資法人
12:40-13:00	日本ヘルスケア投資法人	16:30-16:50	大和証券オフィス投資法人
13:05-13:25	ジャパン・シニアリビング投資法人	16:55-17:15	平和不動産リート投資法人
13:30-13:50	アクティブア・プロパティーズ投資法人	17:20-17:30	動画投影「動画でわかるJリート / 数字でみるJリート」
13:55-14:05	動画投影「動画でわかるJリート / 数字でみるJリート」		

2月25日（土）のスケジュール

10:10-10:30	Jリート基礎セミナー（不動産証券化協会）	13:30-13:50	星野リゾート・リート投資法人
10:35-10:55	日本リート投資法人	13:55-14:05	動画投影「動画でわかるJリート / 数字でみるJリート」
11:00-11:20	福岡リート投資法人	14:10-14:30	日本ビルファンド投資法人
11:25-11:45	トーセイ・リート投資法人	14:35-14:55	さくら総合リート投資法人
11:50-12:10	Jリート基礎セミナー（不動産証券化協会）	15:00-15:20	投資法人みらい
12:15-12:35	ヒューリックリート投資法人	15:25-15:45	福岡リート投資法人
12:40-13:00	大江戸温泉リート投資法人	15:50-16:00	動画投影「動画でわかるJリート / 数字でみるJリート」
13:05-13:25	SIA不動産投資法人		

● Jリートコーナー



● ARES Jリート基礎セミナー



拡大するデータセンター



浅木 文規

CBRE リサーチ
アソシエイトディレクター



貝畑 奈央子

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

1. データセンターとは

1.1. データセンターの成り立ち

データセンターとは、コンピューターを安全に格納し、24時間365日休むことなく稼働させることができる建物・設備のことである。近年では、インターネットを経由して24時間365日場所を選ばずに利用できる様々なサービスが提供されるようになり、利用者が物理的なモノとしてのコンピューターの存在を意識することは少なくなってきている。しかし、どんなサービスでも、インターネットを経由した先には必ずコンピューターが存在しており、それを格納するための場所＝データセン

ターはむしろ増加傾向にある。

1995年に Microsoft Windows 95 が発売されてオフィスの PC 化、インターネット化が爆発的に進んだが、当時は多くの企業がオフィスの片隅を活用する形で IT システム^{注1}を運用していた。当時、IT システムの用途はファイルの共有や簡単な自社ホームページの提供に限られることが多かったため、オフィスの片隅での運用でも十分成り立っていたのである。

しかし、情報技術の高度化やインターネットの普及に伴って IT システムの重要度が増大し、より安定した電源・空調・インターネット接続を提供できるインターネットデータセンター^{注2}に対するニーズが急増した。

現在では、データセンターから様々なサービスを低コストで受けることが可能となり、企業が IT システムとその運用をアウトソースする流れが大きくなっている。

1.2. データセンターから提供されるサービスには2種類ある

データセンターが提供するサービスは、大きくは「コロケーション」と「クラウド」の2つに整理できる。コロケーションとは、「物理的なコンピューターを安全に預け、IT システムの運用が可能な設備を利用できるサービス」のことである。一方、クラウドとは、「ネットワーク経由で、コンピューター資源^{注3}を必要な時に必要なだけ利用できるサービス」のこと

注 1

コンピューターやそこで稼働するソフトウェア、ネットワークなどで構成された仕組み全体を指す

注 2

本稿では特に断らない限り、「データセンター」とは「インターネットデータセンター」のことを指すこととする；「IDC」と略されることもある

注 3

データの保管や、データへのアクセス、データの処理などを指す

である。いずれも、企業にとって、より安定的な IT システムの利用を可能にすると同時に、従業員が働くワークスペースとしてのオフィスの有効活用にも役立っている。

1.3. 近年クラウド需要が拡大

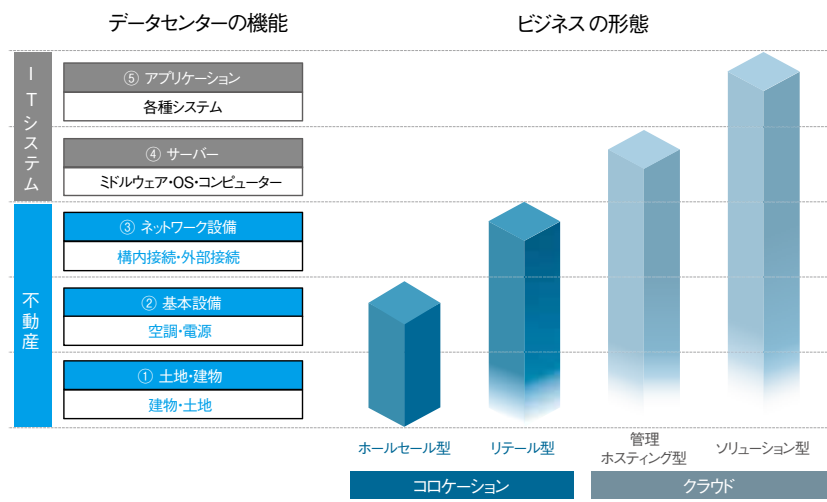
クラウドサービスは、IT システムの導入、もしくは規模の拡大・縮小を短時間且つ低コストで行うことを可能とする。近年では、情報技術の進歩によって、提供されるサービスの種類が増え、利用料金が低下してきたことから、クラウドサービスの利用が急速に拡大している。これまで IT システムを活用していなかった企業や個人が利用し始めているほか、従前はクラウド以外の IT システムを活用していた企業や個人が、利便性向上やコスト削減の観点からクラウドへ移行するケースも増えている。

2. データセンターのビジネス

2.1. データセンタービジネスの整理

図表1のとおり、データセンターの機能は、①土地・建物、②基本設備、③ネットワーク設備、④サーバー、⑤アプリケーションと、大きく5つの要素に分解される。また、どこまでの機能をビジネスの範疇とするかによって、ホールセール型、リテール型、管理ホスティング型、ソリューション型、の4つのビジネス形

図表1 データセンタービジネスの分類



出所：CBRE、2017年2月

態に分類される。

図表1に示す①～⑤のデータセンターの機能をひとつずつ説明すると、以下のとおりである。まず、当然ながら、コンピューターを物理的に格納するための「①土地・建物」が必要であり、そこに電力や空調などの「②基本設備」が設置される。次に、データセンター特有の設備として「③ネットワーク設備」が用意される。これは、コンピューターとインターネット回線、或いはコンピューター同士を接続するための機能である。データセンターでは、①～③までが備わった施設にラックと呼ばれる規格化された棚^{注4}を用意して、コンピューターを固定して格納する。格納したコンピューターには、オペレーティングシステムやミドルウェアと呼ばれる基本的なソフトウェアを導入して稼働させる必要があり、これらは「④サーバー」と呼ばれている。サーバーを土台として「⑤アプ

リケーション」と呼ばれる各種ソフトウェアを稼働させることで、データセンターから様々なサービスが提供可能となる。

コロケーションの場合、コンピューターは利用者が用意する必要があるが、初期投資が大きくメンテナンスも利用者が自ら行う必要があるが、その分 IT システムは自由に設計できる。クラウドの場合、初期投資が小さくメンテナンスも任せられる一方、IT システムの機能を自由にはカスタマイズできなくなる。利用者は、初期投資やメンテナンスにかかる費用・手間と、IT システムの機能の自由度とのバランスで利用するサービスを選択する。

2.2. データセンタービジネス4形態の詳細

ホールセール型

ホールセール型サービスでは、「①土地・建物」に加えて、電源・空調など

注4

現在一般的なラックは、米国電子工業会（Electric Industries Alliance）による横幅19インチ（約48センチメートル）規格のものが主流である

「②基本設備」を提供する。海外のプレイヤーとしては、デジタルリアルティ(Digital Realty)、デュポンファブロス(DuPont Fabros)、グローバルスイッチ(Global Switch)などが大手であり、国内では一部の大手不動産事業者などが手掛けている。

一棟あるいはフロア単位での貸し付けがほとんどであり、主な利用者としては後述するリテール型サービス提供者や、アマゾンやグーグルなどの大手クラウドサービス提供者、大手企業などが挙げられる。

リテール型

リテール型サービスでは、図表1の①～②に加えて「③ネットワーク設備」まで提供する。リテール型サービス提供者が①～③をすべて自前で用意する場合のほか、①～②をホールセール型サービス提供者から賃借する場合もある。

インターネット接続やサービス利用者とデータセンターの間の専用線接続など外部への接続については、複数の通信事業者を選択可能であることや、物理的な事故に備えて複数経路の利用が可能であることなどが最低限必要である。

リテール型の場合、フロア内の一部を区切ってサービスを提供する場合があれば、コンピューターを固定するラックを基準として「1ラック」、「1/2ラック」などの細かい単位でサービスを提供する場合もある。これに対して、ホールセール型の場合はフロア単位でのサービス提供となるため、リテール型は小規模の利用

者にとって使い勝手が良い。

管理ホスティング型

管理ホスティング型サービスでは、図表1の①～③に加えて「④サーバー」まで提供する。サーバーとは、コンピューター上でシステム開発を行うために必要な基本的なソフトウェア群のことである。管理ホスティング型サービス提供者が①～④をすべて自前で用意する場合もあれば、①～③までを賃借する場合もある。

管理ホスティング型サービス提供者はコンピューターを所有し、基本的なソフトウェアであるオペレーティングシステムやミドルウェアを導入してサーバーを構築し、サーバーの保守も行う。利用者はネットワーク経由でサーバーへアクセスし、それらサーバー上で必要なシステム開発などを行う。

ホールセール型やリテール型と比べてサービス内容は多岐に亘っており、顧客は個人や企業など様々である。

ソリューション型

ソリューション型サービスでは、図表1の①～④に加えて、「⑤アプリケーション」まで提供する。顧客管理や経理システムなど、ITシステムそのものをサービスとして提供する。

ソリューション型サービス提供者が①～⑤をすべて自前で用意する場合もあるが、ホールセール型やリテール型サービスを活用してサービスを提供する場合も多い。

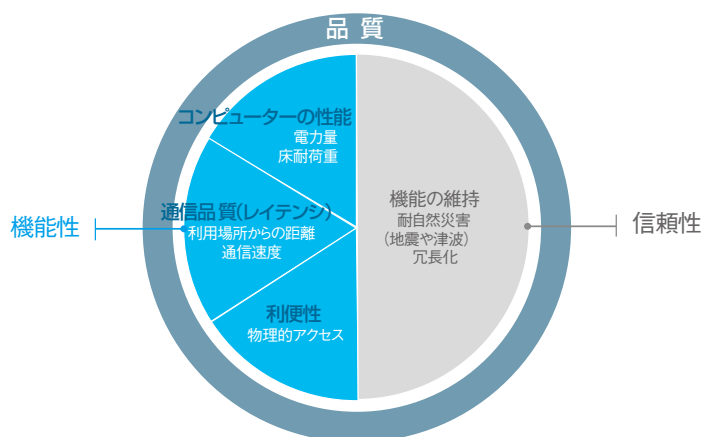
3. データセンターの価値評価基準

3.1. データセンターの品質とは

データセンターの評価にあたっては、図表2のとおり、「①信頼性」と「②機能性」という2つの観点から分析される必要がある。自動車に例えるならば、故障の少なさが「①信頼性」であり、高級感や加速性能や運転しやすさなどが「②機能性」に相当する。

次節以降で、信頼性と機能性それぞれについて議論し、最後に不動産としての観点から、ハイグレード

図表2 データセンターの品質とは



出所：CBRE、2017年2月

なデータセンターが満たすべき具体的な条件を提示する。

3.2. 信頼性評価基準

データセンターにおける信頼性とは、「コンピューターを安全且つ安定的に稼働させ続けられるかどうか」に他ならない。

現在日本では、日米の機関がそれぞれ定めた2つの信頼性評価基準が併存している。どちらも「ティア」という表現を使って「ティア1」～「ティア4」の4段階の区分を設けている。両者ともにデータセンターの設備要件について細かく規定しており、どちらの基準を用いているかによって同じ「ティア」でも内容が異なる。後述するとおり、日本におけるデータセンターを評価する場合には、日本の機関が定めたティアを参照すべきであろう。

日米の機関がそれぞれ定めた2つの信頼性評価基準とは、以下のとおりである。

一つは、米国の民間機関であるアップタイムインスティテュート（Uptime Institute LLC）が定める「ティア」である。これは、海外で広く用いられており、日本でも外資系金融機関を中心に広まっている。

もう一つは、日本の業界団体である日本データセンター協会が定める「ティア」である（図表3）。こちらも、国内のデータセンターサービス提供者の間で広まりつつある。

両者の主な違いは、以下の2つである。

1. 日本データセンター協会の基準

では、地震リスクに対する基準を細かく定めている。

2. 日本の商用電源や設備の安定性は米国に比べて高い。そのため、日本データセンター協会の基準では、電源構成に関する基準を一部緩和している。

アップタイムインスティテュートが定める基準の方が歴史は長いが、米国のデータセンターを想定して作られたものであるため、地震リスクなどの日本の実情に必ずしも沿っていない。これに対して日本データセンター協会が定める基準では、日本の実情を細かく反映していることから、日本のデータセンターを評価する場合は、こちらを評価基準とすべきであろう。

3.3. 機能性評価基準

データセンターにおける機能性とは、図表2に示したとおり、「高性能なコンピューターを稼働させられる

か」、「高品質な通信を確保できるか」、そして「利便性」の3点で判断される。

コンピューターは高性能な製品になるほど、重量はより重く、より多くの電力を消費するようになる。そのため、床耐荷重が大きく、使用可能電力量が大きいデータセンターほど、より高性能なコンピューターを稼働させられるということになる。

続いて、通信品質や利便性については、利用場所からの距離が近いことが重要である。この点については、一部技術的な内容に踏み込む必要があるため、次節を割いて詳しく説明する。

3.4. 近くにあることの重要性

データセンターのサービスは、常にネットワーク経由で利用するため、利用場所からの距離と品質は関係ないと誤解されることもあるが、実は近くにあることがとても重要である。

図表3 日本データセンター協会ファシリティースタンド（抜粋）

		ティア 1	ティア 2	ティア 3	ティア 4
システム稼働率		99.67%	99.75%	99.98%	99.99%
建物用途		複数用途可 複数テナント可		複数用途可 単一テナント	DC専用 DC関連なら複数テナント可
地震リスク	PML評価の場合	PML 25～30%	PML 20～25%	PML 10～20%	PML ～10%
	震度6弱以下の地域	新耐震 (または補強済)		新耐震	新耐震 (Ⅱ類相当)
	震度6強以上の地域	新耐震 (または補強済)	新耐震	新耐震 (Ⅱ類相当)	新耐震 (Ⅰ類相当)
セキュリティ管理レベル		サーバー室		建物、サーバー室	敷地、建物 サーバー室、ラック
電源		単一回線		複数回線	
自家発電		規定なし	N		N+1
無停電電源装置		N		N+1	N+2
空調設備		N		N+1	N+2
通信		単一管路 単一キャリア	複数管路 単一キャリア	複数管路 複数キャリア	
常駐管理		規定なし		1日8時間以上	24時間365日

出所：日本データセンター協会「データセンターファシリティ基準」から、CBRE が一部を抜粋、2017 年 2 月

PML：最大予想損失率

新耐震のⅠ類／Ⅱ類：耐震安全性に関わる目標のうち、構造体に関する目標の分類。Ⅰ類の場合、大地震動後、構造体の補修をすることなく建築物を使用できることが目標とされている。

実際、日本のデータセンターの多くは関東地区に集中しており、全国を見渡しても大都市周辺に多く、その分布状況は上場企業の本社所在地の分布と概ね一致している。業界関係者からも、多くの利用者がデータセンターからの距離や所要時間など、近接性を重要視しているとの声を聞く。

利用者から見てデータセンターが近くにあることが重要である理由は以下のとおりである。

遅延(レイテンシ)を小さくできる

遅延とは、データを送信してから、受取先に届くまでにかかる時間のことであり、遅延は様々な要因によって生じるものの、通信距離による影響が最も大きい。平均的な遅延は、東京の中心地からの距離を基準とした場合、東京近郊ではおよそ4ミリ秒以下、大阪までで10ミリ秒程度、アジア圏内で60～100ミリ秒、米国や欧州では100～300ミリ秒程度である。

許容できる遅延の程度は用途によって異なるものの遅延は小さいほど良い。特に、株式の高頻度取引やテレビ電話、オンラインゲームなどでは、数ミリ秒単位で短くすることが必要になる。

ところで、遅延が1秒以下と聞くと影響が小さいように誤解されることが

もあるが、ITシステムは背後で頻繁にデータを送受信するため、僅かな遅延でもITシステム全体のパフォーマンスに大きな影響を与える。例えば、ファイル転送速度は、主に「遅延」と「帯域幅」の2つに依存している。帯域幅とは一度に送信可能なデータの量のことであり、道路に例えると、帯域幅は車線の数、遅延はその車線内の制限速度と言える。車線数が多ければ渋滞は減るが、道路が渋滞していなくとも制限速度が低ければ、目的地への到着には時間がかかる。現在主流になっている通信方式の場合、100ミリ秒の遅延が生じるネットワークでは、2.5Mbps^{注5}程度の通信速度しか期待できない。10MB^{注6}のデータを転送するのに約30秒もかかる計算となる。

通信コストを抑制できる

企業がデータセンターへ接続する場合、機密性が高く通信量が多いため、インターネット回線とは別の「専用線接続」と呼ばれるネットワークを利用することが多い。その場合、データセンターからの距離が遠くなるほど接続料金は高額になる。

セキュリティリスクを低減できる

専用線接続は、接続している距離が長くなるほど、通信会社の中継器を多く経由する。通信会社の中継

器は他の利用者と共有することになるため、経由する中継器の数が多いほど盗聴や妨害のリスクが高まる。

事故でケーブル切断などが起こる可能性を低減できる

自然災害によるものに加え、水道工事などの際の人的ミスによるもの、あるいは小動物によって、通信ケーブルが切断される事故はどうしても発生してしまう。物理的にケーブルを敷設している以上、一定の確率で切断されるリスクが避けられないとすると、敷設距離が短い方が、これらの事故に遭遇するリスクを減らすことができると言える。

障害発生時の復旧時間を短くできる

データセンターを利用する企業は、できるだけ障害が発生しないように何重もの対策を施しているが、それでも一定の確率で障害が発生することは起こり得る。専門の技術担当者がデータセンターへ出向いて作業に当たらないと復旧できないような問題が発生した場合、近距離であれば移動時間を短くすることができ、その分だけ復旧時間も短くできる。

3.5. ハイグレードなデータセンターが満たすべき条件

以上の点を踏まえて、データセン

注5

Mbps = メガビットパーセカンド。bps とは 1 秒間に送信できるビット数。1 メガビットは約百万ビットに相当する。ビットとは通信速度を表現する時に使われる単位であり、8 ビットで 1 バイトに相当する

注6

MB = メガバイト。データ量を表現するときに使われる単位で、1 メガバイトは約百万バイト（8 百万ビット）に相当する

ターの品質を評価するための主要な条件について、不動産の観点から整理した。現時点で、ハイグレードなデータセンターが満たすべき具体的な条件は、図表4のとおりとなる。

4. 日本のデータセンター需要

4.1. データセンター需要は拡大傾向

ネットワーク機器開発大手のシスコシステムズが行った調査によると、世界のインターネット全体の通信量は毎年20%以上増加し、2020年には現在の2倍以上に増えると予測されている^{注9}。

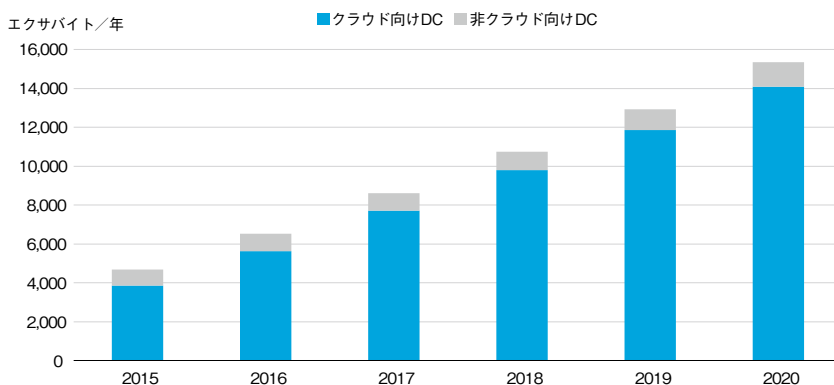
また、データセンターを経由する通信については、さらに成長率が高く、2020年には現在の3倍以上に達すると予測されている(図表5)。クラウドを活用することで様々なサービスを低コストで受けることが可能になったため、近年クラウド需要が急速に伸びており、データセンター需要の成長を牽引している。

国内需要に関しては、経済産業省の「情報処理実態調査」の結果から、着実にクラウド利用が増えていくことを確認できる。図表6に示したとおり、2009年度は10%未満の企業しかクラウドを利用していなかったものが、2013年度には35%まで増えている。さらに、同調査に

図表4 ハイグレードなデータセンターに要求される条件

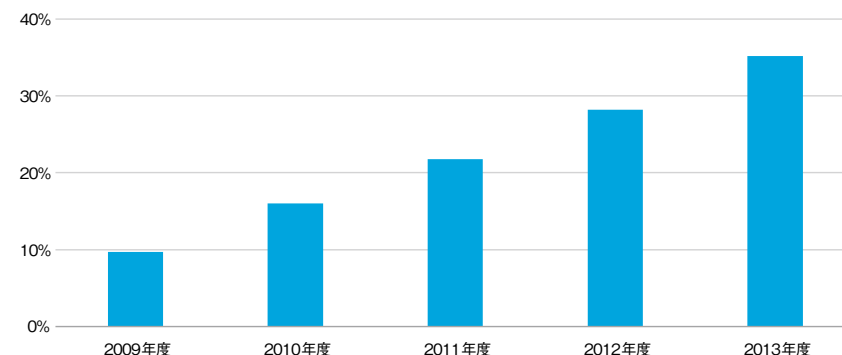
評価項目	ハイグレードなデータセンターに要求される条件
立地	主な利用場所＝人口密集地(東京・大阪の中心地)からの距離が50km以内 地震や津波など自然災害を受けにくい立地であること
建物仕様	床耐荷重1.5トン以上 立地に応じた災害対応策(免震構造など)が施されていること
電力・空調設備など	コンピューターへの供給可能電力が平均8kVA/ラック以上 各設備がN+1以上の冗長性 ^{注7} が確保できていること
ネットワーク設備	キャリア・ニュートラル ^{注8} であること 2系統以上の冗長性が確保できていること

図表5 世界のデータセンター IP トラフィック



出所：Cisco Global Cloud Index: Forecast and Methodology 2015-2020、CBRE、2017年2月
エクサバイト：1エクサバイトは約100京バイト。1テラバイトの約100万倍。

図表6 国内企業のクラウド利用率



出所：経済産業省 情報処理実態調査（平成26年）、CBRE、2017年2月
※ 経済産業省によると、平成27年は調査方法見直しのため調査が実施されていない

注7

冗長性とは、不測の事態に備えるため、最低限必要な設備に加えて余分な設備を用意してある状態のこと

注8

キャリア・ニュートラルとは、顧客が自由にキャリア（通信事業者）を選択して利用できる状態のこと

注9

Cisco Visual Networking Index: Forecast and Methodology, 2015-2020

よると現在クラウドを利用していない企業のうち、60%以上の企業が将来のクラウド利用について関心を持っているか、若しくは既に具体的な導入計画があると回答している。これらのことから、日本企業のクラウド利用は拡大傾向であることが確認でき、国内のデータセンター需要拡大に貢献すると考えられる。

4.2. 国内利用向けデータセンターは国内立地が原則であろう

ところで、国内のデータセンター需要が伸びるとしても、国内の利用者が海外のデータセンターを利用することがあるのではないかと懸念する向きもある。しかし、仮に利用料金が国内と比べて低廉であったとしても、企業が国内利用目的で海外データセンターを選択するケースは限定的であると考ええる。

まず、海外データセンターを利用する場合、ITシステムのパフォーマンスは遅延の影響を大きく受ける。東京から海外データセンターを利用する場合、60～100ミリ秒以上の遅延が見込まれる。それに対して、国内データセンターであれば、仮に北海道や九州に設置したとしても20ミリ秒程度^{注10}の遅延に留まり、この差は大きい。さらに海外の場合は、設置場所の地政学リスクや情報セキュリティリスクに加え、個人情報保護や輸出入規制といった国内外法との関係など、考慮すべきことが多岐に亘る。

4.3. 老朽化したデータセンターからの乗り換え需要も

既存の国内データセンターは、およそ7割以上が竣工後15年以上経過していると言われており、30年以上経過しているものも相当程度存在している。クラウド市場の成長に牽引されるデータセンターの新規需要に加えて、こういった老朽化したデータセンターからの乗り換え需要も今後出てくると考えられる。

竣工後15年～20年経過したデータセンターでは、無停電電源装置や発電機のメンテナンス、または更新など、多くの設備で追加投資が必要になる。しかし、追加投資を行ったとしても床耐荷重や受電容量などは改善できない。一方で、コンピューターは、性能が進化するにつれて重量が増し、消費電力が大きくなる傾向がある。したがって、古いデータセンターでは床耐荷重や受電容量が足りなくなり、スペースに空きがあったとしても新たにテナントを受け入れられなくなってしまうため、コスト効率が悪くなってしまう。近頃は、コスト効率の悪化を理由として、老朽化したデータセンターを実際に閉鎖した事例も聞かれるようになってきた。

4.4. データセンターの不動産取引が活発になる可能性も

現時点では、日本の大手データセンターサービス提供者は図表1の①～⑤のうち必要な機能をすべて自己

所有して運営しているケースが多い。したがって、データセンターの不動産部分が運営者と切り離されて取引される事例は少なく、データセンターの不動産市場はまだ小さい。しかし、今後は以下の理由からデータセンターの不動産取引が増えてくると考えられる。

日本におけるデータセンター需要は大きく拡大が見込まれる

新規の需要拡大に加え、老朽化したデータセンターからの乗り換え需要も見込まれる。

分業化が進展する可能性

そもそも日本では地震が頻発することからデータセンターの建築費は高額になりがちである。過去数年は人手不足に加え、より高機能なデータセンターが求められるようになったため、建築費はさらに高騰している。実際、大手データセンターサービス提供者から「不動産部分にまで投資し続けることが厳しくなっている」との声が聞かれ始めている。なお、データセンター業界で先行する米国では、既に土地・建物を切り離して運営する分業化が進んでいる。これらのことに鑑みると、今後日本においてもデータセンターの不動産部分を切り離す動きが進展する可能性はある。

注 10
東京からの利用を想定

不動産投資の観点からデータセンターは魅力的

最新の CBRE 投資家調査^{注11}によれば、東京の期待 NOI 利回りは主要アセットタイプのほとんどで低下して調査開始以来の最低値を更

新している。直近の調査結果では、オフィス(東京・大手町)は3.60%、商業施設(銀座中央通り)は3.65%、物流施設は4.75%である。一方、一般的に投資対象となり得るデータセンターの利回りは、直近のマーケッ

ト動向からすると5% 半ば～7% 半ば程度と推定され、より高い利回りを求める投資家からの関心は今後も高まると考えられる。

注 11

ジャパン インベストメント マーケットビュー 2016 年 Q4 版

あさき ふみのり

2002 年ゴールドマン・サックス証券のシステム部門に入社。2005 年～2016 年はアライアンス・バーンスタインや SMBC 日興証券などの金融機関において、内外株式のクオンツアナリストやプロダクトスペシャリストを務める。2016 年にシービーアールイーのリサーチ部門に入社し、オルタナティブ資産のリサーチ業務および国内外の顧客へ向けた情報発信を担当。

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。

グローバル金融規制強化の 最終局面と米国金融規制緩和の動き 今後の日本の不動産金融への影響は



江川 由紀雄

新生証券株式会社
調査部長
一般社団法人流動化・証券化協議会 顧問

金融危機から 金融規制強化へ

米国の住宅ローン業者が緩い審査で貸し出した住宅ローンに高率の延滞が発生していることが、2007年春頃からマスコミなどで騒がれるようになった。同年夏にはドルの短期金融市場が機能不全に陥り、米国の大手格付会社が米国RMBSなどの特定の証券化商品の一斉大量格下げを開始した。その翌年の2008年には、ベア・スターンズのJPモルガンによる救済合併、メリルリンチのバンク・オブ・アメリカへの身売り、そして、リーマン・ブラザーズの倒産といった事象が相次いで起きた。

米国のみならず、欧州諸国を中心に、多くの国々で、政府が自国の金融機関に資本注入し、債務を保証するなど、金融機関の「救済」（ベイルアウト）が行われた。リーマン・ブラザーズの倒産（2008年9月）前後

からその翌年の2009年に掛けて起きた一連の出来事は後に「グローバル金融危機」と呼ばれるようになった。

グローバルといっても、金融市場の機能不全や大手金融機関の経営危機は全世界的に一律に見られた現象ではない。景気後退や上場株式・不動産などの資産価格の下落といった現象は金融システムに問題は生じなかった日本を含むアジア諸国などでも見られた。日本でも不動産市況の軟化に伴い、不動産デベロッパーの経営破綻事例や債務超過ではないのに借り換えができず資金繰りに行き詰ったREIT（投資法人）が出現した。金融危機を契機に考案された新たな金融規制は、日本やオーストラリア、シンガポールなど、「金融危機」の金融システムへの影響は軽微だった国々でもその後淡々と導入されてきた。

「グローバル」な金融規制強化の号令

金融機関や金融市場取引に対する規制を強化する大号令は2009年4月のG20ロンドン・サミットの首脳声明の付属文書「金融システム強化の宣言」に集約されている。主要各国の首脳の合意内容を表すこの文書には、金融安定化フォーラム（FSF）を金融安定理事会（FSB）に改組し強化することや、「景気回復が確実に」なった後に金融機関の健全性基準（自己資本比率等）の基準を強化することなどが明記された。その次のG20首脳会合、2009年9月のG20ピッツバーグ・サミットでは、金融規制・監督の強化に向けてより具体的な事項が合意された。これを契機に本格的な金融規制強化の動きが始まった。バーゼル銀行監督委員会が2010年12月にとりまとめた文書に基づく「バーゼル3」と

して知られることになる銀行の自己資本比率規制の大幅な強化が、そのひとつの表れである。

これとは別途、米国では、2010年7月にドッド・フランク法として知られる金融規制改革法が成立し、同法に基づく米国独自の金融規制強化が進行した。

自己資本の厳格化から「リスクアセット」の見直しに発展

「バーゼル3」と呼ばれるようになった銀行の自己資本比率規制の強化は、当初は、2010年12月のバーゼル委員会文書に書いてあった範囲のルール見直しを意味するものと理解されていた。すなわち、自己資本比率を計算する際に自己資本に算入できる範囲を狭め、自己資本比率の最低要求水準を引き上げ、自己資本比率規制以外に流動性比率（LCR）、レバレッジ比率、純安定調達比率（NSFR）などの新たな健全性基準を導入し、それらについても最低要求水準を設定することである。自己資本比率（自己資本を「リスクアセット」で割った値）を分数だとすると、分数の分子となる「自己資本」を厳格化し要求水準を引き上げただけで、分母となる「リスクアセット」の算出方法を変更するようなものではなかった。この意味における「バーゼル3」は、日本を含む多くの国々でバーゼル委の2010年文書に記載されていた通りのスケジュー

ルで2013年から2019年に掛けて段階的に導入されている過程にある。

ところが、2014年あたりから、「リスクアセット」の算出方法を変更する方向性を持つ見直し案が次々とバーゼル委から発表され始めた。証券化エクスポージャーの扱いの見直し、銀行勘定の金利リスクの扱い、銀行の内部モデル利用の可否、信用リスクに係る標準的手法の見直し、アウトプットフロア（銀行の内部モデルを用いて算出したリスクアセット等に当局が定める方法による下限を設定すること）などである。証券化エクスポージャーに対する資本賦課ルール的大幅な見直しは、2014年12月に最終文書の形になった（その後、追加・修正されている）。こうした見直しは、分数の分子ではなく分母の計算に影響するものである。「分子改革」であった筈の「バーゼル3」の範囲を逸脱し「分母」に踏み込んでいるとして、こうした見直しの動きについて業界関係者は「バーゼル4」と呼ぶようになった。しかし、バーゼル委や各国の銀行監督当局は2015年頃までに浮上した見直し案を含め「バーゼル3」と呼んでいる。

バーゼル合意の最終化は先送り

銀行が保有する不動産担保融資や住宅ローンの扱いに大きな変更をもたらすことになる信用リスクの標準的手法の見直しや銀行の内部モ

デルの利用制限については、本稿執筆時（2017年3月上旬）現在、最終決着を見ていない。バーゼル委員会は、2015年11月のG20アンタルヤサミット向けに発出した文書を皮切りに、こうした一連の見直しは2016年末までに全て最終化すると繰り返し表明していた。しかし、2017年1月3日付で中央銀行総裁・銀行監督当局長官グループ（GHOS）のドラギ会長（ECB総裁）とバーゼル銀行監督委員会のイングベス議長（スウェーデン中銀総裁）が連名で、「いくつかの作業を終わらせるため更なる時間が必要」として、最終化を先送りすることを発表した。バーゼル委は2017年3月の会合でも最終化の合意に至ることはなく、イングベス議長は3月2日に「当初想定よりも時間がかかる」との声明を発表した。

不動産担保ローンとREITの投資口の扱い

日本の銀行などの預金取扱金融機関に現在適用されている自己資本比率規制は、金融庁などの監督当局が「告示」として公布している内容がその骨格を形成している。更に、「金融庁Q&A」がその解釈指針^{注1}として金融庁のウェブサイト上で公開されている。

バーゼル合意は多数の国々の銀行監督当局を含む集まりにおける合意事項に過ぎず、各国の法令などに反映されて初めて規制として機能す

注1

金融庁のウェブサイト「自己資本比率規制等（バーゼル2～バーゼル2.5～バーゼル3）について」に掲載されている。

http://www.fsa.go.jp/policy/basel_ii/

る。バーゼル委員会による導入状況の評価(RCA, regulatory consistency assessment)^{注2}において日本は多くの主要先進国よりも高い評価を獲得し続けている。日本の現行の自己資本比率規制は、バーゼル合意に準拠したものとなっている他、日本独自に付け加えてある部分もある。日本の銀行が不動産担保ローンやREITの投資口を保有する際の扱いは金融庁告示や「金融庁Q&A」に照らして判断することになる。

担保不動産を主な返済原資とするローン(ノンリコースであるか否かを問わない)は、2007年3月末以降は、内部格付手法採用行にとっては「特定貸付債権」として、内部モデルを使って所用自己資本を求めるか「スロッシングクライテリア」と呼ばれる5つの区分に分類し、50%ないし250%のリスクウェイトを適用する。大半の大手銀行といくつかの地銀・第二地銀は内部格付手法採用行となっている。標準的手法採用行(地域金融機関の大多数が標準的手法採用行である)の場合は「不動産取得等事業向けエクスポージャー」として、リスクウェイトは原則100%となる。バーゼル委員会で最終化に向けて検討中の見直しが決着すると、おそらくは、「不動産エクスポージャー」等と呼ばれる新たなカテゴリが設けられ、これまで約10年間続いてきたこうした扱いが大きく変更されることになる。とくに、標準的手法では、担保評価額に対する

貸出額の比率(LTV)の水準によって大きくリスクウェイトが異なる体系が導入されることになると見られる。

日本銀行が金融政策の一環として2010年以降、少額ではあるが上場不動産投資法人の投資口(上場REIT)を長期間にわたり継続的に買入れている。こうしたこともあり、多くの国内金融機関は上場REITの投資口、非上場(私募)REITの投資口、これらで運用するファンドなどへの投資を積極的に行ってきた。銀行が投資法人の投資口を保有する際の自己資本比率規制上の扱いを見てみたい。「金融庁Q&A」に示された指針に従うと、内部格付手法採用行は上場REITであれ私募REITであれ株式等として扱い、標準的手法採用行は上場REITは「出資等」としてリスクウェイトが100%となる。ところが私募REITなら、「レバレッジのかかった複数の資産を裏付けとする資産」の扱いとなり、REITの借入れ状況等を勘案したリスクウェイトが適用される。不動産(信託受益権形態による保有を含む)を100億円保有し、50億円の借入れがある(つまり、レバレッジがちょうど2倍)だとすれば、その投資口のリスクウェイトは200%になるといった具合である。これもバーゼル委で検討中の事項が決着すると、抜本的に変更されることになる。なお、バーゼル委で数か月以内(つまり、2017年)に決着したとしても、十分な準備期間を設けるであろうか

ら、どんなに早くても導入は2021年になると筆者は見ている。

証券化商品の扱いの見直しの動向

欧州連合(EU)で証券化市場を再活性化しようとの動きが2014年から本格化している。ここで証券化市場や証券化商品と呼ぶものは、住宅ローンや企業向けの貸付債権、自動車を対象とするローンやリース債権などの多数の貸付債権を裏付けに、優先劣後構造を組み入れたABSやRMBSと呼ばれる金融商品のことである。欧州の2大中央銀行、Bank of England と 欧州中央銀行(ECB)は、2014年5月に証券化市場の活性化を論じる『EUにおける証券化市場の活性化、再構築に向けて』(The case for a better functioning securitization market in the European Union)と題するディスカッションペーパーを発表した。このペーパーの中で両中央銀行は、一定の品質要件を満たす証券化商品について規制上優遇することを提言した。ECBは2014年11月に金融政策の一環としてABSの買入れを開始しており、現在もなお継続している。

こうした欧州における動向は、証券監督者国際機構(IOSCO)やバーゼル銀行監督委員会(BCBS)における議論に影響し、ひいては、国際的に合意されたものとして、日本における規制等に波及することになる。現

注2

バーゼル委構成国・地域を中心にバーゼル合意のそれぞれの国内規制への導入・反映状況を評価し、結果を公表しているもの。

<http://www.bis.org/bcbs/implementation/12.htm>

に証券化の再評価と証券化市場の再活性化を狙った動きは、欧州における動きとほぼ連動する形でIOSCOおよびBCBSにて生じており、既にある程度の進展を見ている。

欧州における 証券化再活性化策

欧州銀行監督局（European Banking Authority, EBA）は、2015年7月に欧州委員会（Commission）宛に証券化商品の規制上の扱いについて提言する報告書を提出した。このEBAの提言に完全に沿う形で、Commissionは2015年9月30日付で資本市場同盟に関するアクションプランおよび関係する2つの法令改正案を公表した。このうちひとつは銀行の自己資本比率規制の改正案であり、一定の要件（simple, transparent and standardised, 略してSTS）を満たす証券化エクスポージャーのリスクウェイトを（バーゼル委員会による2014年12月最終規則によるものに对比し）軽減するというものである。

これらの法案は、修正を経て、2015年12月に欧州理事会（Council）にて可決され、議会（Parliament）に提出された。欧州議会（Parliament）のECON委員会は2016年12月8日、一部の文言を修正のうえ法案を可決した。ECON委員会が可決した修正法案はCommissionが2015年9月に起草し、Councilが修正のうえ2015年12月に議会に提出した法案からは、多くの文言の加除修正が加わったため、2017年1月以降、最終化するべくこれから3者間の協議が行われている。

証券化再活性化策の 国際的なひろがり

BCBSとIOSCOに2014年に設置された証券化市場タスクフォース（Task Force on Securitisation Markets, TFSM）は、2015年7月23日、「シンプルで透明で比較可能な証券化商品を特定するための要件」（Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations）を公表した。「STC」は、欧州における「STS」に酷似しているが完全に同一ではない。

「STC」要件を満たす商品を 規制上優遇

BCBSは2015年11月に「STC」要件を満たす証券化エクスポージャーの資本賦課の見直し（2014年12月最終規則対比では、軽減）案としての市中協議文書を公表し、2016年7月に「証券化の枠組みの改訂」（Revisions to the Securitisation Framework）と題する文書を発表した。この文書は2014年12月の最終規則を改訂する新しいテキストを含んでいる。BCBSは、TSMFが策定した14のSTC要件に2項目を追加し、自己資本比率規制上の優遇対象としたため、STC要件は16項目となる。新規則は2018年1月から適用すると文書の冒頭に明記されている。もっとも筆者は、導入時期がやや先送りになる可能性が高いと見ている。

「STC要件」を満たす証券化エクスポージャーについては、格付けがトリプルA格など高いシニアトラン

シェは、リスクウェイトが10%と、内部格付手法における現行の7%よりもやや高い水準に留まることになる。証券化商品は、あたかも高リスクな投資対象であるかのように見られ、「レギュラトリー・アービトラージ」（規制裁定取引）のツールだと見られて、過去10年以上にわたり、銀行の自己資本比率規制上の扱いが厳しくなる一方であったことを踏まえると、リスクウェイトを軽減する方向の改訂は極めて画期的なものである。

証券化商品の規制上の扱いの方向性が変わったことを踏まえると、証券化バッシングの時代は明確に終わったと言えよう。もっとも、日本では欧州と異なり証券化を再活性化しようとの運動が起きている訳ではない。しかし、米国のサブプライム住宅ローン問題からの連想で、証券化商品に対する一般のイメージが悪化したが、今後はそれが改善されていくことが期待できる。

トランプ大統領の「大統領令」と今後の米国系金融機関

アメリカでは今年（2017年）1月20日に大統領が交替し、新政権に移行したことから、金融機関にとって親和的な方向で金融規制の見直しが進むと見られている。トランプ大統領は、1月30日にドッド・フランク法（2010年7月成立）は「災難」（disaster）であるとの発言をし、2月3日に金融規制の見直しを求める大統領令（executive order）に署名した。その1週間後の2月10日には連邦準備理事会（FRB）のタルーロ

理事が任期を数年残して辞意を表明し、4月に退任することが決まった。タルーロ氏は規制強化を推進してきた人物である。

今後、米国の金融規制が緩和されるとして、米国系金融機関の行動様式がかつてのような大胆さを取り戻せるかどうかについては、筆者は懐疑的である。ボルカールールにしても、純粋な自己勘定トレーディングを抑制する効果はあったとしても、米国系金融機関に限らず、米国に拠点を持つ世界各地の大手金融機関はこのような新たな規制にうまく適応し、現在もなお債券等のトレーディングを続けている。ボルカールールを廃止すれば金融機関の収益機会が拡大するのだろうか。

米国の大手投資銀行が多重レボ取引・再担保(rehypothecation)などを用い、レバレッジを最大限に活用した大胆なビジネスを遂行できていたのは、ドッド・フランク法がなかったからではなく、銀行としてのレバレッジ規制などの規制を受けない証券業者だったからではないだろうか。そうしたビジネスモデルは、経営難に陥りJPモルガンに吸収合併されたベア・スターンズと倒産したリーマン・ブラザーズの例を見ても明らかのように、2008年に行き詰った。米国では2008年11月にそれまでは

証券業者としての規制に服していたゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーが銀行持株会社に転換し、銀行としての規制と監督に服するようになった。これら「投資銀行」と呼ばれる金融機関はかつては11月決算を採用し、他の業態の金融機関とは事業年度を1か月ずらしていたが、銀行持株会社への転換に伴い、商業銀行や保険会社と同じく12月決算に移行した。こうした変化はドッド・フランク法の成立(2010年7月)よりも早く生じたものであった。

日本における米国系金融機関の行動

日本では、2000年頃から2007年頃にかけて、米国系金融機関の在日拠点(証券会社)による様々な不動産関連ビジネスが推進された。米国系証券会社またはその子会社がファンドや新興デベロッパーに不動産担保ローンを積極的に提供し、こうしたローンの一部をCMBS(商業不動産担保ローンの証券化商品)に仕立てて投資家に販売していた。米国系証券会社3社は2006年から2007年にかけて一斉に日本における住宅ローンの貸出ビジネスに参入した。モルガン・スタンレー証券とメリルリンチ日本証券は、主に地銀と提携

し、職業や勤続年数等の要件面で邦銀の伝統的な審査基準には適合しない住宅ローンを買入れた。地銀は、従前であれば謝絶していたような申込者に対して住宅ローンを貸し出すことができた。リーマン・ブラザーズ証券はニューセンチュリーファイナンス、メリルリンチ日本証券は日本橋住宅ローンという住宅ローン専門会社を設立し、投資用マンションローンなどの貸し出しを行った。米国系に限らないが、外資系金融機関が関与する日本のオフィスビルやホテルに投資するファンドがいくつも運営されていた。

このような米国系証券会社による日本における不動産関連ビジネスは、2008年のリーマン・ブラザーズの倒産を契機に唐突に終了した。現在では邦銀がかつての米国系証券会社に比べても大胆な条件で不動産担保ローンを貸し出している。投資用マンションローンや伝統的な邦銀の審査基準からは外れる人に対する住宅ローンは、いくつかの邦銀と本邦系信販会社が積極的に取り扱っている。今後、米国の金融規制が緩和されたとしても、米国系金融機関が日本においてかつてのような不動産関連ビジネスに再参入することは期待できないように思う。

えがわ ゆきお

1986年筑波大学比較文化学類卒業、日本リース入社。長銀証券、日本長期信用銀行、ムーディーズ、クレディスイス証券、ドイツ証券、日本銀行等での勤務を経て、2010年新生銀行入行・新生証券へ出向、2011年より現職。2010年より一般社団法人流動化・証券化協議会顧問(兼職)。1962年福岡県生まれ。主な著書「実践証券化入門」(シグマベイス)、「サブプライム問題の教訓—証券化と格付けの精神」(商事法務)

建築物省エネ法に基づく 省エネ基準適合義務化の概要と BELS(建築物省エネルギー性能 表示制度)普及の概況



高橋 彰

日本ERI 株式会社
省エネ推進部 副部長 兼 経営企画部 専門部長



高橋 祥直

日本ERI 株式会社
省エネ推進部

I. はじめに

2015年7月に「建築物のエネルギー消費性能の向上に関する法律」(以下、「建築物省エネ法」)という新法が成立し、昨年4月からは不動産事業者への省エネ性能表示努力義務等が定められた同法の誘導措置が施行されている。さらに今年4月には規制措置も施行され、大規模非住宅建築物へは省エネ基準への適合が

義務づけられることになる。

本誌 Vol.30に「建築物省エネ法による省エネ性能表示努力義務の概要と今後の不動産マーケットにおける意味」と題して、省エネ基準適合義務の制度概要等について寄稿したが、その後明らかになった制度の詳細内容も含めて、本稿では不動産事業者に係わる内容を中心にあらためて説明したい。

また併せて、省エネ性能表示努力

義務に対応したBELS(建築物省エネルギー性能表示制度)についても制度の普及状況や国の普及促進に係る施策等に触れ、それらを踏まえた上で不動産事業者の対応の方向性についても考察してみたい。

II. 省エネ基準適合義務化のスケジュール

2013年6月に「日本再興戦略」^{注1}

図表1 適合義務化のスケジュール

(年度)		2017	2020
エネルギー基本計画等における目標		新築公共建築物等でZEB実現 標準的な新築住宅でZEH実現 新築住宅・建築物等の省エネ基準適合義務化	
省エネ基準適合義務化	大規模 中規模 小規模	適合義務化(非住宅)	適合義務化(住宅)
		規制的手法の強化	適合義務化
		審査方法合理化方策、伝統的構法の扱い等の検討	適合義務化

出典：国土交通省

注 1

http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf

が閣議決定された。この中で、「建築物の省エネを一層進めるため、2020年までに新築住宅・建築物について段階的に省エネ基準への適合を義務化する」と定められている。すなわち、今後段階的に適合義務の対象が拡大され、2020年までに戸建住宅も含むすべての新築住宅・建築物

に対して、省エネ基準適合義務が課されることになる。この4月に施行された建築物省エネ法に基づく大規模建築物への省エネ基準適合義務は、その第一弾となる位置づけのものである。

Ⅲ．建築物省エネ法の概要

1. 建築物省エネ法の構成

建築物省エネ法は、従来の「エネルギーの使用の合理化等に関する法律」（省エネ法）の中の住宅・建築物に係る内容が切り出され、新たに多くの内容が盛り込まれたものになっている。図表2に示すように、規制措置と誘導措置から構成されており、規制措置は2017年4月から、誘導措置は2016年4月より施行されている。

2. 規制措置

(1) 基準適合義務・適合性判定義務

建築物省エネ法第11条には「建築主は、特定建築行為をしようとするときは、建築物エネルギー消費性能基準に適合させなければならない。」、第12条には「建築主は、特定建築行為をしようとするときは、基準適合の判定のため、建築物エネルギー消費性能適合性判定を受けなければならない。」と定められている。すなわち、特定建築行為を行う際には、建築主は、これらの二つの義務を新たに負うことになった。

建築物エネルギー消費性能適合性判定（以下「省エネ適判」）の制度内容については、「建築物省エネ法に係る適合義務（適合性判定）・届出マニュアル^{注2}」（一般財団法人建築環境・省エネルギー機構、一般社団法人住宅性能評価・表示協会）に詳しく説明されているが、これを基に制度概要を後述する。

図表2 規制措置と誘導措置

規制措置 法律の公布後2年以内（平成29年4月）	
①基準適合義務・適合性判定義務	
②届出義務、所管行政庁による指示・命令等	
③特殊な構造・設備の大臣認定制度	
④住宅トップランナー制度	

誘導措置 法律の公布後1年以内（平成28年4月）	
①建築物の販売・賃貸事業者の省エネ性能表示努力義務	
②基準適合の認定・表示制度	
③性能向上計画認定制度（容積率特例）	

出典：日本 ERI 作成

図表3 省エネ計画の届出

		(旧)省エネ法 エネルギー消費性能の向上に関する法律	建築物省エネ法 建築物のエネルギー消費性能の向上に関する法律
大規模建築物 (2,000㎡以上)	非住宅	第一種特定建築物 届出義務 【著しく不十分な場合、指示・命令等】	特定建築物 適合義務 【建築確認手続きに連動】
	住宅	届出義務 【著しく不十分な場合、指示・命令等】	届出義務 【基準に適合せず、必要と認める場合、指示・命令等】
中規模建築物 (300㎡以上 2,000㎡未満)	非住宅	第二種特定建築物 届出義務 【著しく不十分な場合、勧告】	届出義務 【基準に適合せず、必要と認める場合、指示・命令等】
	住宅	努力義務	努力義務
小規模建築物 (300㎡未満)	住宅事業建築主 (住宅トップランナー)	努力義務 【必要と認める場合、勧告・命令等】	努力義務 【必要と認める場合、勧告・命令等】

出典：国土交通省

注2

建築物省エネ法に係る適合義務（適合性判定）・届出マニュアル

http://kentikubutsu-shoeneho.gio.filsp.jp/201607/pdf/text/tekigougimu_all.pdf

(2) 届出義務、所管行政庁による 指示命令等

従来から、省エネ法に基づき300㎡以上の住宅・建築物の新築・増改築等を行う際には、着工の21日前までに所管行政庁へ「省エネ措置」を届け出ることが義務付けられていた。建築物省エネ法の規制措置の施行に伴い、「省エネ措置」は「省エネ計画」の届出に変わった。なお、2,000㎡以上の非住宅建築物については省エネ基準適合義務に移行し、省エネ計画の届出は不要になった。

図表3に示すように、残る300㎡以上2,000㎡未満の非住宅建築物及び300㎡以上の住宅については引き続き届出が必要である。ただし、従前の省エネ法においては、所管行政庁は「著しく不十分な場合、指示・命令もしくは勧告」までしかできなかったが、建築物省エネ法への移行に伴い、所管行政庁は、「基準に適合せず、必要と認める場合、指示・命令等」が行えるようになっている点に注意が必要である。

一方、省エネ法においては修繕・模様替え、設備の設置・改修の届出として例えば1フロアすべての空調設備や照明設備を更新する際等にも省エネ措置の届出が必要だった。これは、2017年3月末をもって廃止された。また、3年に一度の定期報告制度も同時に廃止され、今まで届け出が必要だった建築物も含めて定期報告は不要になった。

(3) 特殊な構造・設備の大臣認定制度

省エネ適判を受けるにあたり、対象建築物の省エネ性能は、国立研究開発法人建築研究所のWEBプログラムを用いて、後述する一次エネルギー消費量もしくはBEI (Building Energy Index) を算出し判断することが原則になる。

このプログラムで評価できない新技術の評価する場合については、基準と同等以上の性能を有することを個別の建物毎に登録省エネ評価機関の性能評価結果に基づいて国土交通大臣による認定を受けるルートが用意されている。

(4) 住宅トップランナー制度

年間150戸以上の戸建分譲住宅を供給する事業者に対して、省エネ基準を上回る「住宅事業建築主基準」を満たす性能 (BEI 値0.9、2020年以降は0.85) が求められている。

2. 誘導措置

(1) 建築物の販売・賃貸事業者の 省エネ性能表示努力義務

建築物省エネ法第7条には、「建築物の販売・賃貸を行う事業者は、その販売又は賃貸を行う建築物について、省エネ性能を表示するように努めなければならない。」と定められている。また同法に基づく「建築物のエネルギー消費性能の表示に関する指針」^{注3}には、「販売・賃貸事業者は、建築物の販売又は賃貸をしようとするときは、当該建築物の購入又は賃借をしようとする者に対し、当該建築物のエネルギー消費性能に関する表示の内容を説明すること。」と定められている。そのため、不動産事業者は、建築物への省エネ性能の表示および不動産の売買もしくは賃貸借契約を行う際には相手方に対して省エネ性能の説明を行うように努めることが求められている。

同指針において、表示および説明の方法は、図表4に示す、①第三者認証 (BELS)、②自己評価、③基準適合認定マークのいずれかによる

図表4 省エネ性能の表示方法



出典：国土交通省資料をもとに日本ERIが作成

注3

<http://www.mlit.go.jp/common/001122751.pdf>

ものとされている。

なお、この表示の努力義務は、省エネ基準適合義務とは異なり、特定建築行為のみを対象にしたものではなく、既存・新築、住宅・非住宅や規模、省エネ基準への適合有無を問わず課せられている。

(2) 基準適合の認定・表示制度

基準適合認定マークは、法第36条第3項に基づいて、2016年4月から始まった認定・表示制度である。建築物の所有者は申請により、建築物が省エネ基準に適合している旨の認定を所管行政庁から受けることができる。また認定を受けた建築物やその広告等において基準適合認定マークを表示することができる。

新築は、BEI 値1.0以下、既存建築物（平成28年4月1日時点で現に存する建築物）は1.1以下で基準適合の認定を受けることができる。

(3) 性能向上計画認定制度

省エネ性能の向上に資するすべての建築物の新築及び省エネ改修（増築・改築、修繕・模様替、空調設備等の設置・改修）を行う場合に、その計画が省エネ基準の水準を超える誘導基準に適合している場合、その計画の認定（性能向上計画認定）を建設地の所管行政庁から受けることができる。

この場合、コージェネレーション設備等の省エネ性能向上に資する設備について、通常の建築物の床面積を超える部分を不算入とする容積率特例（上限10%）等のメリットを受けることができる。

誘導基準とは、図表5に示す通り、非住宅の場合はBEIが0.8、住宅の場合はBEIが0.9と定められており、新築の基準である1.0よりも非住宅は20%、住宅は10%高い省エネ性能等が要求されている。

なお、認定を受けるためには、誘導基準への適合の他、性能向上計画に記載された事項が基本方針に照らして適切であることと、資金計画が建築物の新築等を確実に遂行するために適切であることが求められる。

IV. 省エネ基準

1. 我が国の省エネ基準の変遷

我が国の住宅建築物の省エネ基準は、省エネ法に基づき、昭和55年基準、平成5年基準、平成11年基準（次世代省エネ基準）、平成25年基準と段階的に基準が強化されてきている。

建築物省エネ法における基準である「建築物エネルギー消費性能基準」は平成28年基準とも呼ばれている。

この平成28年基準は、省エネ法における基準であった平成25年基準とほぼ同じものである。またその前の基準である平成11年基準からも要求されるエネルギー消費量はそれほど変わっていない。既に戸建住宅も含めて省エネ基準への適合を義務化している欧州等の国々が、3～5年おきに段階的に基準を強化しているのに比べると、我が国の省エネ基準の強化は立ち遅れている感がある。

2. 一次エネルギー消費量

平成11年基準では、非住宅建築物については、外皮や空調設備、換気設備等ごとに基準が定められており、建築物トータルの省エネ性能の判断基準としては使えないという課題があった。これが、平成25年基準への改正で、外皮性能も空調の冷暖房負荷に反映され、空調、換気、給湯、照明、昇降機で使用されるエネルギーの設計値を一次エネルギー消費量で示すようになった。

これにより、一次エネルギー消費量の値で、その建築物の燃費性能の優劣を評価・判断することができるようになった。

図表5 エネルギー消費性能基準と誘導基準

		エネルギー消費性能基準 (適合義務、算出、 省エネ基準適合認定表示)		誘導基準 (性能向上計画認定・容積率特例)	
		建築物省エネ法施行 (H26.4.1)後に新築され た建築物	建築物省エネ法施行 の取組に存する建築物	建築物省エネ法施行 (H26.4.1)後に新築され た建築物	建築物省エネ法施行 の取組に存する建築物
非住宅	一次エネ基準 (BEI)	1.0	1.1	0.8	1.0
	外皮基準 (PAL*)	—		1.0	—
住宅	一次エネ基準 (BEI)	1.0	1.1	0.9	1.0
	外皮基準: 住戸単位 ($U_{A,PA}$)	1.0	—	1.0	—

出典：国土交通省

3. BEI

BEIは、省エネ基準への適合判断や評価対象建築物の省エネ性能や後に説明する省エネ性能の表示制度等において、非常に重要な概念である。

BEIとは、「設計一次エネルギー消費量」を「基準一次エネルギー消費量」で除した値である（図表6）。

分子の「設計一次エネルギー消費量」は、評価対象となる建築物において、設計仕様（設計した省エネ手法を加味）で算定した一次エネルギー消費量の値である。一方、分母の「基準一次エネルギー消費量」は、設計一次エネルギー消費量の算出と同様の外皮・設備に省エネ基準に基づく標準仕様（省エネ基準相当）を採用した場合の一次エネルギー消費量の値である。

つまりある建物を仮に省エネ基準相当の標準仕様で設計すると、分母と分子の値が同じになり、BEIの値が1.0になる。そして、評価対象建築物の外皮性能や設備性能を向上させると分子の値が小さくなり、BEIの値は、1.0よりも小さな値になる。

BEIが1.0以下であれば省エネ基準に適合していることになり、数値が小さいほど、評価対象建築物の省エ

ネルギー性能が高いことを意味する。

4. モデル建物法

建築物の一次エネルギー消費量およびBEIは、前述のとおり基本的には国立研究開発法人建築研究所が提供するWebプログラムに、評価対象建築物の外皮や設備の性能等を入力することで算出する。

非住宅建築物向けのWebプログラムには、標準入力法とモデル建物法が用意されており、これらは誰でも無料で使用することができる。標準入力法は、精緻な値が得られるが、入力に多少手間がかかる。また後述する省エネ適判の手続きにおいては、適合性判定において設計図書に記載が必要な項目や工事監理・完了検査において確認・検査すべき項目が多く煩雑になる。

一方のモデル建物法は、簡便に入力できるが、多少安全側（不利側）の値になる。

国土交通省は、省エネ適判の手続きにおいては、設計者の業務負荷軽減を図るため、モデル建物法の使用を推奨している。モデル建物法は、Webプログラムの「モデル建物法入力支援ツール」^{注4}において仮想のモデル建物に評価対象建築物の外皮

や設備の仕様を当てはめて計算する。そのため、評価対象建築物の一次エネルギー消費量は算出されず、BEIの値のみが算出される。

V. 建築物エネルギー消費性能適合性判定の制度

1. 対象建築物

2017年4月から、特定建築行為をしようとするときは、建築物エネルギー消費性能基準に適合させなければならないが、基準適合の判定のため、省エネ適判を受けなければならなくなった。

特定建築行為とは、新築については、非住宅部分の床面積が2,000㎡以上の建築物が該当する。

また増改築については、非住宅の増改築部分が300㎡以上で増改築後非住宅部分の床面積が2,000㎡以上のものが該当する。ただし平成29年4月1日時点で現に存する建築物については、加えて、延べ面積に対する増改築部分の面積の割合が1/2超のものが特定建築行為に該当する。そのため、上記に該当する確認申請が必要な既存建築物の増改築の際には、増改築を行わない既存部分も含めて、省エネ基準への適合が必要になる。

図表5に示した通り、新築の場合は、BEI ≤ 1.0、建築物省エネ法施行の際（平成28年4月1日）に現に存する建築物については、既存部分も含めた建物全体でBEI ≤ 1.1であれ

図表6 BEIの算定式

$$BEI = \frac{\text{設計一次エネルギー消費量 (家電・OA機器等分を除く)}}{\text{基準一次エネルギー消費量 (家電・OA機器等分を除く)}}$$

出典：日本 ERI 作成

注 4
<http://model.app.lowenergy.jp/>

ば適合になる。

ただし増改築の場合、増改築を行わない既存部分の外皮や設備の性能が不明なため、一次エネルギー消費量や BEI が算出できないケースが想定される。その場合、当面の間は図表7に示すように、既存部分の BEI をデフォルト値として1.2と設定してよいとされている。増改築部分が1/2超の場合が対象になるため、その場合、増改築部分の BEI を新築同様に1.0以下にすれば、建物全体として1.1以下を確保できるため、適合することになる。

なお、確認申請が必要な用途変更や大規模修繕模様替えについては特定建築行為には該当しない。

2. 適用除外

次の①～③に該当する建築物には、規制措置（基準適合義務・適合性判定、届出義務）は適用されない。

①居室を有しないことまたは高い開放性を有することにより、空気調和設備を設ける必要がないことが想定される政令で定める用途に供する建築物

②「文化財指定された建築物」など、現状変更の規制や保存のための措置等により省エネ基準に適合させることが困難な政令で定める建築物

③仮設建築物であって政令で定めるもの

なお、①については、自動車車庫や畜舎、常温倉庫、観覧場、スポーツの練習場、神社、寺院などが該当し、建築物別の用途（確認申請書第四面に記載する用途）が適用除

外用途であれば建築物全体として適用除外となる。例えば、部分的に管理人室等を有する自動車車庫についても、建築物別の用途が「自動車車庫」となっていれば全体として適用除外となる。一方で、建築物別の用途が「自動車車庫」および「事務所」の複合用途となるような建築物については、適用除外の対象とはならない。

また、冷凍冷蔵倉庫・定温倉庫、無人工場・植物工場、データセンター等の用途の建築物は、規制対象となるが、当面の間は、省エネ計算の対象からは除外されることになっている。

3. 床面積の算定

床面積が2,000㎡以上の特定建築行為に該当するかどうかの判断の際に、常時外気に開放された部分については床面積に算入しない。

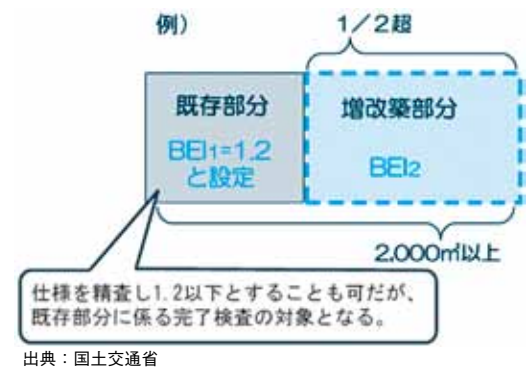
また、住宅と非住宅の複合建築物の場合は、

非住宅部分の床面積が2,000㎡以上の場合が適用対象になる。住宅と非住宅共通の共用部分の床面積は、住宅部分と非住宅部分の床面積を比較して、大きい方の用途として算定することになる。

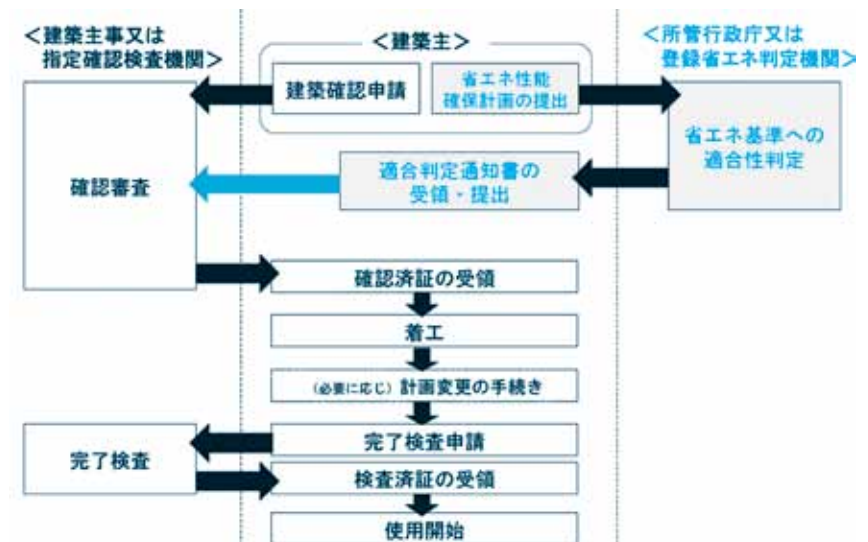
4. 省エネ適判の手続きの流れ

省エネ適判の手続きは、図表8に示すように、所管行政庁又は新設された登録省エネ判定機関に「省エネ性能確保計画」を提出することによって行う。計画提出の際には、計画書（正本及び副本）、添付図書（設計内容説明書、各種図面、計算書）2

図表7 既存部分のデフォルト値の設定



図表8 省エネ適判の手続きの流れ



部、所管行政庁が必要と認めるその他必要な書類を提出する。

審査が終了し、適合していると判定された場合、登録省エネ判定機関等は、「適合判定通知書」を交付する。建築主は、適合判定通知書と計画書を建築確認申請先の建築主事又は指定確認検査機関に提出する。

指定確認検査機関等は、特定建築行為に該当する場合は、適合判定通知書が提出されていることと、適合性判定を受けた建築物の計画と建築確認申請が出された計画が同一のものであることを確認の上、確認済証を交付する。

なお、構造適判とは異なり、登録省エネ判定機関と指定確認検査機関は同一の機関でも問題ない。完了検査等の手続きを鑑みると、同一の機関に申請する方が合理的であると思われる。

5. 変更手続き

建築主は、原則として、適合性判定の内容通りに施工することが求められる。指定確認検査機関等は、建築基準法に基づく完了検査の際に省エネ基準への適合も検査することになる。

そのため、適合判定通知を受けた後に、「省エネ性能確保計画」に記載されている内容について計画の変更を行う場合、省エネ適合性判定に係る変更手続きを行うことが必要になる。

変更手続きは、当該工事着手前に変更後の計画を登録省エネ判定機関等に提出し、変更後の適合性判定を受けることが原則となる。ただし、

変更内容が軽微な変更該当する場合には、次に示す手続きでもよい。

なお、変更内容が省エネに関する事項のみで、他の建築基準関係規定に係る変更がない場合又は確認上の軽微な変更該当する場合には、計画変更の確認申請は不要である。

6. 軽微変更の手続き

計画変更の必要のない建築物省エネ法上の軽微な変更とは、変更後も省エネ基準に適合することが明らかなる変更であり、具体的には、図表9に示すA～Cが該当する。

Cに該当する軽微な変更の場合は、登録省エネ判定機関等より「軽微変更該当証明書」の交付を受け、完了検査申請時に「軽微変更該当証明書」とその内容が判る図書一式を併せて提出する。

7. 完了検査

完了検査時には、指定確認検査

機関等が、建築基準法への適合確認と併せて、省エネ基準への適合の検査を行う。

具体的には、適合性判定を受けた計画のとおり工事が実施されたことを目視や工事監理の状況報告、施工時の写真・納入仕様書などの書類により検査する。

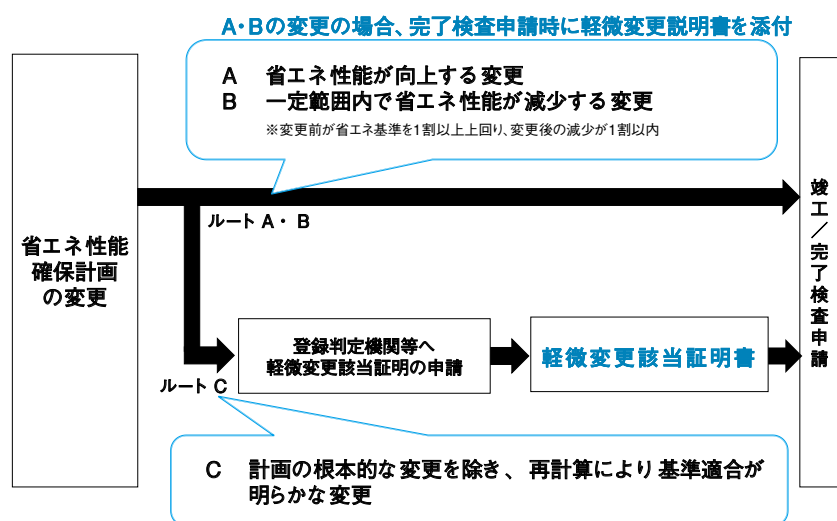
検査の結果、工事が直前の省エネ適合性判定等に要した図書通りに行われていることが確認された場合、検査済証の交付が受けられる。

ちなみにブラインドについては、完了検査時に未設置の場合も多いものと思われるが、ブラインドボックスが設置されていればブラインドが設置されるものと判断することが可能である。

8. テナント工事の取り扱い

物販店舗や飲食店等のテナントの照明や空気調和設備等の工事（B・C工事）については、完了検査時点で工事完了していないケースが想定される。その場合、省エネ適合性判

図表9 軽微変更の手続き



出典：国土交通省資料をもとに日本ERIが作成

定等において当該設備等が設置されていないものとして評価を行っている場合にあっては、当該設備が設置されていない状態で完了検査を実施することになる。

一方で、完了検査前にテナント工事が施工され、省エネ適合性判定等において設置しないものとした設備等が設置されている場合には、建築主は省エネ基準に係る計画変更もしくは軽微な変更に係る手続きを行った上で完了検査を受けることが必要になる。

Ⅵ. BELS の普及状況と普及に向けた施策

1. BELS の制度概要と普及状況

BELSについては以前何度か本誌でも紹介しているので、ここでは概要の説明に留めるが、BELSとは「建築物省エネルギー性能表示制度」の略称で、国土交通省の「建築物のエネルギー消費性能の表示に関する指針」に基づいて設けられた制度である。BEI の値に基づき住宅・建築物の省エネ性能（設計性能）を的確に評価・表示を行うものであり、BELS 評価機関として登録された機関（71 機関：2017年2月時点）による第三者認証を前提とする制度である。

（一社）住宅性能評価・表示協会が制度運営主体となり、2014年4月から始まった。当初は、非住宅建築物だけを対象としていたが、建築物省エネ法に基づく省エネ性能表示努力義務が住宅も対象であることに伴い、2016年4月からは住宅版 BELS（図表10 右側）も制度化された。

図表10 BELS（非住宅版と住宅版）



出典：一般社団法人住宅性能評価・表示協会

図表11 BELS（非住宅版と住宅版）

評 価	住 宅	非住宅1 (事務所・物販・学校等)	非住宅2 (ホテル・病院・飲食店等)
★★★★★	0.8	0.6	0.7
★★★★	0.85	0.7	0.75
★★★ 誘導基準	0.9	0.8	0.8
★★ 省エネ基準	1.0	1.0	1.0
★ 既存のみ	1.1	1.1	1.1

出典：一般社団法人住宅性能評価・表示協会

BELS 評価の実績は、2016年2月時点ですでに累計13,000件を超えている。

BELS の評価は、評価対象建築物の BEI 値が図表11以下のものについて、それぞれの☆の数でラベリングされる。住宅・非住宅とも BEI 値1.0以下（省エネ基準相当）の場合☆2つの評価となる。BEI 値が1.1以下の場合、既存建築物のみ☆1つが与えられる。☆3つは誘導基準以上となっており、最高等級は☆5つである。設計性能に基づき評価を行う制度

であり、実績値（エネルギー使用実績）については評価の対象外になっている。

2. 省エネ適判の結果を活用した BELS 評価

BELS 評価は、省エネ適判の結果を活用することが可能であり、その場合は、図面等の申請図書の省略が可能である。

日本 ERI では、省エネ適判と BELS を同時に申請し、省エネ適判の結果を利用して BELS 評価を行う

場合のBELS評価料金は1万円(税別)としている。この場合、省エネ適判に変更が生じた場合は変更後の結果に基づき完了検査後にBELS評価書を発行する。

ただし、変更手続きがルートBによる軽微変更の場合は、変更後のBEI値が示されないため、この対象にはならない。

3. BELS 普及に向けた補助制度

国土交通省だけではなく、経済産業省、環境省等の各省が住宅・建築物の省エネ性能向上に向けて、様々な支援を行っている。2017年度の建築物に関する主要な省エネ支援策は、予算段階のものだが図表11に示す通りである。これらの多くはBELS評

価取得が要件等になっており、BELSの普及促進策という側面も持つ。

この他図表12には含まれていないが、国土交通省は、BELS評価機関に対して、BELS評価手数料を減免するための補助を行っている。採択されたBELS評価機関はこれを利用してBELS評価料金を大幅に減免している。2017年度も実施される予定であり、日本ERIも採択されればBELS評価料金を大幅に減免する予定である。

4. BELS 評価取得物件の

省エネ計画の届出

2017年4月から、省エネ計画の届出について、BELS評価書を事前に取得し、省エネ計画の届出の際に添

付することで、所管行政庁における届出の手続きをスムーズに行うことができるようになる。

対応は所管行政庁ごとになり、すべての行政庁が対応するわけではないようだが、少なくとも半数程度の行政庁が対応する模様である。

5. ZEHの第三者認証制度

2017年4月からZEH(ネット・ゼロ・エネルギー・ハウス)の第三者認証制度が始まる。ZEHとは、経済産業省が普及促進を図っているもので、外皮性能の向上等により冷暖房等で消費するエネルギーを削減した上で、太陽光発電等による創エネにより、年間に消費するエネルギー量が正味で概ねゼロとなる住宅である。

図表 12 建築物に係る省エネ支援策(平成29年度予算段階)

融資	—
税	【法人税／所得税／法人住民税／事業税、固定資産税】(経済産業省) 新築 改修 ○中小企業が認定経営力向上計画に基づき一定の省エネ設備の取得等をし、事業の用に供した場合、即時償却又は税額控除の特例措置 さらに、償却資産の場合には固定資産税の軽減措置
補助	【サステナブル建築物等先導事業】(国土交通省) 新築 改修 ○先導的な技術に係る建築構造等の整備費、効果の検証等に要する費用 等 【補助率】1/2 (補助限度額は条件による) 【地域型住宅グリーン化事業】(国土交通省) 新築 ○中小工務店において認定低炭素建築物等とすることによる掛かり増し費用相当額 等 【補助率】1/2 (補助限度額は条件による) 【既存建築物省エネ化推進事業】(国土交通省) 改修 ○既存建築物について躯体改修を伴い省エネ効果15%以上が見込まれるとともに、改修後に一定の省エネ性能に関する基準を満たす省エネ改修の費用 等 【補助率】1/3 (補助限度額5000万円/件 等) 【省エネルギー投資促進に向けた支援補助金(ZEB実証事業)】(経済産業省) 新築 改修 ○ZEB(ネット・ゼロ・エネルギー・ビル)の建築実証に対し、高効率設備等の導入費用の一部 【補助率】2/3 (補助限度額:未定) 【省エネルギー投資促進に向けた支援補助金(エネルギー使用合理化等事業者支援補助金)】(経済産業省) 改修 ○既設設備の入れ替え、EMSの導入等により省エネ対策を行う際に必要となる費用の一部 ※EMSのみの導入は対象外 【補助率】1/2、1/3 (補助限度額:20億円/年度(平成28年度実績)) 【業務用施設等における省CO2促進事業】(環境省、経済産業省、国土交通省、厚生労働省、農林水産省) 新築 改修 ○テナントビルでグリーンリース契約等を締結するために必要な調査費用、当該契約等により行う省CO2改修費用(設備費) 【補助率】1/2 ○中小規模業務用ビル等に対しZEBの実現に資する省エネ・省CO2性の高いシステムや高性能設備機器等を導入する費用 【補助率】2/3 ○既存の業務用施設(福祉施設、駅舎、漁港)においてける省CO2性の高い機器等の導入、リース手法を用いた地方公共団体施設の一括省CO2改修(バルクリース)の費用の一部 【補助率】1/2、1/3 等(補助限度額は施設種類等による)

出典：国土交通省

エネルギー基本計画^{注5}において、2020年までに標準的な新築住宅でZEHを実現する等の内容が盛り込まれているが、大手ハウスメーカー各社はこれよりも前倒しでZEHの標準化を推し進めており、急速に普及が進みつつある。

ZEHの第三者認証制度は、住宅版BELSの制度をベースにして、ZEHの条件を満たすものについてBELS評価機関が評価した場合に、図表13のような表示デザインを広告等で使用することが可能になるものである。

6. GRESBにおけるBELS

「GRESBリアルエステイト評価」は以前は単に「GRESB調査」と呼ばれていたものであるが、この評価におけるBELS評価取得の意味については、過去に本誌でも何度か説明している。また本誌Vol.34でもCSRデザイン環境投資顧問株式会社の堀江、高木両氏から詳しい報告^{注6}があったところである。そのため、ここではごく簡単な説明に留めておきたい。

GRESBリアルエステイト評価は、図表14に示す7分野から構成される。堀江氏らの報告（Vol.34）によれば、この中の「6.グリーンビル認証」のスコアは、日本・J-REITとも伸びているものの、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がない分

野である。

この分野は、CASBEE建築評価認証（第三者認証）やCASBEE不動産、DBJ Green Building認証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。

2016年の評価結果では、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%）を大きく上回った。

その一方、省エネ格付は、米国や欧州などでは義務化されている地域が多いため、ポートフォリオの床面積の100%近くに取得しているとの回答も多いのに対して、日本では9%に留

まっている。

総合的なグリーンビル認証とBELS等の省エネルギー格付は配点の枠が別である。そのため、例えば、ひとつのビルでCASBEE不動産とDBJ Green Building認証等、総合的なグ

図表13 ZEH版BELS



出典：一般社団法人住宅性能評価・表示協会

図表14 GRESBリアルエステイト調査の分野別スコア概要

分野別（全7分野）	スコア配分	グローバル平均	日本平均	J-REIT平均
1.マネジメント	8.8%	84	92	94
2.ポリシーと開示	9.5%	71	79	84
3.リスクと機会	12.4%	64	65	66
4.モニタリングと環境管理システム	8.8%	66	65	63
5.パフォーマンス指標	25.2%	48	58	59
6.グリーンビル認証※	10.9%	44	42	38
7.ステークホルダーとの関係構築	24.5%	64	66	65

出典：CSRデザイン環境投資顧問株式会社

注5

http://www.enecho.meti.go.jp/category/others/basic_plan/pdf/140411.pdf

注6

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～ARES不動産証券化ジャーナルVol.34

リービル認証を複数取得した場合
はいずれかのみがスコアの対象^{注7}に
なるが、ひとつのビルでCASBEE 建
築評価認証とBELS 評価を取得した
場合、双方のスコアが加算される。

グリーンビル認証と省エネ格付けの
取得率を鑑みると、今後のGRESBリ
アルエシテイ調査のスコアの引き上
げのために、BELS 評価取得の動き
が加速することが予想される。

Ⅶ. 既存ビルにおける対応の 方向性

以上に見てきたような新たな制度
の導入や、国が志向している省エネ
性能が不動産価値評価に影響を与
えるマーケット構造への転換を念頭に
置くと、不動産価値の維持・向上のた
めには、既存ビルにおいても省エネ性
能の向上等の対応を図っていくことが
必要であると思われる。

既存ビルにおいては、対応策の選
択肢は限定されるものと思われるが、
現実的な具体策について考察してみた
い。

1. 設備更新時の BEI の把握

空調設備更新等の省エネ性能向
上につながる設備更新工事の際に、
その工事实施による省エネ性能向上
への影響度を BEI 値により把握しな

がら計画を進めているケースは、まだ
少ないものと思われる。

多額の投資を伴う空調設備更新
等の工事实施の結果、対象建築物
の BEI 値が1.0 (BELS ☆☆) もしく
は1.1 (BELS ☆) 以下を確保して省
エネ基準に適合できるのか否かを把
握しながら計画を進めていくことがこ
れからは重要になるだろう。

例えば、僅かの差で省エネ基準適
合に満たないのであれば、計画の内
容を少し見直して、貴重な設備投資
の機会を省エネ基準への適合の機
会として活かし、差別化に結び付け
ていくことも検討すべきであろう。

設備更新後の BEI 値は、工事業
者等に依頼すれば算出してもらえ
るはずである。ただし多くの工事業
者は省エネ計算を外注しており、特に
既存建築物改修を行う工事業者の
中には、省エネ基準や BEI にまだ慣
れていない、もしくは未対応の業者も
少なくない。

そのような状況下で、設備更新工
事を省エネ性能向上の貴重な機会と
して活かすためには、ビルオーナー側
もある程度は省エネ計算を理解して
おくことが必要であろう。少なくともモ
デル建物法の概念は理解しておくこ
とが望ましい。

さらに可能ならば、ビルオーナーが
自らモデル建物法による省エネ計算

に対応することをお勧めしたい。自ら
省エネ計算を行うことができれば、省
エネという観点からの投資効率の判
断等を主導的に行うことが可能にな
る。例えば追加工事実施による省エ
ネ基準への適合可能性等を検討す
る際に、どのような工事が BEI 値を
下げるための費用対効果に優れてい
るのかを把握できることになる。

なお参考までに、日本 ERI は、
2017年5月から6月にかけて、ビルオー
ナーも受講可能なモデル建物法の入
力実務講習会^{注8}を全国主要都市で
開催する予定である。ぜひ積極的に
ご活用いただきたい。

2. 照明の更新と補助金の活用

(1) 専用室の照明更新

通常、既存テナントビルでは、
CAPEX^{注9}の計画のもとに空調設備
更新を計画的に実施していることが
多い。一方、照明（特に専用室内
のベース照明）については、一般的
に光熱費削減メリットをビルオーナー
が享受できないこともあり、計画的に
実施しているケースは少ない。

テナントビルの専用室内のベース照
明の更新事例はまだそれほど多くな
いこともあり、それがビルの差別化や
賃料アップにどの程度寄与するの
かに関する明確なデータは見当たら
ない。しかし、ザイマックス不動産総合

注 7

グリーンビル認証は、新築版と既存ビル版であれば同じビルが対象でも得点が加算される。

注 8

モデル建物法入力実務講習会 http://www.j-eri.co.jp/gyoumu/gyo23_semi1704.html

注 9

CAPEX : capital expenditure (資本的支出、設備投資)

研究所の「修繕の経済性分析」^{注10}というレポートによれば、空調工事よりも照明更新等の工事の実施の方が新規賃料の上昇に結び付くことが明らかにされている。

このレポートによると、図表15に示すように空調工事（パッケージ空調機更新、冷温水発生器分解整備等）の計画的実施により、新規賃料が3.51%高くなっている。それに対して、空調以外の設備工事（照明器具交換、変圧器更新等）の計画的実施はそれよりも賃料アップに影響が大きく、6.87%高くなっていることが統計的に有意な結果として得られている。専用室の照明器具交換のみを取り出しての結果ではないことに留意は必要だが、照明交換工事の計画的実施は、テナントビルの差別化という観点から有用であると考えてよさそうである。

（2）補助金の活用

とはいえ、専用室の照明器具交換にかかる投資の回収は簡単ではない。そこで活用したいのが補助金である。

既存ビルの省エネ改修工事に対する補助制度は、国や各自治体が様々な制度を整備している。しかし空調設備更新工事だけの実施で採択されることは非常に難しいのが実情である。そこで、空調更新の際に、照明等の更新も含めて実施することにより補助金の採択率を高め、結果として、トータルでは空調更新だけの場合

図表 15 計画的で継続的な修繕による新規賃料への影響

説明変数	工 事 例	計画的で継続的な修繕を実施した場合の新規賃料への影響
空調工事	・パッケージ空調機更新 ・冷温水発生器分解整備	+ 3.51 %
設備工事	・ <u>照明器具交換</u> ・変圧器交換	<u>+ 6.87 %</u>
法令対応工事	・ハロン消火設備容器弁交換 ・電力量計交換	+ 5.19 %
入居対応工事	・貸室分割工事 ・テナント案内板の変更工事	- 3.31 % ※
清掃工事	・外壁洗浄 ・タイルカーペット特別清掃	+ 0.38 % ※
改善工事	・共用部リニューアル工事 ・耐震改修	+ 6.94 %

※の数字は、統計的に優位な推定結果が得られなかったもの
出典：ザイマックス不動産総合研究所 2016 年 9 月 28 日 「修繕の経済性分析」

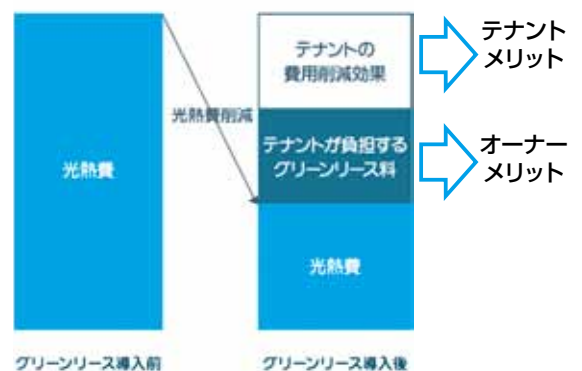
の費用と同程度もしくはそれ以下の費用で照明等の更新も含めて実施することが可能になる。

ここでは詳述しないが、主な補助制度としては、国土交通省の「既存建築物省エネ化推進事業」（補助率1/3）、経済産業省の

「エネルギー使用合理化等事業者支援補助金」（補助率1/3）、環境省の「業務施設等における省 CO₂ 促進事業」（補助率1/2）、東京都の「グリーンリース普及促進事業」（補助率1/2）などがある^{注11}。

空調更新工事を計画する際には、補助金の活用慣れている工事業者に相談して積極的に活用することをお勧めしたい。

図表 16 グリーンリースによる費用削減効果（イメージ）



出典：グリーンリース・ガイド（環境不動産普及促進検討委員会）

（3）グリーンリースの活用

ビルオーナーが、省エネに資する設備更新を行う場合、専用室内に関わるものについてはそれによる光熱費削減等の経済効果はテナントが享受するのが一般的である。そのため、直接的な経済的メリットを享受できないビルオーナーは設備更新を躊躇しがちである。そこで近年、グリーンリースの活用が注目を浴びつつある。

グリーンリースとは、図表16に示す

注 10
https://soken.xymax.co.jp/2016/09/28/1609-economic_value_of_repairment/

注 11
いずれも平成 28 年度実績

ように、ビルオーナーの投資によりテナントが享受した光熱費削減分のうち、一定程度をグリーンリース料として還元してもらうものだ。テナントは、グリーンリース料負担以上の光熱費削減効果が得られるため、ビルオーナー・テナントそれぞれが経済的利益を受け、Win-Win の関係が構築される。

国土交通省は、2016年2月に「グリーンリース・ガイド」^{注12}を公表し、東京都も前述の「グリーンリース普及促進事業」などにより、ともに普及促進を図っている。

専用室の照明更新の際に、このグリーンリースの活用することにより、ビルオーナーの投資効率を高めることが可能になる。さらには東京都や環境省のグリーンリースに係る補助金の活用も併せて検討をお薦めしたい。

(4) タスク&アンビエント対応による差別化

専用室内の照明更新を行う際に合わせて対応を検討したいのが、タスク&アンビエント照明への対応である。タスク&アンビエント照明とは、図表17のように、ビル側のベース照明（アンビエント照明）の照度を落として、その分、局部的に作業面を照明（タスク照明）する方式のことをいう。

非常に有効な照明に係る省エネ手法であり、またベース照明の発熱による冷房負荷も軽減できるため、冷房に係る光熱費の削減にもつながる。

図表 17 全般照明とタスク・アンビエント照明^{注13}



出典：一般社団法人日本照明工業会

そのため、環境・省エネ性能をアピールしている自社ビルにおいては導入事例が近年増えてきている。

ところが、テナントビルにおいては、通常、ベース照明により750LX 以上が確保されており、タスク照明は不要な環境であり、調光機能がなく照度も落とせないことから導入事例は極めて少ない。

ベース照明の更新時に調光機能を付加すること自体にはそれほど多額の追加費用が発生するわけではない。そこで、調光機能によりベース照明の照度を350LX 程度に落とすことができれば、テナント企業はタスク&アンビエント照明を導入することが可能になる。

調光機能を備えたタスク&アンビエント照明対応のテナントビルが少ないことを鑑みると、ビルの差別化になり、省エネや環境への取り組みに熱心なテナント企業にはアピールポイントになるものと思われる。

なお、調光機能等の照明制御機

能は、建築研究所のWEBプログラムでも評価され、一次エネルギー消費量や BEI の向上にもつながるといふメリットもある。

VIII. おわりに

パリ協定の批准を受けて、今後、我が国の CO₂ 排出削減目標である30年までの26%削減（13年比）に向けた取り組みが必要になる。中でも、住宅と建築物の部門はともに約4割の削減が部門別削減目標として設定されており、他の部門よりも突出して大きな削減率になっている。

この目標達成のために、今後、住宅・建築物部門の省エネ対応がより一層求められるようになることは間違いない。特に中長期的には、新築の供給増はそれほど期待できないことを鑑みると、これからは既存の住宅・建築物の省エネ対応の推進が重要になってくるものと予想され、それが不動産マーケットにおける差別化のポイ

注 12

http://tochi.mlit.go.jp/kankyo/greenlease/data/greenlease_guide.pdf

注 13

http://www.jlma.or.jp/shisetsu_renew/kaiteki/index.html

ントにもなっていくものと思われる。

既存のテナントビルにおいては、大規模な省エネに資する設備投資の機

会が限られていることから、今後の設備更新等の際には、中長期的に省エネ性能面で競争力を確保できるように

計画的な対応が望まれる。

そのような観点から、本稿が多少なりとも参考になれば幸甚である。

たかはし あきら

日本 ERI 株式会社 省エネ推進部副部長 兼 経営企画部専門部長。
89 年リクルート入社。その後、UG 都市建築、三和総合研究所（現三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング）、ザイマックスなどを経て、2012 年から現職。日本建築行政会議 設備部会 省エネ基準分科会委員などを歴任。

たかはし よしなお

日本 ERI 株式会社 省エネ推進部
2006 年日本 ERI 入社。

建築物の省エネルギー基準

少人数
体験型

モデル建物法入力実務講習会

いよいよ省エネ基準適合が義務化されます。
モデル建物法は、これからの必須知識です。準備は万端ですか？

初めてモデル建物法の入力を体験する方向けに少人数で実際に PC を使いながら
入力実務を学べる講習会を開催致します。

省エネ計算の実務を実地に学べる貴重な機会ですので、ぜひ参加をご検討ください。



【日程・開催地】

5 月 10 日(水)東京①	5 月 15 日(月)仙台
5 月 19 日(金)横浜	5 月 22 日(月)福岡
5 月 23 日(火)鹿児島	5 月 26 日(金)金沢
5 月 29 日(月)さいたま	6 月 2 日(金)東京②
6 月 6 日(火)広島	6 月 7 日(水)大阪
6 月 8 日(木)名古屋	

【定員】各会場とも約 50 名

【受講料】32,400 円 / 名 (税込)

主催：日本 ERI 株式会社

後援：公益社団法人全国ビルメンテナンス協会
公益社団法人日本建築家協会
公益社団法人日本建築士会連合会
一般社団法人日本建築士事務所協会連合会
一般社団法人不動産証券化協会

【プログラム】

- ・受講者には PC をご持参いただき、サンプル建築物(2 棟)の図面や仕様をもとに、実際に、(国研)建築研究所の「モデル建物法入力支援ツール」を使用してモデル建物法の入力実務を学んでいただきます。
- ・併せて、設計図書の作成方法や計算結果の出力に基づく省エネ適判の申請書類(計画書)の記載方法、工事監理のポイントまで学んでいただきます。

10:00 ~ 10:40	概論：省エネ基準適合義務化の制度等
10:40 ~ 14:30	モデル建物法の入力実習①(昼休み 60 分間含む)
14:30 ~ 16:30	モデル建物法の入力実習②
16:30 ~ 17:00	申請書類(計画書)の記載方法・工事監理の留意点



日本 ERI 株式会社

〒107-0052 東京都港区赤坂 8-10-24

URL: <http://www.j-eri.co.jp/>

詳細・お申込みはこちらから

日本 ERI

検索

運営事務局(お問い合わせ先) 株式会社 ERI アカデミー TEL: 03-5775-7848 営業時間 9:00~17:30

第 15 回

道路事業の民営化とコンセッション方式①
～道路事業の概要と民間運営～

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

前回まで9回にわたり、「空港事業の民営化とコンセッション方式」と題して、空港事業が民営化されるまでの歴史的経緯や実際の民営化事例、そして空港運営会社に関する考察などを行ってきた。ここで一旦空港事業からは離れ、新たに「道路事業の民営化とコンセッション方式」というテーマで考察を進めていきたいと思う。なお、我が国の空港事業については、引き続きコンセッション方式を活用した民営化が活発に行われているところであるため、今後も適宜、状況をお伝えしていく予定である。

道路は、インフラのカテゴリーとしては空港や鉄道などと同じ交通セ

クターに属し、海外では民間運営や投資が活発に行われている人気の高いアセットである。我が国でも道路は、2014年6月に民間資金等活用事業推進会議が決定した「PPP/PFIの抜本改革に向けたアクションプランに係る集中強化期間の取組方針について」で、空港や上下水道とともに、コンセッション方式を活用した民営化の数値目標が定められるなど、重点分野の一つに挙げられている。その道路の目標は、2016年度までに1件の民営化案件に取り組むことであったが、昨年10月、愛知県道路公社の有料道路でコンセッション方式を活用した民営化が開始されているため、既に達成となっている。一方で、その他に有望な案件がなく、我が国の道路事業の

民営化がこれで終わってしまうのは、海外での人気を考えると物足りない。更なる民営化案件を創出するためにも、海外の事例や制度などを参考にしつつ、より柔軟な発想で取り組んでいく必要があるだろう。

道路インフラの特徴と民間運営への期待

道路は、我々にとって最も身近で、最も一般的なインフラの一つである。本連載の第1回^{注1}で言及した古代ローマ人のインフラに「街道」や「橋」があったように、人類の歴史とともにあるインフラと言っても過言ではない。例えば生活道路を考えると、人々の日常生活との結び付きが、また高速道路や幹線道路を考えると、経

注 1

ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.21, 2014 September-October 「インフラ・PPP 投資再入門」

済・産業活動との結び付きが理解できるだろう。この意味で道路は、「社会インフラ」とも「経済インフラ」とも言うことができ、その多面性も特徴の一つとなっている。

一方で、その多面性ゆえに、同じ道路でも種類が多岐にわたり、それぞれ運営・維持管理方法やリスクが異なるため、民間運営や投資対象として考える場合には留意が必要となる。典型的には有料道路と無料道路の違いがあるが、我が国では法制度面から、高速自動車国道、一般国道、都道府県道、市町村道（特別区道を含む）という道路法上の道路のほか、土地改良法に基づく農道、森林法に基づく林道、港湾法に基づく臨海道路、そして私道など、さまざまな種類の道路を挙げることができる。

これらの中で道路法上の道路に限定すると、我が国の道路総延長は、2014年4月1日現在、およそ地球32周分に相当する1,275,211.1kmある（図表1）^{注2}。これがどの程度のものかを考察するために世界に目を転じると、最も長い道路総延長を誇るのは米国で、6,586,610km（2012年）^{注3}。以下、インドの4,699,024km（2015年）、中国の4,106,387km（2011年）、ブラジルの1,580,964km（2010年）、ロシアの1,283,387km（2012年）と続き、我が国は世界第6位となっている。上位に並ぶのはいずれも広大な国土面積を誇る国々

図表1 我が国の道路総延長と道路種別ごとの内訳

道路種別	総延長※	
高速自動車国道	9,145.9km	0.72%
一般国道	66,073.9km	5.18%
都道府県道	142,446.0km	11.17%
市町村道	1,057,545.3km	82.93%
合計	1,275,211.1km	100.00%

※総延長：道路法の規定に基づき指定または認定された路線の全延長

出所）国土交通省、「道路統計年報 2015：道路現況総括表」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

であることを考えると、我が国の道路は非常に高い密度で、きめ細かく整備されてきたと言えるだろう。

前述のとおり、道路は、人々の日常生活や経済・産業活動と密接に結び付いたインフラであるため、多くの場合、国や政府機関、自治体などの公共セクターが主体となって整備されてきた。その中で、米国や我が国などの先進国では、道路整備が本格化してからかなりの年月が経過しているため、今後は老朽化による維持管理・更新費の増大が大きな課題となってくる。しかし、概ねどの国も財政事情は厳しいため、民間の資金とノウハウを活用する施策に期待が集まる。こうした背景で生まれてきたのが、道路事業の民間運営というソリューションである。

一方、新興国は、経済成長のスピードにインフラが追いついていないケースが多く、急ピッチで整備を進めたいニーズがある。しかし、や

はり財政事情は厳しく、また、より早く整備を進める意味でも、民間の資金とノウハウを活用する施策に期待が集まる。こうした背景で、結果的に先進国と同じソリューションにたどりついているのは、興味深いところでもある。

道路事業の概要と民間運営

このような、道路を整備し、運営・維持管理を行う道路事業とは、実際、どういうものであろうか。供用中の道路における具体的な業務としては、次のようなものが挙げられる。まず、舗装やトンネル、橋梁、法面、標識など各種施設の点検・修繕を行う「施設点検・修繕業務」である。災害や事故時の復旧業務もここに含まれるだろう。次に、清掃、植栽、雪氷対策などの「維持管理業務」がある。その他にも、道路巡回や交

注2

国土交通省、「道路統計年報 2015」

注3

以降の海外の道路総延長データと順位は全て、米国CIA（Central Intelligence Agency）の「The WORLD FACTBOOK」による。国ごとに調査年が異なる点に留意が必要。

通管制などの「交通管理業務」や、有料道路であれば通行料徴収という「運営業務」がある。比較的オペレーションが易しいと言われる道路事業ではあるが、それでもこのような多岐にわたる業務で構成されていることがわかるだろう。

こうした道路事業を民間が担う場合には、当該事業から得られる収入（キャッシュフロー）やそのリスクなどを検討する必要があるが、収入の形態としては次の3つの種類がある（図表2）。

1つ目は、我が国でも一般的な、道路利用者から直接通行料を徴収し、それを収入原資とする「リアル・トル（Real Toll）」と呼ばれる形態である。通行料の改定も、基本的には運営を担う民間事業者の判断に委ねられるが、CPI（消費者物価指数）やPPI（生産者物価指数）に連動した上限など、何らかの制約が付けられるのが一般的である。愛知県道路公社の案件も、収入形態は「リアル・トル」であるが、当初の計画値から±6%の上限・下限が設定されており、上限を超える収入増は公社側へ帰属、下限を超える収入減は公社側の負担となっている。

通行料については、海外では単一料金や車種別料金だけでなく、季節や時間帯などによって機動的に変動させることも一般的に行われている。また、「管理レーン」と呼ばれる特別な車線の設定もあり、渋滞緩和（によるサービス水準の向上）や通行料収入の増加に寄与する施策として広く採用されている。代表的な管理レーンとしては、2人以上が乗車す

図表2 道路事業の民間運営における3つの収入形態

収入形態	最終負担者	道路事業リスクの民間移転	
		交通量リスク	収益リスク
リアル・トル(Real Toll)	道路利用者	○	○
シャドー・トル(Shadow Toll)	国・自治体など	○	×
アベイラビリティ・ペイメント(Availability Payment)	国・自治体など	×	×

る場合にのみ通行可能となるHOV（High Occupancy Vehicle）レーンや、一定人数以上が乗車する場合に無料となり、そうでない場合には課金されるHOT（High Occupancy Toll）レーンなどがある。我が国でも道路事業の民間運営がもっと進めば、こうした柔軟な道路運営が見られるようになるかもしれない。

「リアル・トル」の特徴は、一定の制約はあるものの、運営を行う民間事業者の独立採算が基本となるため、道路事業リスクのほぼ全てが民間側に移転されることと言える。道路事業のリスクには、走行台数の増減を意味する「交通量リスク（Traffic Risk）」と、交通量・通行料と徴収・施行の両方を意味する「収益リスク（Revenue Risk）」があるが、「リアル・トル」では、この両方が民間側に移転されることになる。

2つ目の収入形態は、主に英国で利用されているもので、道路利用者からは直接通行料を徴収せず、通行台数に応じた“仮想料金”を公共側

から受け取る、「シャドー・トル（Shadow Toll）」と呼ばれるものである。特徴は、道路事業のリスクのうち「交通量リスク」のみが民間側に移転される点で、その分、民間側のリスク負担は小さくなるが、公共側の支払い能力や制度変更リスクなどに留意する必要がある。

最後3つ目は、近年、米国などで一般的になりつつある「アベイラビリティ・ペイメント（Availability Payment）」と呼ばれる収入形態である。「シャドー・トル」と同様、道路利用者からは直接通行料を徴収せず、道路が適切な状態で利用可能（Available）であることに対して、公共側から“サービス対価”を受け取るものである。逆に、道路や車線の閉鎖が続く場合や、運営・維持管理が不十分な場合などには、“サービス対価”が減額されることもある。特徴は、「交通量リスク」と「収益リスク」のいずれも、民間側に移転されない点にある。従って、（特に新興国においては）公共側の支払い能

力や制度変更リスクなどに多分の留意が必要となる。

これら3つの収入形態は、必ずしも独立して存在する必要はない。例えば、「リアル・トール」の収入に道路の維持管理状況に応じたインセンティブが付加される場合もあるし、道路や車線の閉鎖が続く場合にペナルティ支払い（ノン・アベイラビリティ・ペイメント）が課せられる場合もある。

一方、我が国においては、道路利用者からの通行料収入を必要としない「シャドー・トール」や「アベイラビリティ・ペイメント」での民間運営に注目する必要があるだろう。我が国における道路事業の民間運営では、コンセッション方式の活用をほぼ前提としているように見受けられる。しかも我が国のコンセッション方式は、利用料（通行料）収入のある事業にしか適用できないため、道

路では「リアル・トール」での事業、すなわち有料道路にしか適用できないことになる。しかし、海外の例にあるように、道路事業の民間運営では、必ずしも「リアル・トール」のコンセッション方式を前提とする必要はない。我が国でも、もっと多くの道路事業の民間運営を実現しようと思えば、「シャドー・トール」や「アベイラビリティ・ペイメント」の活用を考えてみるのも一案ではないだろうか。

生活道路の民間運営

一方、「リアル・トール」はもちろんのこと、「シャドー・トール」や「アベイラビリティ・ペイメント」であっても、民間運営の対象となる道路は、どうしても高速道路や幹線道路が中心となってしまう。民間にとっての事業規模や採算性を考えると致し方ない面もあり、海外でも状況は同じ

ようである。

しかし、高速道路や幹線道路でなくとも、今後老朽化による維持管理・更新費の増大が課題になるのは同じである。むしろ、市町村道など生活道路の方が総延長ははるかに長く（図表1）、管理者の財政も厳しいことが多いため、本来であれば、こうした道路にこそ民間の資金とノウハウが必要とされるのだろうが、現実はそうはなっていない。

ただ最近では、非伝統的なソリューションとして、維持管理に ICT を活用して作業効率を向上させる試みや、地元住民を活用する仕組み。また、複数年・包括的民間委託で事業規模を大きくする工夫など、注目すべき動きもあり、今後の展開に期待が集まっている。

この論点については、別途考察する予定である。

参考文献

- 内閣府・民間資金等活用事業推進会議、「PPP/PFI の抜本改革に向けたアクションプランに係る集中強化期間の取組方針について」（2014年6月16日）
国土交通省、「道路統計年報2015」
（<http://www.mlit.go.jp/road/ir/ir-data/tokei-nen/index.html>）
CIA（Central Intelligence Agency）HP、「The WORLD FACTBOOK」
（<https://www.cia.gov/library/publications/resources/the-world-factbook>）
愛知県道路公社、「愛知県有料道路運営等事業 公共施設等運営権実施契約の主な内容」（2016年8月31日）
WORLD BANK Group、「PPPIRC」
（<http://ppp.worldbank.org/public-private-partnership/sector/transportation/roads-tolls-bridges/road-concessions>）
国土交通省、「平成27年度国土交通白書」

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15回

空室を科学する

～ マーケットの透明性向上のために ～



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)



渡部 円

株式会社ザイマックス不動産総合研究所
マネジャー



菊澤 恭子

株式会社ザイマックス不動産総合研究所
研究員

はじめに

我が国の不動産投資市場は過去15年あまりで急速に拡大し、その間にさまざまな環境整備が行われてきた。その取り組みのひとつに透明性の向上がある。不動産市場の透明性を高め、その動きを正確に把握するための各種指標の充実は、不動産投資プレーヤーやビル経営者、ビル運営者のみならず、利用するテナント企業、自社利用のために不動産を保有する企業、政策当局者のいずれにとっても重要なことである。

具体的には、不動産の価格に関するインデックスの開発や、従来は募集賃料が中心であった賃料の指標に関しては、成約賃料をベースにしたインデックスの開発などが行われてきた。

ザイマックス不動産総合研究所（以下、ザイマックス総研）でも「新規成約賃料インデックス」「支払賃料インデックス」「成約賃料DI」「フリーレント」など、その充実をはかってきた。

成約賃料はオフィス賃貸市場を見る重要なベンチマークであり、その水準や動きはマーケットの状態を示すものである。そして、この成約賃料を変動させるのは「空室」である。

空室については、一般的に「空室率」が公表されており、その時系列変化が注目されてきた。しかし、オフィスマーケットの動きをより正確に把握し、これからを考えていくためには、空室そのものについてもっと理解を深める必要がある。ザイマックス総研では、空室率に加えて、本年1月、新たな指標である「空室増減量」に関す

る調査を発表した。本稿では、その内容と、さらに追加で行った分析内容を紹介し、「空室」について科学的に考えてみたい。

1. 「空室」について考える

不動産のマーケットは、賃貸市場（スペースマーケット）と売買市場（不動産キャピタルマーケット）の2つがある。【図表1】は前者のオフィス賃貸市場のメカニズムを表している。マーケットは基本的には需要と供給で構成されており、それらのギャップが空室である。空室率が低くなると賃料が上昇し、逆に空室率が高まると賃料が下落する方向に働く。オフィス需要の源泉となるのは、企業などのオフィス床ニーズであり、これは企業の不動

産戦略によるところが大きい。一方、供給の源泉となるのは、新たに発生する空室量である。これは既存物件においては入居テナントの移転ニーズにより、新築物件においては、不動産開発事業者などの開発計画によっている。そして、これらの企業のニーズや不動産開発事業者の戦略は国内外の社会・経済情勢の変化を受ける形で変動することとなる。

なお、空室率や賃料などの水準やその動きも、オフィスを探すテナント企業や、オフィスを開発する不動産開発事業者の意思決定に影響を及ぼすものである（【図表1】では破線で示してある）。

前述のとおり、新たな空室の発生は、主にテナントの退去や新築物件の竣工がきっかけとなる。しかしこの両者を比較しても、たとえば新築物件は数年前の需要予測に基づき計画されているものである一方、テナント退去は比較的足元の企業活動や彼らの将来的な不動産戦略を背景としているように、一口に「空室が増加した」といってもその背景となる時間軸に違いがある。加えて、テナントが退去する理由も、より広いスペースへの移転を目的とした前向き移転もあれば、コストカットなどの消極移転もあるというように、その中身は様々である。

さらに視点を広げると、老朽化した物件の空室増加は、今後「空きビル問題」として、個別不動産の所有者や利用者だけでなく、社会全体にとっても大きな問題となりうる可能性を秘めている。

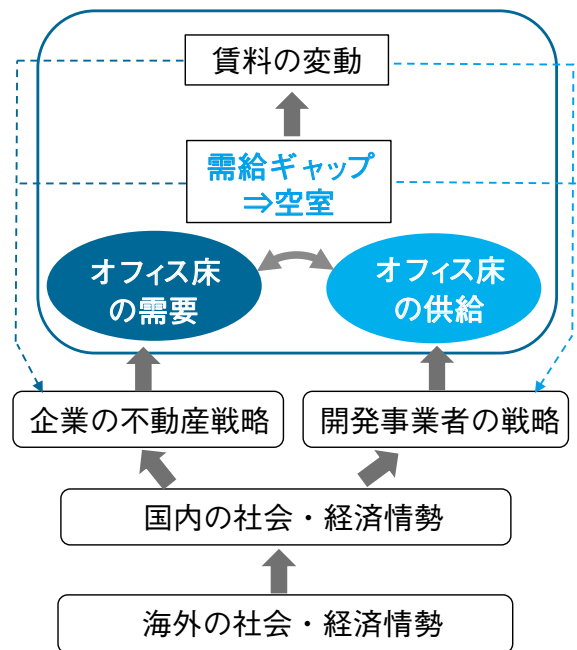
このように、「空室」は需要の強さや中身、供給の過不足などを反映して生まれてくるものであり、空室について正しく理解することは、オフィスマーケットの現状や今後を考えるうえで極めて重要なことである。

現在、世の中に存在する空室関連指標を確認すると、最も一般的で馴染みがあるものは「空

室率」である。空室率は需給ギャップの大きさを割合で示したものであり、その水準や時系列変化がマーケットの良し悪しを判断する指標となっている。空室率の低さは空室在庫の少なさを表し、前述のとおり、賃料変化への圧力となる。

空室率は1つの率で示されることから分かりやすいものの、それが表すものは特定時点における需給ギャップの結果であり、スナップショットであることに留意する必要がある。仮に空室率が低下した場合、その背景として1つには需要の拡大が考えられるが、単に新規供給が少なかったことも考えられる。逆も同様であり、空室率の上昇は大型新築物件の供給が原因となっていることもあれば、需要の縮小を背景としていることもある。このように空室率だけでは需給の動きが分からないというデメリットがある。

図表1 オフィス賃貸市場のメカニズム



空室関連指標のうち、需要の強さをターゲットにしている指標として「ネットアブソープション」がある。これは特定期間におけるオフィスの稼働床の増減を表しており、稼働床の増加が多いときは需要が強く、増加が少なかったり減少したりしているときは需要が弱いとされる。

空室率もネットアブソープションも、その時系列変化を追うことで不動産市場における需給バランスの変化について知ることができる。本稿では、さらに一歩進んでその変化の中身について深掘し、需要と供給とに分解して見ることで、これまでデータとして示されてこなかったマーケットの一面を明らかにする。以下、①空室増減量調査、②空室消化率、③空室増減量の特徴分析、④空室ストックの特徴分析の4つを紹介する。

2. 空室に着目した 新しい指標・分析

① 空室増減量調査(空室の発生・ 消化ボリュームを測る)

オフィスマーケットにおける需要と供給の強弱は、そのギャップである空室の動きから推し量ることができる。そこで、ザイマックス総研では、東京23区のオフィスを対象に、期間中に生じた(増加した)空室面積と消化された(減少した)空室面積を月単位で調査したうえで四半期ごとに集計し、「空室増減量」としてまとめて本年1月に公表をおこなった。

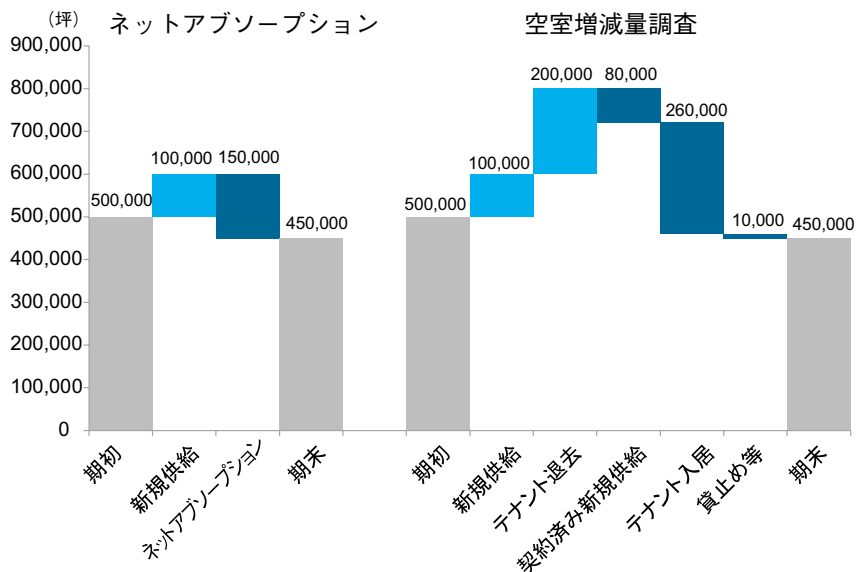
本調査では、ザイマックスグループが独自に収集した空室データを用い、空室増加面積と空室減少面積を算出している。なお、館内増床は空室として市場に出てこないため、含まれない。それぞれの定義は次のとおりである。

空室増加面積：前月末時点では入居中(空室募集が出ていない状態)であったが、当月末時点では空室(募集中)であった面積。既存テナントの退去面積のほかに、新規竣工物件の総賃貸面積も含む。

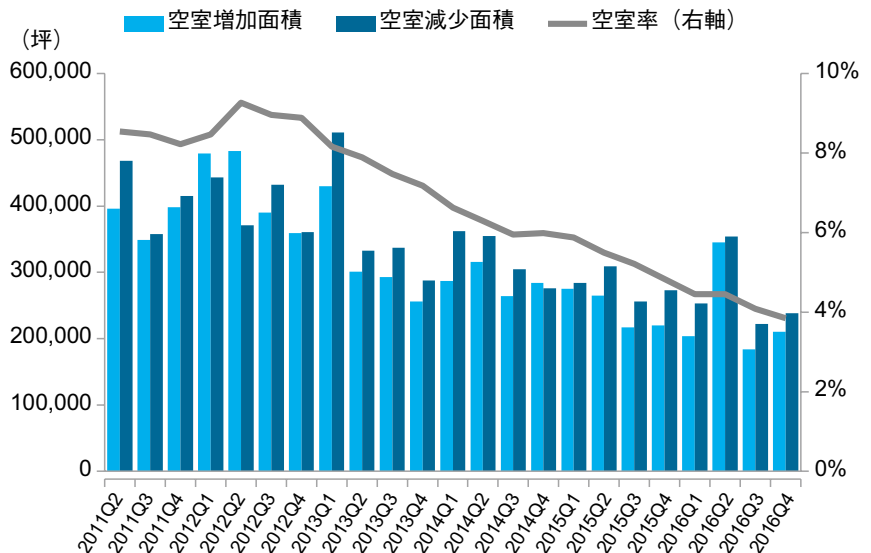
空室減少面積：前月末時点で空室(募集中)であったが、当月末時点では入居中(空室募集が出ていない状態)であった面積。既存物件のテナント入居面積のほかに、新規竣工物件において竣工時点で入居が決まっている面積、既存物件の空室のうち貸止めされた面積を含む。滅失については貸止めに含まれる。

空室増減量調査は、ネットアブソー

図表2 ネットアブソープションと空室増減量調査のちがい



図表3 空室増減量調査(東京23区)



プション(期初の稼働床と新規供給の合計から期末の稼働床を差し引き、需要の強さを計算)と考え方は似ているが、本調査では空室の増加量・減少量を区画単位の面積ベースで加減して集計しており、また新規竣工物件の空室に加えて既存物件から生じた空室も調査対象に加えている点でより詳しい分析となっている【図表2】。

このようにして集計した空室増減量

が【図表3】である。四半期ごとの増減量(坪)を棒グラフで表しており、空室減少面積(棒グラフ右)が空室増加面積(棒グラフ左)を上回っているときは、空室率が低下する。逆に、空室増加面積が減少面積を上回っているときは、空室率が上昇する。空室在庫が少なくなっていくにつれて、増減の動きは小さくなる傾向にある。

2012年の前半は新規供給が多く、空室増加が空室減少を上回り、空室

率は上昇した。その後、2013年は既存物件の空室消化が進み、空室減少が空室増加を上回った結果、空室率は下降し、以降も同様の傾向が続いている。2016Q2では、空室率はその前の期と比較してほぼ横ばいだが、空室増減量を見ると、空室増加量（供給量）が前後の期間と比較して多く、さらにそれを吸収するだけの需要も十分にあったことがうかがえる。

② 空室消化率（空室の消化スピードを測る）

上記の①空室増減量調査は、期間中における空室の「量」に着目することで空室のボリュームの変化を掴もうというものである。①と同じデータを用いて、空室在庫のうち、期間中に消化されている割合を計算し、「空室消化率」として示した。

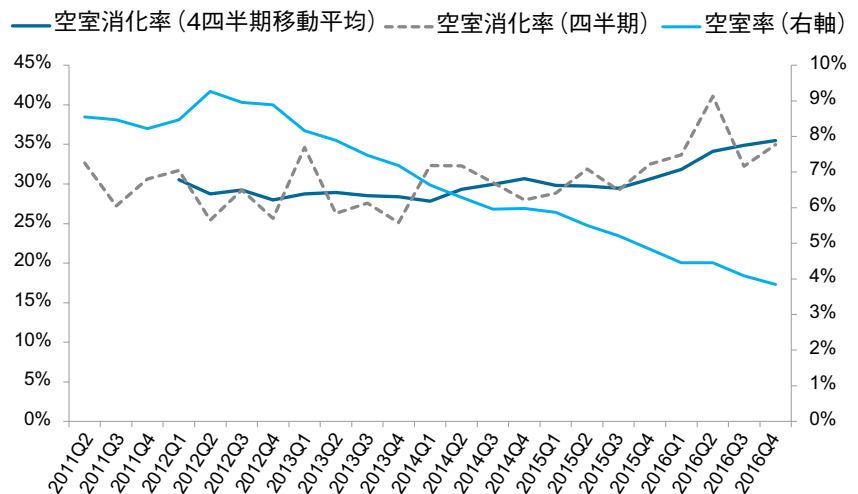
空室消化率は、次の計算式により求めることとする。

空室消化率＝

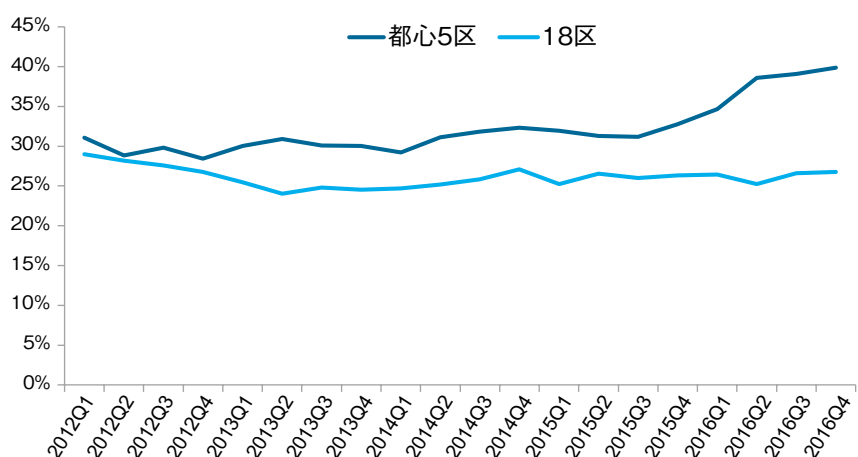
期間中の空室減少面積÷（期初空室面積＋期間中の空室増加面積）

前述のとおり、空室率や成約賃料の上下によってマーケットの状況や変化の方向性を把握することはできるが、それでは測れないものとして市場の「スピード感」や「活発度」がある。本指標は、期間中におけるすべての空室ストック（期初に存在していた空室在庫に、期間中に増えた空室在庫を足した、空室ストックの総量）のうち、消化された割合を把握することで、マーケットの需要の強さや空室消化のスピードを測ろうとするものである。

図表 4 空室消化率（東京 23 区）



図表 5 空室消化率（エリア別・4 四半期移動平均）



る。他の指標同様、長期的な時系列変化を確認することにより、中長期的な時間軸での需給バランスを推し量る材料としても利用できる。

【図表 4】は 23 区全体における空室消化率を表したグラフである。四半期の消化率（破線）は大規模供給による影響を受けて多少の上下が見られるが、一年間（4 四半期）の移動平均を見ると中期的な傾向が確認できる。

この結果から、全期間を通して、毎期約 3 割の空室ストックが安定的

に消化されていることがわかる。また、時系列の変化を追うと消化率は緩やかに上昇傾向であることがうかがえる。空室増減量調査でも確認したとおり、全体としての空室在庫は減少しているが、少ない在庫の中でも底堅い需要があり、市場に放出された新規空室（新規供給、既存物件の退去区画）も一定水準で消化されていることがわかる。

次に、【図表 5】で都心 5 区と周辺 18 区とに分けたエリア別の空室消化率を見てみる。

5区は18区と比較すると消化率が高く、足元では4割近くまで上昇するなど、その差は大きくなってきている。空室率が低下し、空室在庫が減少している一方で十分な需要があり、新たな空室に対する感応度が高くなっていることがうかがえる。また、18区においても堅調に一定水準で消化が進んでいることもわかる。

続いて、【図表6】は新築物件（竣工後1年未満のもの）と既存物件（築1～20年、20年以上）の消化率を比較したものである。

新築物件は物件の個性が強く出る傾向があり、そのため変動が大きくなっているが、全体的な水準としては既存物件よりも高く、約6割前後で推移している。

築1～20年の物件と築20年以上の物件を比較すると、築1～20年が約3割、築20年以上の物件は約2割～3割と、築浅物件のほうが若干消化率が高いものの、その差は小さく、また足元の傾向としては差が縮まってきている。

③ 空室増減量の特徴分析（増減している空室の特徴をとらえる）

ここまでの、空室増減量や空室消化率から、取引される空室の量やスピードを見てきた。次に、市場で取引されている空室にはどのような特徴があるのかを見てみる。

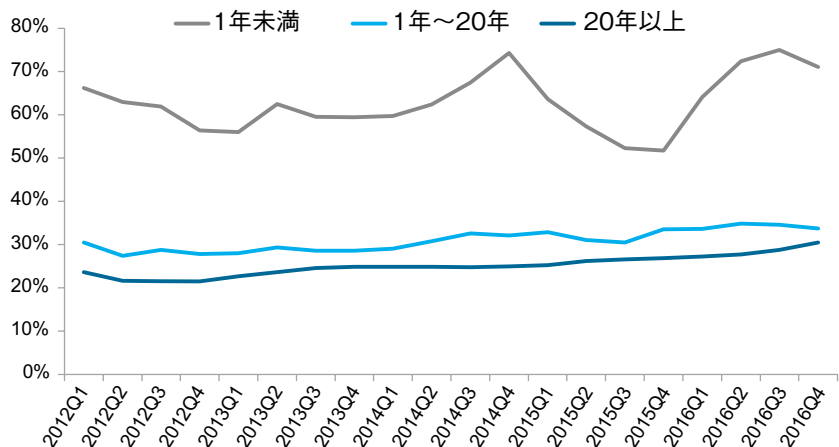
増減している新築以外の空室の特徴を明らかにするために、空室増減量調査に用いたデータのうち、築1年以上の既存物件を対象として、エリア別（都心5区・周辺18区）・物件規模別（大規模・中小規模）の割合および増加した空室区画と減少した空室区画の平均面積の分析を行った。な

お、大規模は延床5,000坪以上、中小規模は延床5,000坪未満の物件とした。

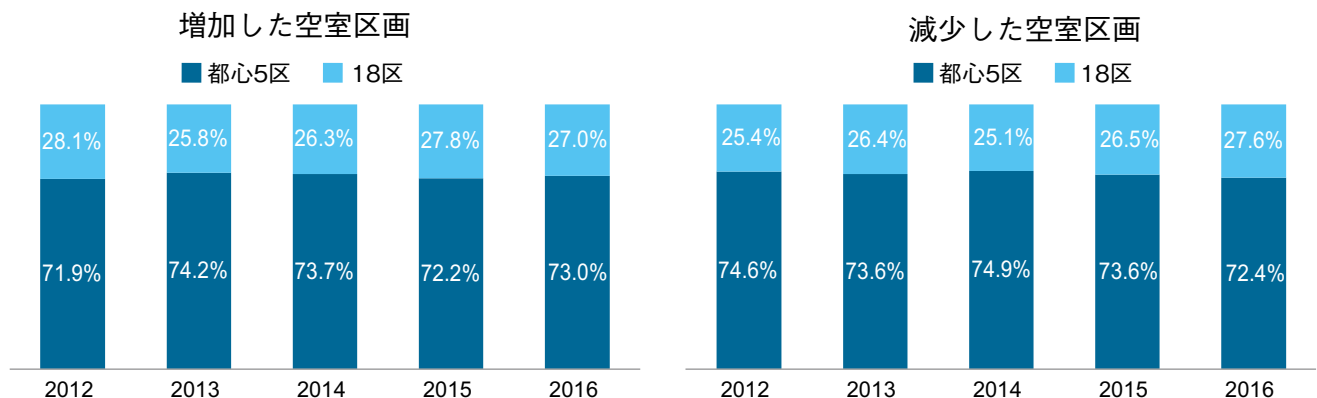
この分析では、市場に存在する空室1区画を1商品と捉え、「面積」ではなく「空室区画数」で集計を行った。また、より傾向が確認しやすい年ごとの集計を行っているため、2012年からの集計としている。

【図表7】では、増加した空室区画と、減少した空室区画におけるエリア別の割合を示している。どちらにおいても、都心5区が7割強となっており、年によっても大きな変化は見られない。

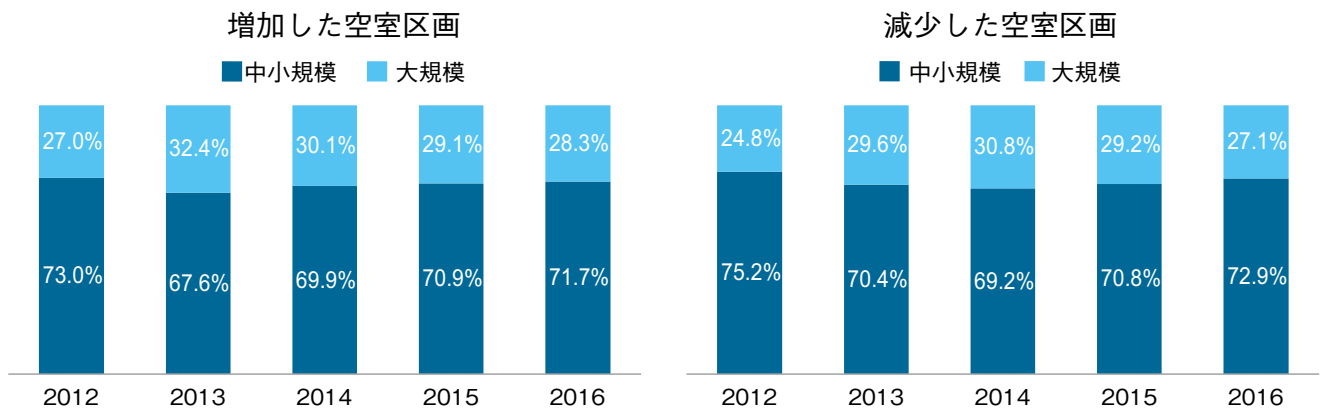
図表6 空室消化率（築年別・4 四半期移動平均）



図表7 増減した空室区画のエリア別の内訳



図表8 増減した空室区画の規模別内訳

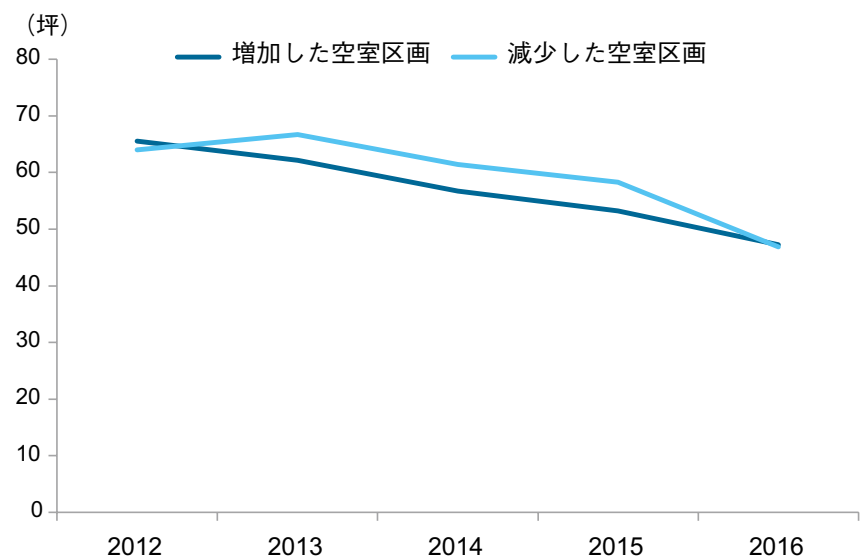


次に、物件規模別の集計を行った【図表8】。なお、延床面積が不明の物件は集計から除いている。大規模物件の区画が3割弱、中小規模物件の区画が7割強となっている。年ごとにみると、2012年の大量供給の影響によりテナント入れ替えが進んだと思われる2013年は、大規模物件の増加および減少が多くなっていたものの、全体としてはその割合はほぼ一定である。

物件規模による割合はあまり変わらないが、実際にテナントが入居する区画の面積はどう変化してきたのであろうか。増加した空室区画、減少した空室区画について、区画面積を各年で平均した【図表9】。

2012年以降、取引される区画の平均面積は小さくなる傾向にある。これは、空室ストックのうち、大きな区画の在庫が減ってきており、より小さい区画の取引が増えているためと考えられる。また、区画の平均面積を比較すると、減少した区画のほうがわずかに大きいことから、テナントには現状よりも大きい区画に移転したいニーズがあることがうかがえる。実際の現場においても、ワンフロアへの集約移転が

図表9 平均区画面積



難しく、複数フロアに分かれて入居したり、分室を作ったりするなどといったケースが増えてきている。

④ 空室ストックの特徴分析(空室ストックの特徴をとらえる)

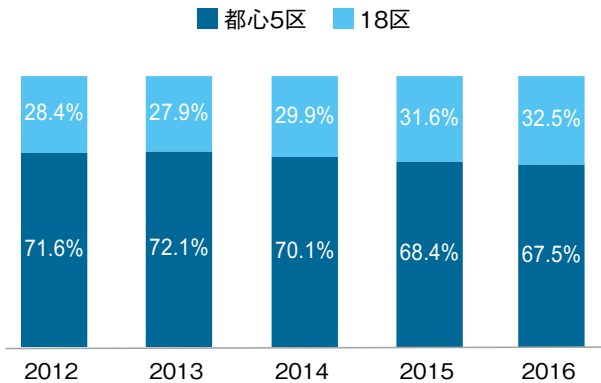
このように空室が動いた結果、空室ストックの中身はどのように変化したのだろうか。空室増減量の集計に用いたデータを使い、各年における期末時点の空室在庫について、その特徴をみた。ここでも空室の数を見るため、「面積」ではなく、空室の「区画数」を集計している。

空室区画数は2012年以降、空室率の低下に伴って減少しており、2016年は2012年の半分程度となっている。

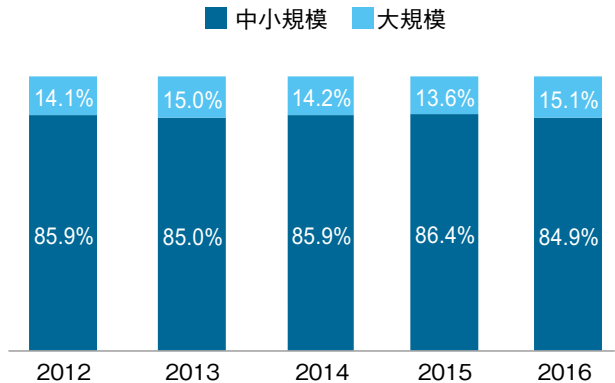
特徴的なところでは、エリア別にみた結果、都心5区の空室ストックの割合が減少傾向にあることが確認できた【図表10】。都心5区の空室消化率が周辺18区に比べて高いことから、空室の消化スピードが速く、結果として5区の空室ストックの割合が減少していると考えられる。

物件規模の内訳は2012年以降、大規模物件の区画が15%前後、中

図表 10 空室ストックのエリア別内訳



図表 11 空室ストックの物件規模別内訳



小規模物件の区画が85%前後と安定して推移している【図表11】。

区画の面積で集計すると、2012年以降50坪未満の小さな区画の割合が増加している【図表12】。区画数でみると、50坪～300坪未満の手頃なサイズの区画はこの5年間で半分以上となっていた。

おわりに

本稿では空室に関する4つの指標・分析を紹介した。①空室増減量や②空室消化率は、新たにマーケットの「活発度」を捉える材料として利用できると考えている。たとえば、空室率や成約賃料に変化がない場合でも、実際の成約面積が多ければマーケットは活発であると言えるだろう。逆に空室率が下がっていても、そもそもの成約面積が少なければ、マーケットの活発度が低下しているおそれがあり、今後の動向を注意深く見ていく必要があるだろう。

また、オフィスマーケットは様々な立地・規模・築年数などの個性を持った個別物件の集合体であり、一口に空室率が低下・上昇した、あるいは成約

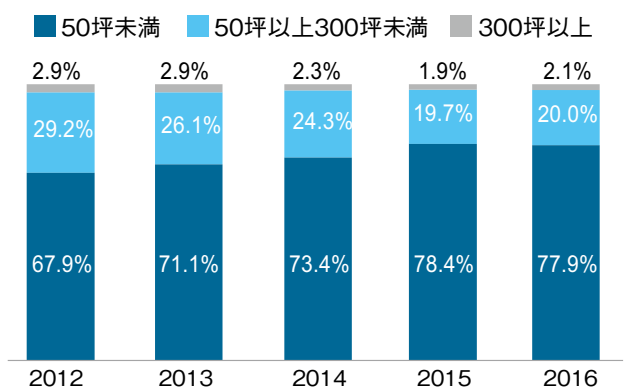
賃料が上がった・下がったと言ってもその中身は画一的に解釈できるものではない。したがって、③と④の特徴分析で行ったように、空室在庫の特徴やその変化などを追うことで、現在の市場の商品力を

測るとともに、マーケットに起きている変化を把握することは、市場の透明性を高めることに加え、より正しく予測を立てるうえでも重要となってくるだろう。

我が国では、専ら空室率が重視されているが、海外では空室に関する様々な指標が用いられており、我が国においても、実務のレベルアップと透明性の観点から、その充実が急務といえる。本稿はその一助となれば幸いである。

なお、本稿において紹介した指標・分析は「空室」という、いわば「商品在庫」に焦点を当てたものであり、取引が行われた（成約した）結果

図表 12 空室ストックの区画面積別内訳



を反映している。すなわち、調査に表れるのは「顕在需要」である。その一方で、空室消化率の上昇などから鑑みるに、空室在庫が減ってきているために移転したくてもできないテナントの需要、すなわち「潜在需要」も一定量あると推測されるが、これらについては本調査では把握することができない。

今回は、「空室増減量」を切り口に、空室について深掘りした分析を行った。ザイマックス総研では、四半期ごとにオフィスマーケットレポートをホームページで発表しているが、これらのほかにも、テナントの需要にフォーカスしたアンケート調査や、供給面で

は新規供給量調査、ストックについてはオフィスピラミッドなども発表しており、それらと組み合わせてみることでマーケットの需給をより多面的にとらえ

ることができると思う。今後とも、マーケットの透明性を高めるべく、有用な指標の開発や情報の発信を行っていくつもりである。

※本稿中の図表は、すべて株式会社ザイマックス不動産総合研究所による作成
※端数処理のためパーセンテージの合計が100%にならない場合がある。

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。

わたなべ まどか

2002年ザイマックスグループ入社。オフィスビルの会計管理業務に従事した後、情報システム部にてグループ内運営管理物件の基幹システム開発やデータベース管理業務に従事。2013年より株式会社ザイマックス不動産マーケティング研究所（現・ザイマックス不動産総合研究所）にて調査・研究業務に従事。主にオフィスビルにおける契約・会計関連データを利用した指標開発業務を担当。京都大学法学部卒業。

きくざわ きょうこ

2015年ザイマックスグループ入社。株式会社ザイマックス不動産総合研究所にて主にオフィス市場分析・ビルエネルギーに関する調査研究・賃貸管理データを用いた指標開発を担当。京都大学大学院農学研究科農学専攻修士課程修了。

岡野先生の不動産歴史探訪 ②4

鉄道会社の 不動産事業 ～東京近郊編～



岡野 淳

青山リアルティ・アドバイザーズ株式会社 顧問
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。
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、鉄道会社が我が国の不動産事業に果たしてきた様子を、阪急電鉄の歴史を振り返ることで垣間見てみました。ご存知の通り、阪急電鉄は関西圏の鉄道会社ですので、今回は東京近郊の鉄道会社の歴史から、東京周辺に於ける鉄道会社の不動産開発の歴史を振り返ってみたいと思います。

東京近郊の大手私鉄と言えば、京急・東急・小田急・京王・西武・東武・京成（東京メトロも私鉄ではありますが、昔は帝都高速度交通営団といい、現在も国と東京都が株主の会社なので、今回は、私鉄の仲間からは外れてもらいましょう!）となるかと思いますが、日本で一番古い私鉄は南海ですが、各社のホームページ等によれば、東京近郊で一番古いのは京急となるようです。

さて、京急は1899年（明治32年）に六郷橋から川崎大師を結ぶ路線を開通させて営業を開始、その5年後には品川までが開通します。同社のホームページによると、当時は鉄道の運行のため発電事業も行っており、余剰電力によって近郊の工場誘致が進んだ結果、その工場へ勤務する人たちのための住宅ニーズを取り込むべく住宅開発事業に乗り出したようです。写真1は京急が最初に手掛けた、現在の生麦近郊の宅地開発の区画図です。同社は京浜工業地帯の発達や、今もドル箱路線だと思われる羽田空港へのアクセスといった、産業の発達を背景として、不動産開発と共に成長してきた鉄道会社といえるでしょう。

一方、西の阪急に対し、田園都市の開発を背景に鉄道力を発揮してきた会社としては、やはり東急が挙げられるかと思いますが、ちょっと古いですが、かつて「田園調布に家が建つ」という言葉が流行したように、高級住宅街として有名な東急東横線「田園調布」駅周辺の住宅開発は、郊外の宅地開発の代表的な事例といえるでしょう。

元々は鉄道ありきではなく、地元の地主さん達が、自分たちの土地を提供し、鉄道を誘致することで、資産価値の上昇が期待できると考え始めたのがきっかけだったようです。勿論、その実行のため

には強力なリーダーシップと資金の確保が必要とされたことは言うまでもありません。当時、政財界を引退していたとはいえ、米国などの海外に於ける田園都市の開発の様子を視察し、その重要性を認識していた渋沢栄一氏も地主さん達と同様、田園都市開発の構想を練っていたようで、両者の思惑は見事に一致することになります。時は大正時代、1918年（大正7年）に田園都市会社を設立（写真2は同会社の設立者達の写真です）した後、調布・玉川・碑衾・平塚・馬込・池上など約48万坪の土地を買収し、住宅地として分譲を行っていきました。田園調布もその中の一つとして開発・分譲されたものでした（写真3は開発前の田園調布の写真です）。東京急行50年史によると、田園都市とは「自然を多分に取り入れた都会である」と、渋沢栄一氏は語っていると記されています。経済的にも精神的にも豊かな生活を送るというのは、こういうことなのかもしれません。現在のデベロッパーの開発にもこうした先人達の考え方が脈々と受け継がれていると感じざるを得ませんね。

ところで、積極的に鉄道の敷設を誘致し、新しい田園住宅地の開発を志した地域があるかと思えば、それとは異なった考え方をしていた地域もあったようです。筆者は昭和30年代から長らく田無（現在の西東京市）に居住していました。40年以上も前のことですが、自分の住んでいる町の歴史を調べる機会があり、中央線が現在の武蔵境ではなく田無を通る計画があったという記録を見たことがあります。田無は江戸時代から青梅の石灰石を内藤新宿に運ぶための宿場町として栄えていましたが、武蔵境の周辺は畑だけが広がる閑散とした地域で、人口集積のある田無周辺を通すというのは自然の発想だったと思います。しかし、当時の住民は蒸気機関車の排煙による環境悪化を嫌い、計画案に反対した結果、中央線は新宿から一直線の路線になったようです。当時も色々な考え方があり面白いと思う反面、現在でもそうですが、不動産開発に於ける地域住民の理解の重要性を考

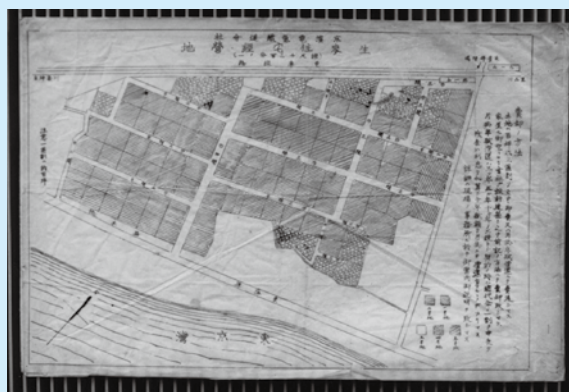


写真1 大正3年に販売開始した初の分譲住宅地、生麦住宅地の区画図（京急電鉄 提供）



写真2 出典：東京急行電鉄50年史（昭和48年4月発行）P48



写真3 出典：東京急行電鉄50年史（昭和48年4月発行）P50

えさせられます。

因みに、その時のお陰なのかは分かりませんが、小職の家族が初めて田無に越してきた昭和30年代初期でも、東伏見（西武新宿線で、田無の2つ新宿寄りの駅です）にあった早稲田大学の乗馬部が近所に遠乗りに来ていたとも聞きました。今でこそ住宅地ですが、当時は青梅街道も殆ど車は走っておらず、現在の様子とは天と地ほどの差があります。その様な状況の場所だったからこそ、筆者の両親は田無に家を持てたのかもしれませんが・・・。

2017年個人情報保護法改正 ～改正の概要及び改正に伴う態勢整備～



井上 博登

長島・大野・常松法律事務所
弁護士

2017年5月30日をもって、個人情報の保護に関する法律(以下「個人情報保護法」といい、改正前のものを「現行法」、改正後のものを「改正法」という。)が大幅に改正される。これまでは、保有する個人情報によって識別される個人の数が5,000人以下の小規模事業者^{注1}については個人情報取扱事業者にあたらないものとされ、個人情報保護法の各種規制の適用対象から除外されていたが、2017年5月30日以降は全ての事業者に適用が広げられる。不動産証券化関連業務に携わる事業者は規模の大小様々であろうが、これまで適用の除外を受けてきた事業者は新たに個人情報保護法に対する対応が求められ、また、既に個人情報保護法の適用を受けて対応済みであった事業者も改正による対応が必要となる。改正の概要、改正後の個人情報保護法の枠組みを概観し、改正法の下での要対応事項についてご紹介したい。

1. 改正の概要

個人情報の保護に関する法律及び行政手続における特定の個人を識別するための番号の利用等に関する法律の一部を改正する法律(平成27年9月9日法律第65号)が2015年9月9日に公布され、2017年5月30日に施行されることとなった。これにより、個人情報保護法が大幅に改正される。

個人情報の取扱いについて懸念が広がっていることから、個人情報の流通経路を辿ることができるようにし、不正な個人情報の流通を防止する一方、ビッグデータの活用が求められる中、個人情報として取り扱うべき範囲が曖昧であるために、活用が進まないという指摘を受け、個人情報の定義を明確化し、匿名化された情報については活用ができるようにすること等が挙げられている。

改正の背景としては、名簿の流出などにより、個

主要な改正事項は以下の通りである。

注1

改正前の個人情報の保護に関する法律施行令第2条

法第二条第三項第五号の政令で定める者は、その事業の用に供する個人情報データベース等を構成する個人情報によって識別される特定の個人の数(中略)の合計が過去六月以内のいずれの日においても五千を超えない者とする。

(後略)

(1) 個人情報の定義の明確化

現行法では、「個人情報」とは、「生存する個人に関する情報であつて、当該情報に含まれる氏名、生年月日その他の記述等により特定の個人を識別することができるもの(他の情報と容易に照合することができ、それにより特定の個人を識別することができることとなるものを含む。)」をいうものとされているが、改正法では、下記のように「当該情報に含まれる氏名、生年月日その他の記述等」「により特定の個人を識別することができるもの(他の情報と容易に照合することができ、それにより特定の個人を識別することができることとなるものを含む。)」に加えて、「個人識別符号が含まれるもの」を個人情報として定義し、指紋データや顔認識データ、パスポート番号、運転免許証番号等が個人情報に含まれることが明確化された。

改正法第2条

1 この法律において「個人情報」とは、生存する個人に関する情報であつて、次の各号のいずれかに該当するものをいう。

一 当該情報に含まれる氏名、生年月日その他の記述等(文書、図画若しくは電磁的記録(電磁的方式(電子的方式、磁気的方式その他の人の知覚によっては認識することができない方式をいう。次項第2号において同じ。))で作られる記録をいう。第18条第2項において同じ。))に記載され、若しくは記録され、又は音声、動作その他の方法を用いて表された一切の事項(個人識別符号を除く。)をいう。以下同じ。)により特定の個人を識別することができるもの(他の情報と容易に照合することができ、それにより特定の個人を識別することができることとなるものを含む。)

二 個人識別符号が含まれるもの

2 この法律において「個人識別符号」とは、次の各号のいずれかに該当する文字、番号、記号

その他の符号のうち、政令で定めるものをいう。

一 特定の個人の身体の一部の特徴を電子計算機の用に供するために変換した文字、番号、記号その他の符号であつて、当該特定の個人を識別することができるもの

二 個人に提供される役務の利用若しくは個人に販売される商品の購入に関し割り当てられ、又は個人に発行されるカードその他の書類に記載され、若しくは電磁的方式により記録された文字、番号、記号その他の符号であつて、その利用者若しくは購入者又は発行を受ける者ごとに異なるものとなるように割り当てられ、又は記載され、若しくは記録されることにより、特定の利用者若しくは購入者又は発行を受ける者を識別することができるもの

(2) 要配慮個人情報

人種、信条、病歴等が含まれる個人情報については、要配慮個人情報として、原則として本人の同意を得た場合に限り取得できるものとし、また、本人の同意を得ないオプトアウトによる第三者提供^{注2}も認められないものとした。

改正法第2条第3項

この法律において「要配慮個人情報」とは、本人の人種、信条、社会的身分、病歴、犯罪の経歴、犯罪により害を被った事実その他本人に対する不当な差別、偏見その他の不利益が生じないようにその取扱いに特に配慮を要するものとして政令で定める記述等が含まれる個人情報をいう。

(3) 匿名加工情報

特定の個人を識別することができないよう個人情報を加工したものを匿名加工情報と定義し、その加工方法・加工基準を定めることにより、匿名化された情報の利活用を促進する枠組みが導入された。

注2

下記2.(3) 参照

(4) トレーサビリティの確保

個人データの提供者は、受領者の氏名等を記録する義務を負うものとされ、また、受領者も提供者の氏名やデータ取得経緯等を確認し、記録する義務を負うものとされた。

(5) オプトアウトによる第三者提供の厳格化

オプトアウトによる個人データの第三者提供をしようとする場合、データの項目等を個人情報保護委員会へ届け出るものとされ、また、個人情報保護委員会は、その内容を公表するものとされた。

(6) 小規模取扱事業者への対応

これまでは保有する個人情報によって識別される個人数が5,000人以下の小規模事業者については個人情報取扱事業者には該当しないものとされ、実質的に個人情報保護法の適用が除外されてきたが、そのような事業者についても個人情報取扱事業者に該当することとなり、個人情報保護法への対応が求められることとなった。

2. 個人情報取扱事業者となる者が負うこととなる義務の概要

個人情報データベース等^{注3}を事業に用いることとした場合、個人情報取扱事業者^{注4}として個人情報保護法の適用を受けることとなる。「個人情報データベース等」は、改正法第2条第4項に定義されてい

るが、個人情報保護委員会作成「個人情報の保護に関する法律についてのガイドライン(通則編)」(平成28年11月版)(以下「ガイドライン」という。)は、これにつき、『個人情報データベース等』とは、特定の個人情報をコンピュータを用いて検索することができるように体系的に構成した、個人情報を含む情報の集合物をいう。また、コンピュータを用いていない場合であっても、紙面で処理した個人情報を一定の規則(例えば、五十音順等)に従って整理・分類し、特定の個人情報を容易に検索することができるよう、目次、索引、符号等を付し、他人によっても容易に検索可能な状態に置いているものも該当する。」と説明しており、さらに、個人情報データベース等に該当する事例として、①電子メールソフトに保管されているメールアドレス帳(メールアドレスと氏名を組み合わせた情報を入力している場合)、②インターネットサービスにおいて、ユーザーが利用したサービスに係るログ情報がユーザーIDによって整理され保管されている電子ファイル(ユーザーIDと個人情報を容易に照合することができる場合)、③従業員が、名刺の情報を業務用パソコン(所有者を問わない。)の表計算ソフト等を用いて入力・整理している場合、④人材派遣会社が登録カードを、氏名の五十音順に整理し、五十音順のインデックスを付してファイルしている場合を例として挙げており、従業員、取引先担当者の情報をコンピュータを用いて管理したり、個人テナントの情報をレントロール等で管理したりしている場合には通常該当することとなろう。

注3

改正法第2条第4項

この法律において「個人情報データベース等」とは、個人情報を含む情報の集合物であって、次に掲げるもの(利用方法からみて個人の権利利益を害するおそれが少ないものとして政令で定めるものを除く。)をいう。

- 一 特定の個人情報を電子計算機を用いて検索することができるように体系的に構成したもの
- 二 前号に掲げるもののほか、特定の個人情報を容易に検索することができるように体系的に構成したものとして政令で定めるもの

注4

改正法第2条第5項

この法律において「個人情報取扱事業者」とは、個人情報データベース等を事業の用に供している者をいう。ただし、次に掲げる者を除く。

- 一 国の機関
- 二 地方公共団体
- 三 独立行政法人等(独立行政法人等の保有する個人情報の保護に関する法律(平成15年法律第59号)第2条第1項に規定する独立行政法人等をいう。以下同じ。)
- 四 地方独立行政法人(地方独立行政法人法(平成15年法律第118号)第2条第1項に規定する地方独立行政法人をいう。以下同じ。)

個人情報取扱事業者となった場合、大要以下のような義務を負うこととなる。

(1) 個人情報の取得に関連する対応

個人情報取扱事業者は、個人情報の利用目的をできる限り特定し(改正法第15条)、個人情報の取得にあたっては原則として利用目的を本人に通知し、又は公表しなければならない(改正法第18条第1項)。また、本人から直接書面等で個人情報を取得する場合には、原則としてその利用目的を明示しなければならない(改正法第18条第2項)、利用目的の範囲を超えた利用を行うには、原則として事前の本人の同意が必要とされる(改正法第16条第1項)。個人情報取扱事業者は、偽りその他不正な手段により個人情報を取得してはならず(改正法第17条第1項)、また、要配慮個人情報については原則として事前の本人の同意なくして取得してはならないものとされる(改正法第17条第2項)。

(2) 個人情報の管理に関連する対応

個人情報取扱事業者は、個人データの安全管理のために必要かつ適切な措置を講じなければならない(改正法第20条)、その従業者及び委託先に対して必要かつ適切な監督を行わなければならない(改正法第21条及び第22条)。また、利用目的の達成に必要な範囲内において、個人データを正確かつ最新の内容に保つとともに、利用する必要がなくなったときは、当該個人データを遅滞なく消去するよう努めなければならないものとされる(改正法第19条)。

(3) 個人情報の第三者に対する提供に関連する対応

個人情報取扱事業者が個人データを第三者に提供するには、原則として、事前の本人の同意が必要とされる(改正法第23条第1項)。但し、第三者に提供される個人データ(要配慮個人情報を除く。)について、本人の求めに応じて当該本人が識別される個人データの第三者への提供を停止することとしている場合であって、一定の事項につき、あらかじめ、

本人に通知し、又は本人が容易に知り得る状態に置くとともに、個人情報保護委員会に届け出たときは、個人データを第三者に提供することができるものとされる(改正法第23条第2項。いわゆるオプトアウトによる第三者提供)。

また、委託、合併等、共同利用に伴う提供については第三者提供にあたらないものとされている(改正法第23条第5項)。

また、個人データを第三者に提供した個人情報取扱事業者は、原則として、受領した者の氏名等を記録する義務を負うものとされ、また、受領した個人情報取扱事業者も提供者の氏名やデータ取得経緯等を確認し、記録する義務を負う(改正法第25条及び第26条)。

(4) 保有個人データへの本人の関与に対する対応

個人情報取扱事業者は、本人から求められたときは、原則として、保有個人データの利用目的を通知しなければならない(改正法第27条第2項)。また、本人から請求を受けたときは、原則として、本人に対し、保有個人データを開示しなければならない(改正法第28条)。また、保有個人データの内容が事実でないときは、原則として、本人からの請求に従い、内容の訂正等を行わなければならない(改正法第29条)。また、利用目的による制限(改正法第16条)、適正な取得(改正法第17条)、第三者提供の制限(第23条第1項及び第24条)に違反していることが判明したときは、原則として、本人からの請求に従い、利用停止等を行わなければならない(改正法第30条)。

3. 具体的な対応事項

個人情報取扱事業者に該当することとなった場合の対応事項としては以下のようなものが考えられる。

(1) 個人情報の利用目的の通知態勢の確立又は利用目的の公表

まず、個人情報取扱事業者としては、個人情報の

利用目的を定め、個人情報を取得した場合に個別に通知できる態勢を整えるか、利用目的を公表する必要がある。

ガイドラインによれば、ここでいう「公表」とは、広く一般に自己の意思を知らせること(不特定多数の人々が知ることができるように発表すること)をいい、公表に当たっては、事業の性質及び個人情報の取扱状況に応じ、合理的かつ適切な方法によらなければならない。

ガイドラインは「公表」にあたる事例として①自社のホームページのトップページから1回程度の操作で到達できる場所への掲載、②自社の店舗や事務所等、顧客が訪れることが想定される場所におけるポスター等の掲示、パンフレット等の備置き・配布、③(通信販売の場合)通信販売用のパンフレット・カタログ等への掲載を挙げている。

個人情報の利用目的の範囲を超えた利用を行うには、原則として事前の本人の同意が必要とされることから、利用目的はできる限り特定しつつも、予想される利用目的を広く想定しながら策定する必要がある。新規に作成するのであれば、各種不動産関連事業者の利用目的がホームページで公開されているため、参考とすることができるであろう。

また、書面により本人から個人情報を取得する場合にはあらかじめその利用目的を明示しなければならないため、そのような形で個人情報を取得する場面が想定される場合には、利用目的を明記した書面を本人に手渡すなどの対応が取れるよう準備しておく必要がある。

(2) 安全管理措置

前述の通り、個人情報取扱事業者は、個人データの安全管理のために必要かつ適切な措置を講じな

ければならない(改正法第20条)が、具体的な対応についてはガイドラインに詳細な記載がある。

ガイドラインでは、中小規模の事業者が大規模な事業者と同様の対応を行うことに苦慮する可能性があることに配慮し、全ての事業者に一律に同程度の対応を求めることをせず、中小規模事業者が取るべき措置とその他の事業者の事業者が取るべき措置の双方を提示している。

(ア) 基本方針の策定

ガイドラインでは、基本方針の策定が重要であるとされている。具体的に定める項目の例としては、「事業者の名称」、「関係法令・ガイドライン等の遵守」、「安全管理措置に関する事項」、「質問及び苦情処理の窓口」等が考えられるとされている。いわゆるプライバシーポリシーを策定済であれば、それを基本方針とすることができると考えられるが、未策定の場合には新たに策定が必要となる。

(イ) 個人データの取扱いに係る規律の整備

ガイドラインでは、個人情報取扱事業者は、その取り扱う個人データの漏えい等の防止その他の個人データの安全管理のために、個人データの具体的な取扱いに係る規律を整備しなければならないとされており、個人データの取扱いに係る内規の策定が必要となる。既に個人情報保護規程等の規程を策定済の事業者においても、法令の改正に合わせた変更が必要となると考えられる。

(ウ) 各種安全管理措置

ガイドラインでは、組織的安全管理措置、人的安全管理措置、物理的安全管理措置及び技術的安全管理措置として、次頁表記載の措置を講じなければならないものとしている。

講じなければならない措置	手法の例示	中小規模事業者における手法の例示
Ⅲ組織的安全管理措置		
①組織体制の整備	(組織体制として整備する項目の例) ・ 個人データの取扱いに関する責任者の設置および責任の明確化 ・ 個人データを取り扱う従業員およびその役割の明確化 ・ 上記の従業員が取り扱う個人データの範囲の明確化 ・ 法や個人情報取扱事業者において整備されている個人データの取扱いに係る規律に違反している事実または兆候を把握した場合の責任者への報告連絡体制 ・ 個人データの漏えい等の事案の発生または兆候を把握した場合の責任者への報告連絡体制 ・ 個人データを複数の部署で取り扱う場合の各部署の役割分担および責任の明確化	個人データを取り扱う従業員が複数いる場合、責任ある立場の者とその他の者を区分する。
②個人データの取扱いに係る規律に従った運用	個人データの取扱いに係る規律に従った運用を確保するため、例えば次のような項目に関して、システムログその他の個人データの取扱いに係る記録の整備や業務日誌の作成等を通じて、個人データの取扱いの検証を可能とすることが考えられる。 ・ 個人情報データベース等の利用・出力状況 ・ 個人データが記載または記録された書類・媒体等の持ち運び等の状況 ・ 個人情報データベース等の削除・廃棄の状況(委託した場合の消去・廃棄を証明する記録を含む。) ・ 個人情報データベース等を情報システムで取り扱う場合、担当者の情報システムの利用状況(ログイン実績、アクセスログ等)	あらかじめ整備された基本的な取扱方法に従って個人データが取り扱われていることを、責任ある立場の者が確認する。
③個人データの取扱状況を確認する手段の整備	例えば次のような項目をあらかじめ明確化しておくことにより、個人データの取扱状況を把握可能とすることが考えられる。 ・ 個人情報データベース等の種類、名称 ・ 個人データの項目 ・ 責任者・取扱部署 ・ 利用目的 ・ アクセス権を有する者等	あらかじめ整備された基本的な取扱方法に従って個人データが取り扱われていることを、責任ある立場の者が確認する。
④漏えい等の事案に対応する体制の整備	漏えい等の事案の発生時に例えば次のような対応を行うための、体制を整備することが考えられる。 ・ 事実関係の調査および原因の究明 ・ 影響を受ける可能性のある本人への連絡 ・ 委員会等への報告 ・ 再発防止策の検討および決定 ・ 事実関係および再発防止策等の公表等	漏えい等の事案の発生時に備え、従業員から責任ある立場の者に対する報告連絡体制等をあらかじめ確認する。
⑤取扱状況の把握および安全管理措置の見直し	・ 個人データの取扱状況について、定期的に自ら行う点検または他部署等による監査を実施する。 ・ 外部の主体による監査活動と合わせて、監査を実施する。	責任ある立場の者が、個人データの取扱状況について、定期的に点検を行う。
Ⅳ人的安全管理措置 従業員の教育	・ 個人データの取扱いに関する留意事項について、従業員に定期的な研修等を行う。 ・ 個人データについての秘密保持に関する事項を就業規則等に盛り込む。	同左

V 物理的安全管理措置		
①個人データを取り扱う区域の管理	(管理区域の管理手法の例) ・入退室管理および持ち込む機器等の制限等 ・なお、入退室管理の方法としては、ICカード、ナンバーキー等による入退室管理システムの設置等が考えられる。 (取扱区域の管理手法の例) ・壁または間仕切り等の設置、座席配置の工夫、のぞき込みを防止する措置の実施等による、権限を有しない者による個人データの閲覧等の防止	個人データを取り扱うことのできる従業者および本人以外が容易に個人データを閲覧等できないような措置を講ずる。
②機器および電子媒体等の盗難等の防止	・個人データを取り扱う機器、個人データが記録された電子媒体または個人データが記載された書類等を、施錠できるキャビネット・書庫等に保管する。 ・個人データを取り扱う情報システムが機器のみで運用されている場合は、当該機器をセキュリティワイヤー等により固定する。	同左
③電子媒体等を持ち運ぶ場合の漏えい等の防止	・持ち運ぶ個人データの暗号化、パスワードによる保護等を行った上で電子媒体に保存する。 ・封緘、目隠しシールの貼付けを行う。 ・施錠できる搬送容器を利用する。	個人データが記録された電子媒体または個人データが記載された書類等を持ち運ぶ場合、パスワードの設定、封筒に封入し鞆に入れて搬送する等、紛失・盗難等を防ぐための安全な方策を講ずる。
④個人データの削除および機器、電子媒体等の廃棄	(個人データが記載された書類等を廃棄する方法の例) ・焼却、溶解、適切なシュレッダー処理等の復元不可能な手段を採用する。 (個人データを削除し、または、個人データが記録された機器、電子媒体等を廃棄する方法の例) ・情報システム(パソコン等の機器を含む。)において、個人データを削除する場合、容易に復元できない手段を採用する。 ・個人データが記録された機器、電子媒体等を廃棄する場合、専用のデータ削除ソフトウェアの利用または物理的な破壊等の手段を採用する。	個人データを削除し、または、個人データが記録された機器、電子媒体等を廃棄したことを、責任ある立場の者が確認する。
VI 技術的安全管理措置		
①アクセス制御	・個人情報データベース等を取り扱うことのできる情報システムを限定する。 ・情報システムによってアクセスすることのできる個人情報データベース等を限定する。 ・ユーザーIDに付与するアクセス権により、個人情報データベース等を取り扱う情報システムを使用できる従業者を限定する。	個人データを取り扱うことのできる機器および当該機器を取り扱う従業者を明確化し、個人データへの不要なアクセスを防止する。
②アクセス者の識別と認証	(情報システムを使用する従業者の識別・認証手法の例) ・ユーザーID、パスワード、磁気・ICカード等	機器に標準装備されているユーザー制御機能(ユーザーアカウント制御)により、個人情報データベース等を取り扱う情報システムを使用する従業者を識別・認証する。

③外部からの不正アクセス等の防止	・情報システムと外部ネットワークとの接続箇所にファイアウォール等を設置し、不正アクセスを遮断する。 ・情報システムおよび機器にセキュリティ対策ソフトウェア等（ウイルス対策ソフトウェア等）を導入する。 ・機器やソフトウェア等に標準装備されている自動更新機能等の活用により、ソフトウェア等を最新状態とする。 ・ログ等の定期的な分析により、不正アクセス等を検知する。	・個人データを取り扱う機器等のオペレーティングシステムを最新の状態に保持する。 ・個人データを取り扱う機器等にセキュリティ対策ソフトウェア等を導入し、自動更新機能等の活用により、これを最新状態とする。
④情報システムの使用に伴う漏えい等の防止	・情報システムの設計時に安全性を確保し、継続的に見直す（情報システムのぜい弱性を突いた攻撃への対策を講ずることも含む）。 ・個人データを含む通信の経路または内容を暗号化する。 ・移送する個人データについて、パスワード等による保護を行う。	・メール等により個人データの含まれるファイルを送信する場合に、当該ファイルへのパスワードを設定する。

（３） 従業者及び委託先の監督措置

前述の通り、個人情報取扱事業者は、個人データの安全管理のためにその従業者及び委託先に対して必要かつ適切な監督を行わなければならない（改正法第21条及び第22条）。

（ア） 従業者

ガイドラインでは、個人データが漏えい等をした場合に本人が被る権利利益の侵害の大きさを考慮し、事業の規模及び性質、個人データの取扱状況（取り扱う個人データの性質及び量を含む。）等起因するリスクに応じて、個人データを取り扱う従業者に対する教育、研修等の内容及び頻度を充実させるなど、必要かつ適切な措置を講ずることが望ましいとしており、個人データの安全管理に関し従業者に対する研修等を実施すると共に、従業者による内部規程の遵守状況につき随時監査・確認を行うなどの対応が必要となろう。

なお、「従業者」とは、個人情報取扱事業者の組織内にあって直接間接に事業者の指揮監督を受けて事業者の業務に従事している者等をいい、雇用関係にある従業員（正社員、契約社員、嘱託社員、パート社員、アルバイト社員等）のみならず、取締役、執行役、理事、監査役、監事、派遣社員等も含まれるものとされている。

（イ） 委託先

ガイドラインでは、委託先については、委託先において当該個人データについて安全管理措置が適切に講じられるよう、委託先に対し必要かつ適切な監督をしなければならないものとし、具体的には、個人情報取扱事業者は、改正法第20条に基づき自らが講ずべき安全管理措置と同等の措置が講じられるよう、監督を行うものとしている。また、委託する業務内容に対して必要のない個人データを提供しないようにすると共に、取扱いを委託する個人データの内容を踏まえ、個人データが漏えい等をした場合に本人が被る権利利益の侵害の大きさを考慮し、委託する事業の規模及び性質、個人データの取扱状況（取り扱う個人データの性質及び量を含む。）等起因するリスクに応じて、以下に掲げる措置を講じなければならないものとしている。

（Ａ） 適切な委託先の選定

委託先の選定に当たっては、委託先の安全管理措置が、少なくとも法及びガイドラインで委託元に求められるものと同等であることを確認するため、安全管理措置の各項目（上記3.（2）参照）が委託する業務内容に沿って確実に実施されることについて、あらかじめ確認しなければならないものとしている。

(B) 委託契約の締結

また、委託契約には、当該個人データの取扱いに関する必要かつ適切な安全管理措置として委託元、委託先双方が同意した内容とともに、委託先における委託された個人データの取扱状況を委託元が合理的に把握することを盛り込むことが望ましいものとしている。

(C) 委託先における個人データ取扱状況の把握

また、委託先における委託された個人データの取扱状況を把握するために、定期的に監査を行う等により、委託契約で盛り込んだ内容の実施の程度を調査した上で、委託の内容等の見直しを検討することを含め、適切に評価することが望ましいものとしている。

従って、個人情報取扱事業者としては、委託先の選定の際に確認すべき項目についてのルールを定めた上で、それに従い委託先を選定すると共に、委託先との契約上、一定の状況把握が可能となる条項を織り込み、それに基づき委託先における個人データの取扱い状況を把握し、問題があれば改善の対応が行える態勢を整える必要がある。

(4) 第三者提供関連の対応

(ア) 共同利用

前述の通り、個人情報取扱事業者が個人データを第三者に提供するには、原則として、事前の本人

の同意が必要とされる(改正法第23条第1項)ところ、委託、合併等、共同利用に伴う提供については第三者提供にあたらないものとされている(改正法第23条第5項)。このうち共同利用(改正法第23条第5項第3号)^{注5}については、特定の者との間で共同して利用される個人データが当該特定の者に提供される場合であって、その旨並びに共同して利用される個人データの項目、共同して利用する者の範囲、利用する者の利用目的及び当該個人データの管理について責任を有する者の氏名又は名称について、あらかじめ、本人に通知し、又は本人が容易に知り得る状態に置いている必要があるものとされている。従って、個人データの共同利用が想定される場合には、共同利用の範囲について検討した上で、共同利用の範囲等が本人に通知又は本人が容易に知り得るようにする必要がある。

(イ) 利用目的における第三者提供に関する記載

あらかじめ、個人情報を第三者に提供することが想定される場合には、利用目的において、その旨を特定しなければならない。従って、グループ会社間で個人データを提供することが想定される場合などについては、上記3.(1)で定めた利用目的において、その旨を定めなければならない。

(ウ) オプトアウトによる第三者提供

前述のオプトアウトによる第三者提供を行う事業者については、あらかじめ、一定の事項につき、本

注5

共同利用の具体的な例として、ガイドラインでは、①グループ企業で総合的なサービスを提供するために取得時の利用目的の範囲内で情報を共同利用する場合、②親子兄弟会社の間で取得時の利用目的の範囲内で個人データを共同利用する場合、③使用者と労働組合又は労働者の過半数を代表する者との間で取得時の利用目的の範囲内で従業員の個人データを共同利用する場合を挙げている。

注6

ここで「本人が容易に知り得る状態」とは、事業所の窓口等への書面の掲示・備付けやホームページへの掲載その他の継続的方法により、本人が知ろうとすれば、時間的にも、その手段においても、簡単に知ることができる状態をいい、事業の性質及び個人情報の取扱状況に応じ、本人が確実に認識できる適切かつ合理的な方法によらなければならない(改正後に適用となる個人情報の保護に関する施行規則第7条第1項第2号)とされ、ガイドラインではその具体例として、①本人が閲覧することが合理的に予測される個人情報取扱事業者のホームページにおいて、本人が分かりやすい場所(例：ホームページのトップページから1回程度の操作で到達できる場所等)に法に定められた事項を分かりやすく継続的に掲載する場合、②本人が来訪することが合理的に予測される事業所の窓口等への掲示、備付け等が継続的に行われている場合、③本人に頒布されている定期刊行物への定期的掲載を行っている場合、④電子商取引において、商品を紹介するホームページにリンク先を継続的に表示する場合を挙げている。「本人が容易に知り得る状態」について具体的な定めが置かれているのはオプトアウトによる第三者提供の場面のみであるが、他の場面で本人が容易に知り得る状態に置くことが求められている場合についてもこれに準ずる形で対応することとなる。

人に通知し、又は本人が容易に知り得る状態^{注6}に置く態勢を整えるとともに、個人情報保護委員会に届け出る必要がある。

(エ) 第三者提供に関する記録の整備

また、第三者提供を行う事業者、第三者提供を受ける事業者については、前述の第三者提供に関する記録の整備が必要となる。

(6) 保有個人データに関する対応態勢整備

前述の通り、個人情報取扱事業者は、本人から求められたときに、保有個人データの利用目的を通知し、本人に対し保有個人データを開示し、また、内容の訂正、利用停止等を行うなどの対応が必要になる。保有個人データに関する対応についての担当部署を定め、対応手順についてのルールを定めておく必要がある。

また、個人情報取扱事業者は、保有個人データについて、以下の情報を本人の知り得る状態(本人の求めに応じて遅滞なく回答する場合を含む。)に置かなければならないとされているため、これに対する対

応が必要となろう。

- ① 個人情報取扱事業者の氏名又は名称
- ② 全ての保有個人データの利用目的
- ③ 保有個人データの利用目的の通知の求め又は開示等の請求に応じる手続及びこれらに係る手数料の額(定めた場合に限り。)
- ④ 保有個人データの取扱いに関する苦情の申出先

4. 最後に

今回の改正において最も影響が大きいのが、これまで個人情報取扱事業者に該当しないものとして実質的に個人情報保護法の適用外となってきた中小規模事業者に対する適用の拡大である。今般新たに設立された個人情報保護委員会でも、中小規模事業者への広報活動を広く進めており、中小規模事業者向けの説明資料も公開されている(http://www.ppc.go.jp/personal/pr/28_national-briefing_chusho/)。これらの資料も参考にしつつ、2017年5月30日の施行までに対応の準備を進められたい。

いのうえ ひろと

1998年東京大学法学部卒業、2000年長島・大野・常松法律事務所入所。2005年Columbia Law Schoolに留学し、LL.M.を取得、2006年London School of Economics and Political ScienceにてLLM Banking Law and Financial Regulationを取得、2006年に帰国。2010年から2013年まで東京大学法学部非常勤講師。

不動産、不動産ファンド、不動産ファイナンス、不動産証券化、J-REIT等の案件を中心として取扱い、ジョイントベンチャー、M&Aについても幅広い経験を有し、日本国内外を問わず、多様な業種のクライアントを代理している。

タイにおける不動産取得 および不動産事業に関する 実務上の留意点



埴 晋

Chandler MHM Limited
(森・濱田松本法律事務所バンコクオフィス)
弁護士・ニューヨーク州弁護士



岸 寛樹

Chandler MHM Limited
(森・濱田松本法律事務所バンコクオフィス)
弁護士・ニューヨーク州弁護士

1. はじめに

近事、日本からタイに対する不動産投資が増加しているが、タイの不動産投資に関する法制は複雑で分かりにくく、日系企業からもややハードルが高いという印象を持たれている点是否定し難い。そこで、本稿では、タイにおける不動産投資の実務を進めるにあたって最低限押えておくべき法制度を整理したうえで、実際に不動産を取得し関連する事業を進める際に実務上留意すべき点を紹介することとしたい。

以下では、まず、タイの基本的な不動産法制および外資規制について説明したうえで、日系企業がタイにおいて不動産投資を行う場合の投資スキーム、不動産取得の方法、その後の事業内容に即した実務上の留意点を紹介する。

2. 不動産法制の概要

(1) 土地制度の概要－利用権と所有権

タイの土地法制は複雑で外国人には分かりにくく、理解するには、歴史的沿革に遡る必要がある^{注1}。

かつて、タイにおいては、大陸法の土地所有権に相当する概念は存在せず、すべての土地は国王が所有し、国王の臣下である国民は、土地を占有・利用することにより、国王から土地を利用する権利を付与されるという制度がとられていた。このような権利を、本稿において、便宜上、以下「利用権」と呼ぶこととする^{注2}。

その後、20世紀前半の法制度改革により、土地登記制度として近代的なトレンス・システム（Torrens System）^{注3}が導入され、土地登記局が設立された。

注 1

以下の歴史的沿革については、野村好弘＝角紀代恵＝小鹿野晶＝ピチュ・マオラノン「タイの土地法について」『アジアの不動産法制（2）』（日本住宅総合センター、1996）57頁を参照。

注 2

この点についてタイ法弁護士と議論したところ、かかる「利用権」に相当する一般的な英訳上の用語は存在しないとのことであった。後述する、この「利用権」を証する書面であるNS3（Nor. Sor. 3）も、直接的には、利用権原ではなく、長年にわたり当該土地を利用しているという実態を証する体裁がとられている。

注 3

トレンス・システムとは、英米法における土地登記制度であり、一般に、登記上の権利者が真正な権利者であることを国が保障する制度である。

さらに、1935年に完成したタイ民商法において、大陸法的な土地所有権制度が導入された。タイ民商法下では、あくまでも土地の所有権を取得する必要がある、上述した国王から付与された利用権に保護が与えられないこととなった。しかし、土地の所有権を証するための権原証書（title deed）（チャノートと呼ばれる。）の発行が進まず、土地取引に少なからぬ混乱が生じたため、1936年に同制度に対して修正が加えられ、旧来の制度である土地の利用権についても保護されることとなった。これにより、権原証書発行済みの土地に係る所有権に加え、権原証書が未発行の土地に係る旧来の利用権も保護されることとなった。

以上のような経緯により、タイの土地法制は、近代的な土地所有権制度と国王から付与された利用権を基礎とする伝統的な土地制度が併存することとなっている。1954年に公布された現在の土地法（Land Code。以下「土地法」という。）も、このような歴史的経緯を受け継いでいる。

（2）土地の取得に関する外資規制

土地法上、「外国人」による土地所有は、原則として認められていない^{注4}（土地法86条）。これに違反した場合、最大2万バーツの罰金および/または2年以下の禁固が科される（同法111条）。ここでいう「外国人」には、登録資本を構成する株式の49%超が外国人により保有されているタイの会社、および株主のうち頭数で外国人株主が過半数を占めるタイの会社が含まれる（同法97条（1））。

他方、この例外として外国人が土地を所有することができる場合もあり、その主な例外は以下のとおりである。

- （i） 居住目的の土地所有については、タイ国内の一定の事業に4千万バーツ以上投資す

る等の一定の条件を満たした場合に限り、当局の許可を得て、1ライ（1,600平方メートル）を上限として土地を取得することができる（土地法96条の2）。

- （ii） 投資奨励法（Investment Promotion Act）に基づき、投資委員会（BOI：The Board of Investment）は、一定の要件を充たす外国人に対し、土地所有権の取得を許可することができる。
- （iii） タイ工業団地公社法（Act on Industrial Estate Authority of Thailand）に基づき、同公社は、一定の要件を充たす外国人に対し、工業団地内の土地の所有権の取得を許可することができる。

土地法上の外資規制に関しては、潜脱を防止するため、外国人が実質的に土地を取得することができるよう名義貸しを行うことが禁じられており、かかる取引が行われた場合、当局は、土地所有権を移転する命令を行う権限を有する（土地法96条）。

3. 不動産取得および不動産事業に関する実務上の留意点

以下、まず、不動産を取得する前段階としての投資スキームについて触れたうえで、不動産の取得、およびその後の不動産事業を実施するにあたって実務上留意すべき点をそれぞれ説明する。

（1）不動産取得・不動産事業の投資スキーム

上記2（2）で触れた土地法上の外資規制に加え、タイ国内における外国人による事業を規制する法律として外国人事業法（Foreign Business Act。以下「外国人事業法」という。）が存在する。外国人事業

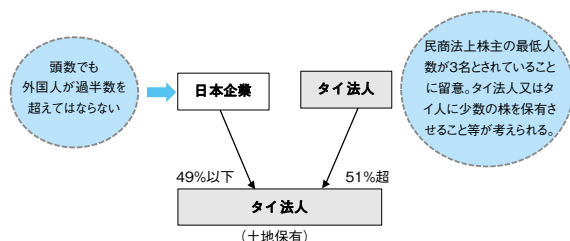
注 4

土地法上、外国との条約に基づく場合は外国人の土地所有が認められる旨規定されているが（土地法86条）、現時点で、かかる条約は締結されていない。

法上、外国人^{注5}による土地取引業は一切禁止されている（外国人事業法8条1項および別表1）。また、外国人が、建設業、仲介業、その他サービス業に該当する事業を営むには、原則として当局の許可を取得する必要がある（外国人事業法8条3項および別表3）。この「その他サービス業」の範囲は広範であり、不動産開発業もその具体的内容に応じて個別に確認が必要である。

これら外資規制のもとで日系企業がタイの不動産に投資するオーソドックスな方法としては、図表に記載したような比率でタイの国内企業と合併を組み、外国人事業法および土地法上の「外国人」に該当しない比率で資本構成を組んだ合併会社を設立することが挙げられる^{注6}。その場合、日系企業側はマイノリティとなることから、合併契約において、取締役会や株主総会における拒否権事項、事業のモニタリング、競業禁止等の規定について注意深く検討する必要がある。また、合併契約において、日系企業がタイの国内企業側から株式を買い取る権利（コール・オプション）を保有することを規定した場合、仮にそのトリガー事由が生じたとしても、外資規制との関係で日系企業自らが買い取ることができない可能性があることから、その場合は別のローカル企業を買受人として指定するなどの対応が必要となる点にも留意が必要である。

図表 合併会社が土地を保有する場合の資本構成例



注5

外国人事業法上の「外国人」には、登録資本を構成する株式の50%以上を外国人または外国法人が保有するタイ法人が含まれる。上記のとおり、土地法に基づく土地の取得の外資規制との関係では、登録資本を構成する株式の49%超が外国人により保有されているタイの会社が「外国人」に該当するとされており、若干基準が異なるので注意が必要である。

注6

形式的には、合併会社が土地を所有せず、土地を賃借してその上に建物を所有する場合、土地法の規制は適用されず、外国人事業法の外資規制のみが適用されることとなるが、タイ法弁護士によれば、実務上、かかる取引は一般的にはあまり行われていないとのことである。

(2) 土地取得手続の概要と実務上の留意点

タイにおいて土地を売買により取得する場合、一般的な手続の流れは以下のとおりである。

- (i) 土地の調査（デューデューリジェンス）（土地DD）
- (ii) 土地売買契約の締結
- (iii) 管轄の土地事務所における売買契約証書の締結・登記

① 不動産登記制度と土地DDにおける留意点

上述したとおり、タイの土地法はいわゆるトレンス・システムを採用しており、土地の所有権に関する権利の得喪は、原則として登記によって終局的に確定される。言い換えれば、原則として、登記はそこに記載された者に権利が帰属することを示す終局的な証拠であり、取引の相手方はそれに依拠することができる。

そのため、上記(i)の土地DDの内容として、まず登記に係る各証書の内容を確認して、権利の種類、土地の用途・利用条件、権利に関する制限、所有者に関する情報、用益権・担保権その他の土地の負担に関する事項を確認する必要がある。

タイの不動産登記制度においては、土地上の権利が登記された場合、当該権利を証する証書が発行される。土地法上、土地に対する権利を証する主な証書として、以下のものが規定されているが（土地法1条）、上記のとおり近代的な土地所有権制度と伝統的な土地制度が併存していることに起因し、両方の権利に関する証書が存在する。

- (a) 権原証書（title deed）
- (b) 利用権証書（certificate of utilization）
- (c) 土地予約証明書（pre-emptive certificate）
- (d) 請求証明書（claim certificate）

これらは、管轄の土地事務所（Land Office）により発行される。登記に係る各証書はタイ語であるため、翻訳が必要となる。これらのうち、（a）および（b）は、当該証書の所持人が、法律上、その権利を自由に譲渡または担保設定することができるものである。これに対し、（c）および（d）については、原則として、相続以外の方法による移転が禁じられている

（a）の権原証書は、チャノートまたはNS4（Nor. Sor. 4）と呼ばれ、上述したトレンス・システムの下で発行される、土地の完全な所有権を証明する証書である。管轄の土地事務所により原本が2部発行され、1部が土地の所有権者に交付され、もう1部が当該土地事務所に保管される。

（b）の利用権証書は、NS3（Nor. Sor. 3）と呼ばれ、上述した伝統的な土地制度下における土地の利用権を証するものであり、所有権を証明するものではない。利用権証書については、境界確定がなされていない場合に発行される証書（NS3）以外に、土地調査に基づき境界確定が完了している場合に発行されるNS3G（Nor. Sor. 3 Gor.）やNS3K（Nor. Sor. 3 Khor.）の種類がある。NS3Gは航空写真により調査された地域の土地について発行され、NS3Kは航空写真のない地域において三角測量の方法により調査された地域の土地について発行される利用権証書である。利用権を保有する者は、その利用権を第三者に対して自由に譲渡等することができるが、土地の調査に基づき境界確定がなされていない場合（NS3GやNS3Kが発行されていない場合）、管轄の土地事務所に対して譲渡の意向を届け出たうえで、当該取引の登記を行う前に30日間の公告期間を経る必要がある。なお、権原証書（NS4）と利用権証書（NS3）は、土地の利用権原の内容には差がないが、境界確定の信頼度の差から権原証書（NS4）が好まれる。

（c）の土地予約証明書は、NS2（Nor. Sor. 2）と呼ばれ、公共地を利用しようとする者に対し、一定の要件を充足した場合に暫定的に土地の利用権原を付与する証書である。この証書を保有する者は、相続の場合を除き、当該利用権原を第三者に譲渡する

ことはできない。また、一定の要件を満たせば、利用権証書（NS3）への格上げが可能であるが、格上げ後も一定期間（土地予約証明書の発行が1972年12月14日以降の場合は10年間）は相続等以外の利用権の譲渡が禁止される。

（d）の請求証明書は、SK1（Sor. Kor. 1）と呼ばれ、土地法の発効日前から土地を占有していた者を保護するため、その請求に基づき発行される証明書である。当該証明書は、土地法の経過規定に基づき発行されていたものであり、現在は新たに発行されていない。請求証明書は、その土地の所在する地域に応じ権原証書（NS4）または利用権証書（NS3）への格上げが可能である。

なお、特に地方においては、上述した権原証書や利用権証書等の証書が一切発行されていない未登記の土地が存在する。かかる土地の取引に際しては、権原証書や利用権証書のように土地の権利の直接的な証拠となる証書の発行を待って取引を行う場合もあれば（ただし、当該土地の所在地とその時々の内務省・地方自治体の政策等によって権原証書等の証書の発行の可否は異なる。）、かかる証書を用いることなく、当該土地についての税金（固定資産税に相当）を支払っていることを証する証明書（PBT5（Por. Bor. Tor. 5）と呼ばれる。）をもって間接的にその土地の権利関係を確認する方法がとられる場合もある（ただし、PBT5は、あくまで税務当局から発行される書類であって、土地の占有権原を確認する根拠となることは予定されていない。）。いずれにせよ、そのような未登記の土地を購入することを検討する場合には、専門家の助言を受けつつ慎重に検討する必要がある。

土地の権利証の確認のほか、土地DDにおいて留意すべき点としては、市街地計画法（the Town Planning Act）や建物管理法（the Building Control Act）等に基づく当局による土地区分上の用途が、想定している事業と整合しているかを確認することが挙げられる。また、合筆・分筆が必要となる場合には、その手続に必要な期間を確認する必要

がある。さらに、当該土地上に既存の建物がある場合には、建物所有権の確認のため、後述するとおり、建物の建築許可証等を確認しておく必要がある。

② 土地売買契約・売買契約証書の締結、登記・登録手続

土地売買契約の内容は、日本の実務と大きく異なるものではなく、土地の売買の合意、売買金額に加えて、例えば、当事者や土地の権利に関する表明保証、売買代金の支払いの実行前提条件、必要な許認可の取得などに関する誓約事項を規定することが検討される。そして、土地の譲渡に際しては、管轄の土地事務所において登記官の面前で所定の売買契約証書に両当事者が署名し、その場で登記申請を行う。かかる売買契約証書は定型の書式が定められており、詳細な条件を規定することが想定されていない。したがって、実務上、まずは当事者間で、上記のような詳細な条件を規定した売買契約を別途作成・締結し、そのうえで、その主要条項のみを売買契約証書に反映し、登記官の面前で署名することも多い。登記の申請から完了に要する期間は、登記に先立ち公告が必要な場合や申請書類に不備があるような場合を除き、通常、1営業日以内である。ただし、上述のとおり、利用権証書が発行されている土地について、土地の調査に基づき境界確定がなされていない場合（NS3GやNS3Kが発行されていない場合）、登記を行う前に30日間の公告期間を経る必要がある。

③ 建物の譲渡に関する留意点

建物^{注7}の譲渡に際しては、土地の譲渡の場合と同様、当事者間で土地事務所において所定の売買契

約書に署名する必要がある。そして、30日間の公告期間を経て、土地事務所から売買証明書が発行されることにより売買の効力が発生する。しかし、建物については、土地の所有権のようなトレンス・システムは採用されておらず、建物のみについての権原証書は発行されず、土地に関する証書において建物が存在する旨付記されるのみである。代わりに、いわゆるレコーディング・システム（recording system）が採用されており、建物譲渡の売買契約書が管轄の土地事務所において登録される^{注8}。また、建物が建築される際、当初の建物所有者に建築許可証^{注9}が付与されるが、その後建物が譲渡されるに際し、建築許可証も譲受人に交付される。建物の所有権の証明は、実務上、かかる土地事務所に登録される売買契約書や建築許可証によってなされる。そのため、建物を購入する場合には、建築許可証及び建築時の当初取得者から現在の所有者に至るまでの所有権の移転を示す売買契約書を確認することが必要となる。

なお、建物については、土地と異なり建物所有のみに着目した外資規制は存在せず、外国人は、建物の所有権を取得し保有することができる。ただし、コンドミニアムについては、コンドミニアム法（Condominium Act）上、全ユニットの総面積の49%を超えない範囲に限り、外国人による所有が認められている（コンドミニアム法19条の2）。

④ 不動産の売買契約の効力と登記の関係

日本法上、売買契約は諾成契約であり、合意のみによって売買の効力が生じる。タイ法においても、不動産の売買契約については原則として合意のみによってその効力が生じる（民商法458条）。ただし、

注 7

民商法上、「不動産」とは、「土地および土地の定着物または土地と一体の物」と定義されており（民商法100条）、建物は、土地とは別個の不動産として所有権の対象となる。土地の所有者と異なる第三者が建物を所有する場合の土地の権原としては、日本と同様、賃借権（同法537条以下）や地上権（同法1410条以下）がある。

注 8

野村ほか・前掲（注1）55頁

注 9

なおここでいう建築許可証は、建物を建築する者がこれから建物を建築する際に取得する許可証であり、竣工時には、別途、当局による設計図との整合性や遵法性の検査等を踏まえた建物承認証明書が発行される。

20,000パーツ以上の動産の売買契約については、当事者の署名ある書証がなければ、訴訟によって強制することができない（同法456条3項）。

これに対し、不動産の売買契約は、タイ法上、書面で行われ、かつ、登記がなされない限り無効と規定されている（同法456条1項、1299条1項）。ただし、例えばある土地が別々の者に二重に譲渡された場合において、第一譲受人が登記をする前に第二譲受人が先に登記を行ったような場合、(i)第二譲受人が善意の有償取得者である場合には第二譲受人が土地所有権を取得する（この場合、第一譲受人は、元土地所有者に対して債務不履行責任を追及することができるのみである）が、(ii)第二譲受人が悪意または無償取得者である場合には第一譲受人が優先し、第一譲受人は、第二譲受人による登記の抹消を請求することができるとされており（同法1300条参照）^{注10}、同規定は、所有権の移転の登記がなされていない場合でも売買の合意のみで一定の効果が生じること前提とした規定と考えられる。

（3）不動産事業（分譲／賃貸）に関する留意点

最後に、不動産事業の具体的な例として、①土地取得後にコンドミニアムを建設して分譲する事業、および、②同じく土地上にオフィスを建設してテナントに賃貸する事業を念頭に、各事業に関する若干の実務上の留意点について説明する。

① コンドミニアムの分譲

タイでは、コンドミニアム法において、ユニットの買主を保護する規定が設けられている。すなわち、コンドミニアムのユニットの売買契約は、内務大臣の定める

契約ひな型に従わなければならない、当該契約ひな型に従わず、かつ買主に不利な条項は、執行できないとされる（コンドミニアム法6条の2）。

この規定を受けて内務省が定めた契約ひな型においては、例えば、不可抗力による建設の停止は1年を限度とする条項、買主の売買価格の支払の遅延の場合の遅延利率は15%を上限とし、総額は売買価格の10%を上限とする旨の条項等が定められている。

また、タイにおいても物の売買の売主には瑕疵担保責任が課されるが^{注11}、民商法上は、瑕疵担保責任を負う期間は、瑕疵の発見から1年と定められているにすぎない（民商法474条）。しかし、内務省の定める契約ひな型においては、建物の構造および設備については5年間、その部品については2年間に渡ってデベロッパーが瑕疵担保責任を負うと定められており、これよりも短い期間を契約で定めても無効となる。なお、デベロッパーが責任を負う場合に、建設業者に対して瑕疵担保責任を追及する場合も考えられる。請負契約における請負人の瑕疵担保責任の期間は、民商法上は、土地上の構造物（木造建物を除く。）については5年、それ以外は目的物の引渡から1年とされているが、契約によって別途の合意をすることは妨げられない（民商法600条）。

また、前述したとおりコンドミニアム法上の外資規制が存在するため、外国人に対する分譲は、全ユニットの総面積の49%を越えない範囲でのみ可能である点も留意を要する。

② オフィス等の商業施設の賃貸

土地や建物の賃貸借の期間は、原則として最長30年であり、それより長い期間が合意された場合、30

注 10

野村ほか・前掲（注71）61頁。なお、同51頁においては、登記がない場合の不動産の所有権移転の効力についての議論に触れており、結論としては明確ではないものの、登記がなくとも所有権が認められた高等裁判所の裁判例があるとの指摘がなされている。

注 11

民商法上のデフォルト・ルールを説明しておく、売却した物に当該物の価値または通常の用法もしくは契約目的への適合性を毀損する瑕疵が存在した場合、売主の善意悪意を問わず、売主は買主に対して瑕疵担保責任を負う（民商法472条）。ただし、売却の際に買主がその瑕疵について悪意であった場合もしくは通常の注意をもってすればその瑕疵を知ることができた場合、引渡時においてその瑕疵が明白であり買主が異議なく引渡を受けた場合、また目的物が公売により売却された場合には、この限りでない（同法473条）。かかる瑕疵担保責任を契約で排除することは認められているが（同法483条）、売主自身の行為または売主が知り隠匿していた事実起因して生じた結果については責任を免れないとされている（同法485条）。

年に短縮される（民商法540条）。ただし、当事者間で、借主が契約満了後に契約期間の更新を求めた場合に貸主がそれに応じなければならない旨を合意することも有効と解されている。ただし、例えば30年の賃貸借期間の更新権を借主に2回以上行使することを認める合意については、その有効性につき慎重に検討する必要がある。なお、商業または工業用の不動産については、商工業用不動産賃貸借法（Act on Lease of Immovable Property for Commercial and Industrial Purposes）に基づき、同法の下位規則に定める一定の条件^{注12}を充足する場合、最長50年間の賃貸借が可能とされているが、要件が細かく承認に至るための手続が煩雑である等の事情により、実務上はあまり活用されていないようである。

賃貸借期間が3年を超える不動産賃貸借は、管轄の土地事務所に登記する必要がある（同法538条）、登記がない場合は3年間に限り有効となる。賃貸借契約の登記には手数料が発生し手間もかかるため、実務上はこれを嫌って不動産の賃貸借期間を3年以下に抑えるケースが多くみられる。

また、タイには、日本の借地借家法のような不動産の賃借人を保護するための特別法は存在しない。な

お、土地賃借人が土地上に建物を建設した後に土地所有者が土地を第三者に譲渡した場合、日本では、土地賃借人の賃借権が対抗力を有しない限り土地の譲受人に賃借権を主張することはできない（このことをもって、一般に「売買は賃貸借を破る」といわれる）のに対し、タイでは、かかる土地賃借人は土地の譲受人にその賃借権を主張することができる旨明文で規定されている^{注13}。

他方、賃借権の譲渡や転貸については、賃貸借契約上別段の合意がなされていない限りこれを行うことはできないとされ（民商法544条1項）、この点に関しては日本の民法における規律と共通性がみられる。

4. 結び

地理的な近接さと親日的な国民性等の要因から日本と緊密な関係があり、また、日本からの投資規模も大きいタイであるが、不動産投資の分野については日本からの投資は相対的にまだ少なく、今後の投資余地は他の東南アジア諸国と比べてもまだまだ残されているように思われる。本稿が、日本企業によるタイへの不動産投資拡大の一助となれば幸いである。

注 12

例えば、賃貸借契約が登記されること、市街地計画法等に基づき商業または工業分野の土地として指定された土地であるか工業団地に所在すること、2千万バーツ以上の投資を行う商業であるか投資奨励法上の投資奨励対象の工業に該当すること等その他の細かな条件を充足しなければならない。

注 13

民商法 569 条は、「不動産の賃貸借契約は、その所有権の譲渡があった場合においても終了しない。土地の譲受人は、譲渡人が賃借人に対して有していたすべての権利および義務を引き継ぐ」と規定する。この点について、野村ほか・前掲（注1）52頁は、土地賃借人が当該賃借権について登記していない場合でも同様であると指摘する。

はなわ すすむ

2003 年東京大学法学部卒業、2004 年森・濱田松本法律事務所入所。2012 年シンガポール国立大学及びニューヨーク大学卒業（Dual Degree LL.M.）。2012 年ベトナム LCT Lawyers 法律事務所、2013 年インドネシア SSEK 法律事務所にて執務。2017 年 1 月より Chandler MHM Limited（森・濱田松本法律事務所バンコクオフィス）に参加。不動産の証券化や REIT 業務などの不動産ファンド、不動産ファイナンス分野を専門とする。近時は、駐在経験のあるタイ、インドネシア、ベトナムを中心に、日系企業による東南アジア諸国への不動産投資案件を多数手掛けている。

きし ひろき

2004 年東京大学法学部卒業、2006 年中央大学法科大学院卒業、2008 年森・濱田松本法律事務所入所。2014 年米国コーネル大学ロースクール卒業（LL.M.）。2014 年～2015 年ブラジル Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr e Quiroga 法律事務所サンパウロオフィスにて執務。2017 年 1 月より Chandler MHM Limited（森・濱田松本法律事務所バンコクオフィス）に参加。不動産その他の分野におけるノンリコース・ファイナンス取引のほか、事業会社、REIT、上場インフラファンド等のデットファイナンスを数多く手掛ける。近時は、タイ・ブラジルをはじめとする新興国の投資案件に積極的に取り組んでいる。

投資法人の最新税務動向

第4回

一時差異等調整積立金



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

過去3回にわたり一時差異等調整引当額を解説してきたが、今回は一時差異等調整積立金について解説する。最近、投資法人の決算において一時差異等調整積立金の文字を目にすることが多くなっている。戻入の重圧が大きい一時差異等調整引当額に比べ、一時差異等調整積立金においても取崩しの必要はあるものの、その金額は予定できるものであり、柔軟性のあるものとなっている。

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。

1. 一時差異等調整積立金

(以下「RTA^{注1}」という。)

RTAとは、任意積立金の一種であり、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31号に規定されている。

31 一時差異等調整積立金 投資法人が、金銭の分配に係る計算書に基づき積み立てた任意積立金のうち、利益超過税会不一致(収益等の合計額から費用等の合計額を控除して得た額が、益金の額から損金の額を控除

して得た額を超える場合における税会不一致をいう。)の範囲内において、将来の利益処分に充当する目的のために留保したものをいう。

前回まで解説してきた一時差異等調整引当額(以下「ATA^{注2}」という。)では、その限度額の算定上「所得超過税会不一致」が使われていたが、RTAでは「利益超過税会不一致」が積立ての範囲となる。「税会不一致」は、計算規則第2条第2項第29号において包括形式で定義されており、これをまとめたのが次の算式である。

注1
Reserve for Temporary difference Adjustment の略

注2
Allowance for Temporary difference Adjustment の略

利益超過税会不一致=B-A	
A	益金の額から損金の額を控除して得た額(税務ベース) =各事業年度における税務上の所得金額(支払配当損金算入前、繰越欠損金控除前)
B	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(税務上損金不算入)

所得超過税会不一致が「税務上の所得が会計上の利益を超える場合のその超過額」であるのに対して、利益超過税会不一致は「会計上の利益が税務上の所得を超える場合のその超過額」であり、両者は反対の概念であると言える。

第1回において、所得超過税会不一致が発生した場合には、利益をすべて分配しても税務上の所得に足りないことから、その不足する部分(所得超過税会不一致)に対して課税されてしまうが、この不足する部分に対してATAを分配すれば、利益の分配と同様に損金算入され、課税が発生しないことを解説した。一方、利益超過税会不一致の場合には、利益分配の原資となる会計上の利益が税務上の所得よりも多いため、利益のすべてを分配すれば当然課税は発生しないし、税務上の所得と同じ額だけ分配し、残りを内部留保することも可能である。

ではなぜ、あえてRTAを積み重ねなければならないのか。それを説明するためには、平成21年度税制改正まで遡る必要がある。

2. 平成21年度税制改正

当初「90%ルール」と呼ばれる投資法人の支払配当要件は、利益の配当等の額が「配当可能所得の

金額の90%超であること」とされていたが、平成21年度税制改正において「配当可能利益の額の90%超であること」に変更された。両者は似て非なるものである。

(改正前)

$$\frac{\text{配当等の額}}{\text{配当可能所得の金額}} > 90\%$$

配当可能所得=税務上の所得金額
(支払配当損金算入前)

(改正後)

$$\frac{\text{配当等の額}}{\text{配当可能利益の額}} > 90\%$$

配当可能利益=損益計算書上の税引前当期純利益
をベースに諸調整を行ったもの

この改正に合わせ、投資法人の合併に際して消滅投資法人の資産・負債の受入処理をパーチェス法(時価受入れ)で行った場合に発生する「負ののれん発生益」に関する手当てが行われている。税務上、適格合併要件を満たせば資産・負債は「簿価受入れ」となり、会計上の「負ののれん発生益^{注3}」は益金不算入となる(利益超過税会不一致)。しかし、損益計算書上の税引前当期純利益には負ののれん発生益が含まれているので、改正後の90%超判定式の分母である「配当可能利益」の額も増加することになる。

負ののれん^{注4}は会計上の利益の概念に過ぎず、裏付けとなる資金がないため、その分配の繰延べが考慮されたものである。

注3

会計上は、合併事業年度に特別利益として一括計上される。

注4

負ののれんは、以下文脈上「負ののれんを原資とする内部留保(未処分利益及び「配当積立金」等の任意積立金)」を意図することがある。

【事例】

合併(税務上は適格合併)により負ののれんが3,000発生した。負ののれんの分配は必要最小限に留めたいが、当期の税務上の所得は1,000であるため、経常利益の1,000を分配すれば課税は発生しない。

損益計算書

経常利益	1,000
特別利益(負ののれん発生益)	<u>3,000</u>
税引前当期純利益	4,000
法人税、住民税及び事業税	<u>0</u>
当期純利益	4,000
前期繰越利益	<u>0</u>
当期末処分利益	4,000

平成21年度税制改正前の判定式	平成21年度税制改正後の判定式
$\frac{1,000}{1,000} = 100\% > 90\%$ 支払配当要件を満たしているため、負ののれん3,000は全額内部留保できる。	$\frac{1,000}{4,000} = 25\% < 90\%$ ただし、下記の手当てにより、分母は $4,000 - 3,000 + 3,000 \div 100 \text{年} = 1,030$ (判定式割合は97.0%)となる。

【手当ての内容】

「配当可能所得」から「配当可能利益」への変更に合わせて、配当可能利益の額から「負ののれん発生益」をいったん全額控除した上で、合併後100年かけて戻し入れる(配当可能利益に加算する)取扱いとされた(以下これを「100年均等加算方式」^{注5}と呼ぶ)。

100年均等加算方式は「負ののれんを100年間で均等分配する」趣旨であると考えられるが、100分の1ずつ(半年決算法人の場合は200分の1ずつ)加算しても配当可能利益はさほど増加しないことから、その加算額を分配しなくとも90%超を満たすことは可能であり、実際に100分の1ずつ(半年決算法人の場合は200分の1ずつ)を分配金に上乘せしている投資法人はいない。その代わり、負ののれんは不動産の売却損や減損損失の補填に充てられたことから、負ののれんの残高が急激に減少する投資法人も現れ、負ののれんをすべて使い切った後、90%超判定式を充足できるか危惧される結果となった^{注6}。

3. RTAの目的

このように、平成21年度税制改正後の90%超判定式において負ののれんに関する手当ては行われたが、それですべての利益超過税会不一致に係る不具合が解消された訳ではなく、会計基準の国際化に伴い、新たな税会不一致が発生した場合に備える必要があった。例えば将来、貸借対照表上は固定資産を時価で計上し、その評価損益を損益計算書に計上することが求められる可能性がある。評価益が発生すると配当可能利益(税引前当期純利益)が増加するため、90%超判定式を充足するためには評価益(未実現の利益)を利益分配しなければならぬ。それを回避するために、90%超判定式の計算上、また新たな手当てを行う必要が生じるという“いたちごっこ”になるおそれがあった。

それを避けるために設けられた制度がRTAであ

注5

90%超判定式における負ののれん発生益の戻入れ方法として「100年均等加算方式」の他に「土地紐付方式」という選択肢も用意された。これは、負ののれんの総額を合併により受け入れた土地の個々の受入額(時価)に応じて割り当て、土地を売却したときは、その売却土地に係る負ののれんの紐付額を配当可能利益に加算する方法である。ただし、平成22年から平成24年までの間に合併により負ののれんが発生した投資法人9社はすべて100年均等加算方式を選択している。

注6

負ののれんを使い切っても、負ののれんの90%超判定式の分母への加算は合併後100年間続く。税引前当期純利益の水準が高い場合には問題ないが、不動産売却損等の発生により税引前当期純利益が減少し、負ののれんの分母加算額の9倍以下(本事例では税引前当期純利益が270以下)になった事業年度は90%超判定式を充足できないことになる。

り、ATAと同じく平成27年4月1日以後に開始する事業年度から積立てが可能となっている。またRTAは利益超過税会不一致の原因にかかわらず積み立てることができ、負ののれんにも対応可能なため、RTAの導入に伴い2.の「100年均等加算方式」及び「土地紐付方式」は廃止されている。

4. RTAの取扱い

RTAは、計算規則に基づく任意積立金の一種であり、圧縮積立金などと同じく、当期末処分利益を原資として、金銭の分配に係る計算書上で積み立てられる。その積立額は、「配当可能利益」から控除されるため^{注7}、90%超判定式を充足することが可能となる。

すなわち、RTAは、利益超過税会不一致が発生したときに90%超判定式を満たす目的で積み立てるものであり、利益超過税会不一致であっても、RTAを積み前から90%超を満たしている場合には積み必要はない^{注8}。

その後、RTAを取り崩した場合には、配当可能利益の額に加算される^{注9}。ただし、分配のために取り崩すのであれば、同時に利益分配額(90%超判定式の分子)も増加するので、取崩しに起因して判定式が満たさなくなることはない。

RTAの積立時 → 積立額を配当可能利益から控除
RTAの取崩時 → 取崩額を配当可能利益に加算

【2.の事例の続き】(RTA導入後)

金銭の分配に係る計算書

I	当期末処分利益	4,000
II	分配金の額	
	利益分配金	1,000
III	任意積立金	
	一時差異等調整積立金	2,889
IV	次期繰越利益	111

(RTA導入後)

$$\begin{aligned} \frac{\text{配当等の額}}{\text{配当可能利益の額}} &= \frac{\text{利益分配金}}{\text{税引前当期純利益} - \text{RTA積立額}} \\ &= \frac{1,000}{4,000 - 2,889} = 90.009\% > 90\% \end{aligned}$$

(注) RTAは利益超過税会不一致である3,000まで積み立てることができるが、90%超を満たすまで積み立てば、残りの利益の積立は強制されない。

5. RTAで対応できない利益超過税会不一致

3.で「RTAは利益超過税会不一致の原因にかかわらず積み立てることができる。」と書いたが、実は圧縮積立金には対応できない。圧縮積立金の積立額は、会計上費用処理されず、税務上では損金算入されるため「利益超過税会不一致」になるが、金銭の分配に係る計算書上は「圧縮積立金」の名称で積み立てなければ損金算入が認められない。一方、RTAも「一時差異等調整積立金」の名称で積み立てなければ配当可能利益から控除できないため、両立できないことになる。

ところで、圧縮積立金の積立は、配当可能利益の額(90%超判定式の分母)を変えないまま利益分

注7

租税特別措置法施行規則第22条の19第2項第3号

注8

もちろん90%超を満たしている場合でもRTAの積立が制限されるものではないが、後で述べる取崩益(要分配額)が増加するだけなのでお勧めしない。

注9

租税特別措置法施行規則第22条の19第6項

配額(同分子)だけを減少させるため、積み過ぎると判定式割合が90%を割りこむ可能性があるが、それを解消するため、平成25年の計算規則の改正及び税制改正により「買換特例圧縮積立金」制度が設けられている^{注10}。

6. RTAの取崩し

RTAを積み立てた場合、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」(以下「投信協会規則」という。)第43条の3第2号に基づき、財務諸表にその他の注記として、次のRTAの取崩しの処理に関する事項を記載しなければならない。

- ① 積立ての発生事由等
- ② 積立額
- ③ 取崩の具体的な方法(負ののれんや合併に伴う資産簿価差異に起因するものについては、想定している取崩し期間(50年以内の期間とする)及び取崩し方法(最低でも毎期均等額以上の取崩を要する)についても記載するものとする)

このうち③(取崩の具体的な方法)は、原則として、ATAの戻入れと同じく「税会不一致が解消した時点」で取り崩すことになるが、ATAの対象となる所得超過税会不一致と異なり、利益超過税会不

致は負ののれん発生益(永久差異)や合併による受入資産の税会の簿価差異に起因する減算^{注11}(一時差異の解消)が原因であることが多く、その税会不一致は解消しないため、将来取り崩す機会がない。そこで「50年以内」かつ「毎期均等額以上」の取崩しが求められていると考えられる。なお、投信協会規則第43条の2では「RTAを計上した場合には、翌期以後、利益額のうち当期未処分利益にRTAの取崩額を加算しなければならない。」と規定されており、取崩しは積立年度の翌期から開始されることになる。

RTAは、ATAの戻入れ^{注12}と異なり、取崩しに制限がないので、財務諸表に注記した額よりも多く取り崩す分には構わない。したがって、売却損の補填に充てたり、減損損失等の所得超過税会不一致の発生時の分配に充てることができる^{注13}。

ところで「RTAを多めに取り崩したら50年もたないので、多めに取り崩した翌期は取崩額を減らしてよいか」という質問を受けることがある。しかし、③(取崩の具体的な方法)により「最低でも毎期均等額以上の取崩を要する」のであり、毎期RTAの当初積立額の50分の1以上(半年決算法人の場合は100分の1以上)の取崩しは必要となるため、結果として50年もたずに取崩しが完了することになる。

注 10

「買換特例圧縮積立金」として積み立てた場合、RTAと同じく、その積立額は配当可能利益から控除され、取崩額は配当可能利益に加算される(租税特別措置法施行規則第22条の19第1項第2号、第5項)。ただし、買換特例圧縮積立金の取崩しは計算規則で厳しく制限され、任意取崩しは認められていない。

注 11

第1回の解説(Vol.33のP97)を参照のこと

注 12

第2回の解説(Vol.34のP81「原則2」)を参照のこと

注 13

RTAは「投信法上の利益」であるため、RTAの残高があるうちは利益超過分配であるATAを分配することができないので、まずはRTAを取り崩して分配に充てる順序となる。

7. RTAを取り崩した後の利益の取扱い

計算規則や投信協会規則には、RTAを取り崩した後の利益の取扱いに関する規定がないため、その取崩益について分配しなくてもよいのではないか^{注14}という疑問があった。

この点に関して、平成27年8月に投資信託協会から「一時差異等調整積立金の取崩に係る実務上の留意事項」と題して、RTAの取崩しは、利益分配に加算して払出すか当期末処理損失と相殺する等、内部留保を減額させていく必要があるため、他の任意積立金等に振替えることで内部留保を継続させる処理は許容されない旨の事務連絡が出されたことにより、損失の補填時を除き、RTA取崩益の分配は必須となっている。

8. RTA導入前に発生した負ののれんを有する投資法人の取扱い

RTAは、平成27年4月1日以後に開始する営業期間から積むことができるが、その前から負ののれんを有している投資法人においては、計算規則の平成27年3月改正の附則において「平成29年3月31日までに終了する営業期間までに、その負ののれんの残額^{注15}をRTAとして積み立てることができる」という経過措置が設けられている。

- 3 新投資法人計算規則の施行日の属する営業期間に係る貸借対照表上の任意積立金及び当期末処分利益(当該営業期間に係る金銭

の分配として充当された金額を除く。)のうち、当該営業期間以前の営業期間において、旧投資法人計算規則第48条第3項の規定により同項の負ののれん発生益に細分された金額がある場合には、施行日から起算して2年を経過する日までの間に終了する営業期間のうちいずれかの営業期間に係る金銭の分配に係る計算書において、当該金額を新投資法人計算規則第2条第2項第31号に規定する一時差異等調整積立金として積み立てることができる。

この計算規則の附則は「できる」規定であるが、投信協会規則の平成27年5月改正の附則にもこれと同様の規定があり、ただし末尾だけが「一時差異等調整積立金として積み立てることとする。」となっており、改正前に生じた負ののれんの残高は、平成29年3月末までに終了する営業期間までに必ずRTAに積み立てなければならないこととされている。

さて、RTA導入前(平成22年～平成24年)に合併し、負ののれんを有する投資法人9社の負ののれんの処理方法の内訳は次の通りである。

- A.任意積立金「配当積立金」に積立て ……………5社
- B.任意積立金「分配準備積立金」に積立て ………2社
- C.未処分利益のまま(任意積立金の積立てなし) ……2社

(EY税理士法人調べ)

いずれの場合も、平成27年4月1日以後に開始する営業期間から平成29年3月31日までに終了する営業期間までの間に「金銭の分配に係る計算書」上でRTAに積み立て(任意積立金の場合はRTAに振り替え)なければならない。

注 14

100年均等加算方式と同様に、RTAの取崩額が90%超判定式の分母に加算されても、それが少額であれば、利益配当に回さずとも90%超を達成できることになる。

注 15

附則第3項の条文中「当該金額」は平成27年4月1日の属する営業期間の利益分配後における負ののれんの残高であるため、その後の2年間で分配等により負ののれんの残高が「当該金額」より減少した場合には該当しないように読めるが、制度の趣旨からみて、負ののれんの残高が減少した場合であっても、その減少後の残高をもってRTAの積立てが可能であると考え。

複数の投資法人が平成29年に入ってRTAを積み立てているが、その理由は、RTAを積み立てると、積み立てた翌期から取崩し及び分配が始まってしまうので、期限となる最終年度(平成29年3月31日までに終了する営業期間)を待って積み立てを行った結果であると推測される^{注16}。

9. RTA 導入前に発生した負ののれんをRTAに積み立てた場合の税務上の取扱い

計算規則の附則第3項に基づいて負ののれんの残額をRTAに積み立てた場合の90%超判定式の取扱いは次の通りである^{注17}。

- ① RTA 積立額は、通常のRTAの積立時と同様に、配当可能利益の額から控除する。
- ② 配当可能利益の額に加算する「負ののれん発生益の加算額」は、100 年均等加算方式による

加算額ではなく、①のRTA 積立額とする。

- ③ ①の控除と②の加算が相殺される結果、90%超判定式には影響しない。

$$\frac{\text{配当等の額}}{\text{配当可能利益の額}} = \frac{\text{利益分配金}}{\text{税引前当期純利益} - \text{① RTA 積立額} + \text{② RTA 積立額}} > 90\%$$

そしてRTA 積立以降の事業年度については、100 年均等加算方式による配当可能利益の額(90%超判定式の分母)への加算が不要となったため^{注18}、注6の「不動産売却損等の発生により税引前当期純利益が減少し、負ののれんの分母加算額の9倍以下になることで90%超判定式を満たせなくなるリスク」を解消できたことが、投資法人の税務の安定性に大きく寄与したと考えている。

※脚注における条文番号は、平成29年3月31日時点のものです。

注 16

もちろん、早期にRTAを積み立て、取崩しを開始している投資法人もある。

注 17

租税特別措置法施行規則附則平成27年第22条第2項、第3項

注 18

租税特別措置法施行規則第22条の19第4項の100 年均等加算方式の規定において、(平成27年改正省令附則第22条第2項の適用を受ける事業年度後の事業年度を除く。)とある。

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年太田昭和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47回 代替的業績指標



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

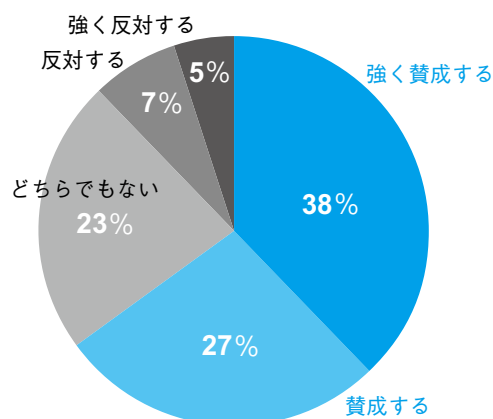
1. はじめに

本連載は、不動産ファンドに関する国際財務報告基準(「IFRS」)の動向及びIFRSの基本的な考え方を解説することを目的として連載しています。今回は、財務報告において関心が高まっている業績報告計算書の追加的な小計や代替的業績指標についての議論を紹介します。代替的業績指標は、我が国の不動産ファンドの業績報告において既に様々な形で開示されており、IFRSの適用予定の有無にかかわらず、海外における動向を知ることは有意義であると考えられます。

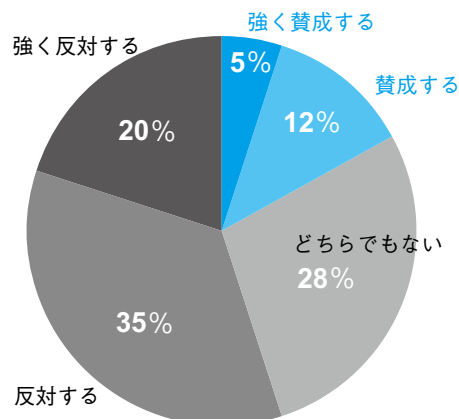
純損益及びその他の包括利益計算書など業績報告計算書は、IAS第1号「財務諸表の表示」に基づいて作成されますが、この要求事項に準拠した上で、会社は財務諸表利用者によりわかりやすい情報を提供するために、追加的に小計を表示することがあります。さらに、ある期において例外的に発生した事象を単独の列で表示し、当該事象を含まない

業績と含んだ最終的な業績を明示して表示することがあります。これを本稿では、「追加的な小計」と呼びます。また、会計基準により開示が要求される一口当たり情報などの指標以外にも、EBITDAなど、会計基準に規定されたり、定義されたりしていない、企業の業績、財政状態またはキャッシュ・フローに係る財務数値を表示することがあります。これを本稿では、「代替的業績指標」呼びます。米国では、Non-GAAP Measuresと呼ばれ、本稿では米国における議論の紹介においては、「非GAAP財務数値」と表記します。代替的業績指標と非GAAP財務数値は概ね同じ意味で用いられています。これらの情報は、利害関係者、特に投資家やアナリストに、追加的な情報を提供する目的で、年次・四半期報告書、IR資料、プレスリリースなど様々な開示資料の中で表示され、その重要性は次第に高まっています。一方で、こうした情報の開示について、ルールが明確ではなく、適切に開示されない場合には、これらの開示資料の利用者の意思決定を誤らせるおそ

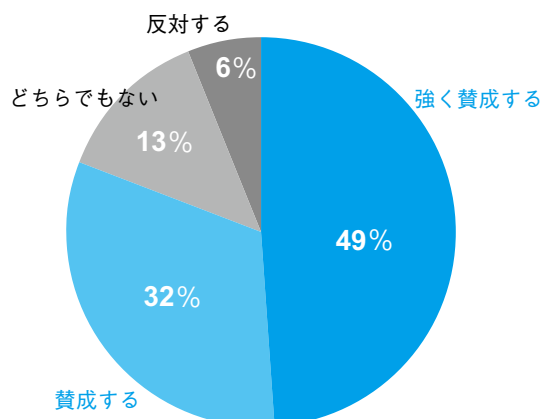
図表1 追加的な小計や代替的業績指標が、一般的に有用といえるか



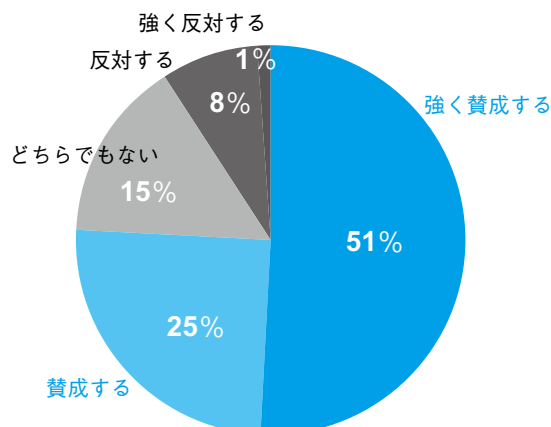
図表2 代替的業績指標の表示・開示を公正なものとして信頼しているか



図表3 数値の調整が過度なものや一般的でないものがある場合に、企業経営者にリスクがあると感じるか



図表4 基本的な一般原則に基づいて代替的業績指標を示されれば、信頼感が高まるか



れがあります。本稿は、PwCあらた有限責任監査法人発行 PwC's View Vol.5「IFRSに基づいて作成される業績報告計算書で示される企業の業績指標」の内容に加筆して、こうした追加的な小計や代替的財務指標についての議論の内容について不動産ファンドの観点から補足解説するものです。なお、文中の意見にわ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きます。

2. 投資家調査

英国のPwCが2014年に85名の多様な投資家（[国・地域／英国、北米、欧州大陸、アジア等]、

[専門分野／株式、債券]、[業務形態／セルサイド、バイサイド、格付け]）に対して、企業の業績について何を知りたいと考えているのかについて調査・分析した結果^{注1}があります。

最初に、図表1のグラフは、IFRSもしくは米国基準に基づいて作成された財務諸表やこれを含む年次報告書に示される追加的な小計や代替的業績指標が、企業業績の分析において一般的に有用といえるかについて示しています。わずか12%の投資家がこうした情報が有用とは考えられないと回答したものの、38%の投資家が「強く賛成する」、27%の投資家が「賛成する」とし、あわせて65%の投資家が有用であると回答しています。他方で、図表2のグラ

注 1

PwC "Corporate performance: What do investors want to know? Reporting adjusted performance measures", July 2014, <http://www.pwc.com/gx/en/services/auditassurance/corporate-reporting/investor-view/investor-survey-edition.html>

フは、企業の経営者が基準に規定された損益(例えば、税引き前当期純利益)を調整して算出した代替的業績指標の表示や開示を公正なものとして信頼しているかどうかという質問については、55%の投資家が疑念を示しています。さらに、図表3のグラフでは、企業の経営者が利用する代替的業績指標について基準に規定された損益への調整が過度なものや一般的でないと考えられる場合には、リスクの高い企業の経営者であると評価すると81%の投資家が回答しています。ここまで示した投資家からの回答では、投資家は、一般に、追加的な小計や代替的業績指標による情報は有用であると考えています。他方、その情報に信頼性が認められないおそれもあると考え、リスクがあると警戒していることもうかがえます。このような、投資家の懸念や警戒を払しょくするために、必要な改善のヒントは、図表4のグラフの回答にあります。すなわち、76%の投資家が何らかの基本的な一般原則に基づいて企業の経営者が代替的業績指標を示している場合は、信頼感を得ることができると回答しています。

3. 規制当局の対応

(1) 欧州市場監督局 (ESMA) のガイドライン

ESMAは、2015年6月に「代替的業績指標に関するガイドライン」^{注2}(以下、ガイドラインとする)を公表しており、2016年7月3日以降に公表される規制市場の規則で規定される年次報告書や届出書などに適用されます。ESMAのガイドラインは、代替的業績指標が、適切に利用され表示されている場合には、投資家に対して適切な追加的な情報を提供することができると考え、代替的業績指標の有用性や透明性を促進するために、図表5のような発行体への要求事項を含めています。

(2) 米国証券取引委員会 (SEC) の法令遵守及び開示に関する解釈指針

SECにおいても、規則等に準拠した非GAAP財務数値の利用は、企業の事業、過去の業績や将来の見通しに関連した企業経営者の洞察を提供できるものと考えています。他方で、表示の仕方や調整項目の偏向等により、投資家に誤った情報を提供するおそれがあるものとも考えています。SECスタッフは、近年、個別の発行体に対して、頻繁に非GAAP財務数値にかかわるコメントを実施してきており、このコメント対応で把握した問題点について、2016年5月に、非GAAP財務数値に関する解釈指針^{注3}をアップデートしました。この中で、非GAAP財務数値の開示規則であるRegulation Gに違反する可能

図表5 代替的業績指標の表示に関するガイドライン

代替的業績指標の表示に関するガイドライン
● 代替的業績指標の明確な定義。理解可能な名称の付与。
● 最も直接的に関連する基準に基づく項目との調整。
● 代替的業績指標の利用方法の説明。
● 基準に基づく項目より目立たせない。 強調しない。権威づけない。
● 過年度の比較情報を伴った表示。
● 一貫した定義の利用。変更があれば正当な理由の説明。

図表6 Regulation G に違反する可能性のある例

Regulation G に違反する可能性のある例
● 通常、反復する現金支出を伴う、発行体の事業遂行上必要な事業費用を業績数値から控除して非 GAAP 財務数値とする。
● 変更理由を明示することなく、表示期間で一貫しない非 GAAP 財務数値を用いる
● 臨時的な損失は控除し臨時的な収入は含める。
● 会計基準に準拠した収益認識基準とは異なる基準で算定した非 GAAP 財務数値を利用する(たとえば、基準に基づけば契約期間にわたって認識する収益を、現金受領時に認識した場合の収益の金額を置き換えて代替的業績数値を算定)

注 2

ESMA, Guidelines on Alternative Performance Measures, October 2015,

<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-final-guidelines-alternative-performance-measures>

注 3

SEC, Compliance and Disclosure Interpretations: Non-GAAP Financial Measures, May 2016,

<https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/nongAAPinterp.htm>

性のある例として図表6のような例を示しています。

また、このほかにも非財務情報の開示規則を定める Regulation S-K に違反する事項も例示しています。

4. 会計基準設定主体の対応

会計基準設定主体である IASB や FASB でもこうした代替的業績指標や非 GAAP 財務数値に対する取扱いを検討しています。

(1) IASB

IASB が実施した 2015 年アジェンダ協議に対する意見募集では、現行 IFRS に基づく財務諸表が投資家に価値ある情報を提供していないおそれがある理由の1つとして、IFRS で定義や特定化されていない代替業績指標の利用の拡大をあげています。

IASB はこのような利害関係者からのフィードバックを踏まえて、「より良いコミュニケーション」を実現するために実施し、または実施予定とするプロジェクトを定めています。中でも、基本財務諸表に関するプロジェクトは、優先されるものの1つとして、業績報告計算書(純損益及びその他の包括利益計算書)の構造と内容に焦点をあてることとし、営業利益を基準で定義づけた小計として取り扱うか否かや、代替的業績指標(たとえば、EBIT や EBITDA)の利用等の検討を行うこととしています。

(2) FASB

財務会計基準審議会(FASB)では、2014年1月に、業績報告プロジェクトが、リサーチの項目としてアジェンダに加えられています。このプロジェクトは、以下を主要な目的としています。

- 業績報告計算書において提供される情報の表示方法の改善の評価。
- 企業のキャッシュ・フローの金額、時期、不確実性に影響を与える項目の表示や業績報告計算書の理解可能性の向上に必要な改善の検討・評価。

このプロジェクトの主要な目的を達成するために、営業活動とその他の営業活動に関わる損益の区分を設けること、営業利益を定義づけ業績指標として表示すること等により、新たな表示項目や表示の仕方を導入すべきかどうか、また、具体的な導入の方法等を検討し、評価することを予定しています。

5. 追加の小計や代替的業績指標を用いる場合の確認ポイント

現行の IAS 第1号の要求事項を踏まえると、IFRS で財務諸表を作成する会社が純損益およびその他の包括利益計算書において、小計や代替的業績数値などの表示項目を追加する場合には、以下の点を確認する必要があると考えられます。

-説明の必要性-

他の会社が利用していない会社の固有の数値を追加の表示項目として示す場合、その理由を明確に説明。一部の営業費用および営業収益について除外して小計を示す場合、それらの項目を小計に含めない理由を明確に説明。

-IFRSへの準拠性-

追加の表示項目に、一部の営業費用および営業収益を含めない場合には、IFRS の規定に準拠していることを確認。

-継続性-

採用した表示項目は、同様の方法を継続して適用。マネジメントの恣意性が毎年判断に入ることは排除。

-明瞭性-

原則として、費用の性質に基づく分類と機能に基づく分類は混合しない。

-目立たせない-

小計として示される代替的な数値が、IAS 第1号で要求されている項目よりも目立つ形で示さない、また、より有用であるとは示さない。

-IFRSの規定に準拠しない数値-

基本財務諸表での表示は不可。但し、マネジメントアプローチの適用が認められているセグメントの注記に含むことは可能。

6. 不動産ファンドで利用される代替的財務指標

不動産ファンドは不動産の賃料収入から、その賃貸業務にかかる費用、減価償却費、支払利息、その他の経費を除いた額が純利益となるためその水準は一般的な事業に比べ安定的と言えます。また、不

不動産ファンドにおいては、課税を回避する目的で、純利益のほとんどすべてを分配する性質上、安定的な分配水準が長期的に継続することが期待されています。上場JREITにおいては、そうした仕組みを前提として、株価が形成されています。したがって、不動産ファンドにおいて開示される業績指標は、将来の分配水準を一定程度担保する指標として、投資意思決定に影響を与える程度は高いと言えます。

特に、上場されているJREITは、一般投資家の投資対象となり、決算期ごとに、投信法に基づく資産運用報告書、金融商品取引法に基づく有価証券報告書といった法定開示書類以外にも、投資家説明用の開示資料やプレスリリースにより、業績結果や業績予測を開示し、代替的財務指標が含まれているのが一般的です。代表的なものとして以下のような指標があります。

Net Operating Income (NOI)

NOIは、明確な定義はありませんが、保有する不動産により得られる賃料収入から、光熱費、修繕費、プロパティマネジメント報酬など賃貸事業に伴う費用を控除した額とされます。個別の不動産単位で計算可能であること、減価償却費を含まないため会計方針の影響を受けないことなどから、不動産価値を個別物件レベルで、また、ファンドレベルで算定する指標として広く利用されています。

Loan To Value (LTV)

有利子負債を総資産で除したものであり、借入金比率を示します。財務健全性の指標となりますが、不動産ファンドでは借入金を一定程度利用してレバレッジ効果を図ることが期待されているため、財務戦略を評価する指標とされています。また、レンダーにとっては資産価値のどの程度まで貸付を行うかの指標として利用されています。

Fund From Operation (FFO)

FFOとは当期純利益に、減価償却費等を足し戻し、また、継続的に発生するものではない損益を加

減することによって求められます。FFOについては、より詳しく後述します。また、FFOから必要な資本的支出などを控除したAdjusted FFO(AFFO)もあわせて開示されることもあります。

公表されているJREITの開示資料によると、これら以外にも、図表7のような指標が使用されています。

図表7

上場 JREIT で開示される代替的財務指標
◆ FFO・AFFO・1口当たり FFO
◆ NOI・償却前 NOI・鑑定 NOI
◆ 総資産 LTV・鑑定 LTV
◆ DSCR・インタレストカバレッジレシオ
◆ NAV・BPS・一口当たり NAV・一時的効果を除外した1口当たり NAV
◆ 含み益・含み損益率
◆ 資本的支出

各上場JREITにおいて、投資家に開示されている各種の指標は、概ねその計算方法は整合していますが、必ずしも一般的に受け入れられた明確な定義があるわけではありません。定義の開発やステークホルダーの合意形成などに長い期間が必要になります。例えば、上場REIT市場の歴史が長い米国においても、これらの指標のうち、FFOの定義について議論が行われてきました。

7. FFOホワイトペーパー

米国のREITの業界団体であるNational Association of Real Estate Investment Trust(NAREIT/全米不動産投資信託協会)は、FFOをREITの最も重要な非GAAP財務数値の一つとして、議論を重ねてきました。1991年にFFOの定義を定めるホワイトペーパー^{注4}を発行して以来、1995年、1999年に改善が加えられ、2002年の現行の定義となっています。

● FFOの定義

FFOとは会計基準に基づいて算定された純利益から売買損益を除外し、減価償却費等その他の償却費を足し戻し、また、非連結のパートナーシップやジョイントベンチャーから得られる利益についても同様の調整を加えたものと定義されます。

● FFOの意義

会計上の純利益は、減価償却費を加味して計算されますが、減価償却費は不動産の価値が時の経過に伴って定期的に減少していくことを前提としています。一方で、不動産の価値は不動産市場の状況に応じて増減するため、会計上の利益は、不動産の取得価格に応じて変動する、つまり、仮に同一の不動産を取得し同じように運営したとしても、その取得時期によって報告される業績は異なります。また、会計上の利益は、その金額そのものだけではなく、株価収益率（PER）などの他の指標にも利用されるため、投資家は業績を検討する情報として会計上の利益だけでは十分ではないと考えたのです。そこで、会計上の純利益に減価償却を「足し戻す」FFOを使用することで、取得原価の償却費を業績から除外する指標としました。

FFOはその計算過程から、キャッシュ・フローの水準を示す指標や継続的な配当の分配余力を示す指標として理解される傾向がありますが、本来の趣旨は、会計上の純利益から不動産の取得時期により変動する減価償却費を除くことで、不動産の取得価格に左右されずに、複数の不動産ファンドの業績を比較可能にする利益水準の指標として考えられたものでした。

● 足し戻される減価償却費の範囲

FFOの定義を最初に公表した際、足し戻すべき償却費について明確な基準を示さなかったため、実務上、足し戻される償却費の範囲に差が生じまし

た。これについて、もともと償却費を足し戻す概念は不動産の価値がその取得時期に応じて変動するに伴い償却費が変動する影響を排除する目的であり、不動産以外の資産の償却費はそれらがREITではない一般の他の業種により保有されている場合と、REITにより保有されている場合とまったく差はないと結論づけました。そのため、ソフトウェアの償却費や繰り延べられたファイナンスコストの償却費は足し戻すべき金額には含まないとされています。

● 非経常的な項目

同様に、FFOは経常的な業績指標の提供を目的としたことから、期間比較を可能にするために、非経常的な項目を除くとしたましたが、これについても明確な基準がなかったため、その範囲について実務上差が出ることになりました。NAREITは検討の末、FFOに非経常的な項目を含めることとし、米国の会計基準の考え方とも整合するように変更しました。これにより、FFOから除かれる項目は、会計基準改正に伴う会計方針の変更等による累積的影響額や廃止事業からの損益といった項目のみとなりました。

● 売却損益の取り扱い

売却損益はFFOに含めないこととされていますが、その趣旨は、過年度に減価償却した資産の売却損益をFFOに反映させないことが趣旨であり、減価償却をしない土地や有価証券の売買損益を含めないことを意味するものではありません。したがって、取得した土地の隣地の売却などの売買損益を含めることは可能であり、その場合にはその金額を開示することとされています。

このように、米国では業界団体が長い期間をかけて指標のうち重要なものを明確化する努力を行ってきました。

注 4

NAREIT FFO White Paper and Related Implementation

<https://www.reit.com/advocacy/policy/nareit-ffo-white-paper-and-related-implementation>

8. おわりに

SECは、2016年9月、米国の上場REITの財務担当者2名について、米国の上場REITにおいて重視される指標の1つであるAFFOを不正に過大表示したとして告訴しました。この事案では、純利益からAFFOを算定する過程において、根拠が明確でない金額を調整項目として加算し、SECの指摘にもかかわらず当該行為を継続したことによるものです。ESMAのガイドラインで求められる代替的業績指標と最も直接的に関連する会計基準上の項目との調整を明示することが要求され、実務として定着していればこういった事案は発生しなかったかもしれません。

我が国においても、不動産ファンド、特にJREITの開示情報では、様々な代替的業績指標が開示されています。こうした指標は、投資家の意思決定に有用な追加的な情報を提供することは疑いがありません。一方で、その指標によって経営者が利用者に提供しようと意図した情報が必ずしも利用者に伝わらない可能性もあります。例えば、多くの上場JREITの開示情報に含まれる「含み益」という指標

は、各報告期間末における保有不動産の帳簿価額と評価額との差額として開示されていますが、有価証券報告書や資産運用報告書などの法定開示書類においては使用されていません。この差額を「含み益」という名称で開示すべきかどうか、また、「含み損」が生じた場合にも継続的に開示を行う必要があるかなど、名称や説明の必要性について、ESMAのガイドラインやSEC開示規則の解釈指針などが参考になる可能性があります。

また、代替的業績指標は、通常、財務諸表に含まれるものではなく、したがって、直接それらの指標について外部監査人による監査の対象となることもありません。その算定に関して適切な方針、内部統制手続が整備されていない可能性についても留意が必要です。経営者は、代替的業績指標は、その算定過程や開示のルールが明確でなく、会計数値に比べて利害関係者の意思決定を誤らせる可能性があること、また、財務諸表利用者がそれらの代替的業績指標に関して懸念を持つ場合には、経営者の信頼性にも懸念が及ぶ可能性について留意し、これらの指標の開示には、十分な検討を行う必要があります。

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業務を提供。主たる著書として、「投資信託の計理と決算」(中央経済社・共著)、「不動産投信の経理と税務」(中央経済社・共著)、「集団投資スキームの会計と税務」(中央経済社・共著)等。PwCあらた監査法人の不動産業・IFRS チャンピオン、およびPwC・GlobalのIFRS・業種別委員会・不動産部会の委員を務める。

おおた ひでお

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

やぶたに たかし

公認会計士、PwCあらた監査法人 第3金融部(資産運用)ディレクター 不動産運用インダストリー全般、Jリートおよび私募不動産ファンドなどに対して、監査およびアドバイ業務を提供。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。

第15回定時社員総会懇親会のご案内

ARES は本年 5 月に第 15 回定時社員総会を開催し、終了後には懇親会を開催します。

日 時

平成 29 年 5 月 31 日（水） 正午～午後 1 時 30 分

会 場

帝国ホテル本館 3 階 「富士の間」

投資家の利益に資する J リートの情報 開示のあり方研究会 報告書

J リートの情報開示については、金融商品取引法、投信法及び東京証券取引所が定める規則等に従って制度的な開示が実施されています。これらに加えて、J リート各社により任意の開示が行われており、個社の創意工夫が競われています。

投資家の利益に資する情報開示においては、正確で有用性の高い情報を分かりやすく発信することが重要であり、情報開示のあり方を検討するためには、その観点から、J リートの特性や多様性を斟酌した多面的な検証を行う必要があります。

そこで ARES では、昨年「投資家の利益に資する J リートの情報開示のあり方研究会」を設置し、市場関係者、学識経験者、弁護士、J リート資産運用会社等の有識者 10 名の委員により議論を重ね、昨年 12 月に「投資家の利益に資する J リートの情報開示のあり方研究会 報告書」を取りまとめました。本報告書は、ARES の WEB サイト <http://www.ares.or.jp/investigation/academics/index.html> でご覧いただけます。

平成 28年度ARESマスターフォーラム 実施報告

マスターフォーラムを下記のとおり開催いたしました。マスターフォーラム in 仙台では、当日、雪が降るなかでの実施となったにもかかわらず参加率が高く、参加者の方々が積極的に交流される様子がみられました。

マスターフォーラムは平成 29 年度も引き続き東京 6 回、大阪・名古屋・仙台での開催を予定しております。テーマや開催日時を含め、詳細は決定次第、ACM Mail でお送りいたします。

● 開催概要

仙台	テーマ	2017 年の不動産市場の行方 ～マイナス金利の影響はどうか～
	講師	田邊 信之 先生（宮城大学 事業構想学部 教授）
	日時	2017 年 2 月 9 日（木）17：30～19：30
第 6 回	テーマ	公共不動産の証券化を考える —米国政府庁舎 REIT を例として—
	講師	川口 有一郎 氏（早稲田大学 商学学術院 教授）
	日時	2017 年 3 月 23 日（木）17：30～19：30



平成 29年度マスター養成講座 申込受付開始

3 月 22 日より平成 29 年度マスター養成講座のお申込受付を開始いたしました。新規受講については 4 月 18 日（火）までの受付となっておりますので、受講を希望される方は期間内にお申込み手続きをお願いいたします。

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。

<http://www.ares-campus.ares.or.jp/>

※再受験申込みのスケジュールはホームページにてご確認ください。

申込受付期間（新規受講） 4 月 18 日（火）17 時まで

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）

※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、平成 29 年度講座受講料については、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。（昨年 3 月に公表済み）

マスター資格制度の一部変更について

(平成 29 年 4 月 1 日適用)

不動産証券化協会は、不動産投資市場の更なる拡大に向けた優秀な人材確保の観点から、平成 29 年 4 月 1 日付でマスター資格制度を一部変更いたします。

具体的な内容につきましては、下記 URL のマスター資格制度 Web サイトのインフォメーション^(注)に PDF ファイルのご案内を掲載しておりますのでそちらでご確認ください。

<http://www.ares-campus.ares.or.jp/information/master/1612/>

(注) 2017 年 3 月 2 日付の「【重要】マスター資格制度の変更について (平成 29 年 4 月 1 日適用)」というタイトルのインフォメーションをご確認ください。なお、本件につきましては、マスターの皆様 (3 月 2 日付)、会員窓口及びマスター資格制度の企業ご担当者様 (3 月 3 日付) 宛てにメールにてご案内済みの内容です。ご不明点などはマスター資格制度事務局までお問い合わせください。

● 主な制度変更点

- 1 継続教育の「2 回目の警告」の取り扱いの変更と資格喪失
- 2 出産、育児に伴う休職・離職を理由とした資格登録の一時停止
- 3 資格の再認定制度の導入
- 4 更新審査の要件変更、マスターの欠格事由の追加

※今般の制度変更にはマスター養成講座の受講や合否判定に関わる制度変更は含まれておりません。

上記のうち、「3 資格の再認定制度の導入」は、過去に資格を喪失された方が再びマスターとなることを希望される場合に、これまでと比較して資格の認定までの負担が軽減されるようにした措置です。ご異動や海外勤務等によりマスターの登録を辞退された方が、他の分野や海外業務での経験知を不動産投資市場に再び活かしていただくことで、市場の発展・拡大に寄与することを期待して導入したものです。

詳細は下記 URL のマスター資格制度 Web サイトの「再認定制度について」にてご確認ください。

<http://www.ares-campus.ares.or.jp/certification/process/re-certified/>

会員情報

入会

第92回理事会（平成29年3月14日開催）において、次の通り入会が承認されました。

※入会はいずれも4月1日付。敬称略

<賛助会員>

●三井物産・イデラパートナーズ株式会社

代表者：代表取締役社長

菅沼 通夫

所在地：東京都千代田区
西神田 3-2-1



●森トラスト・ホテルアセットマネジメント株式会社

代表者：代表取締役社長

遠藤 信幸

所在地：東京都港区虎ノ門
四丁目3番1号



●岩田合同法律事務所 山根室パートナーズ

代表者：代表パートナー

若林 茂雄

所在地：東京都千代田区
丸の内 2-4-1
丸の内ビルディング 10 階



●タカラアセットマネジメント株式会社

代表者：代表取締役社長

舟本 哲夫

所在地：東京都千代田区
大手町 2 丁目 1 番 1 号
大手町野村ビル 16 階



会員名の変更

次のとおり当協会会員の名称が変更となりました。

<正会員>

●東急不動産リート・マネジメント株式会社

(旧商号：東急不動産コンフォリア投信株式会社)

平成29年4月1日付

<賛助会員>

●CRE リートアドバイザーズ株式会社

(旧商号：ストラテジック・パートナーズ株式会社)

平成29年2月28日付

●S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社

(旧商号：スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社)

平成29年4月1日付

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

<正会員>

●トーセイ・アセット・アドバイザーズ株式会社

代表取締役社長

藤永 明彦

平成29年3月1日付

●株式会社 みずほ銀行

取締役頭取

藤原 弘治

平成29年4月1日付

<賛助会員>

●グッドマンジャパン株式会社

CEO

アンガス ブルックス

平成28年8月10日付

退 会

<正会員>

- JP モルガン証券株式会社 平成 29 年 3 月 31 日付
- 東急不動産アクティビア投信株式会社 平成 29 年 3 月 31 日付

<賛助会員>

- 株式会社 アドパークコミュニケーションズ 平成 29 年 2 月 14 日付
- 株式会社 ラルゴ・コーポレーション 平成 29 年 3 月 31 日付
- ポールヘイスティングス法律事務所・外国法共同事業 平成 29 年 3 月 31 日付
- 株式会社 ダヴィンチ・アドバイザーズ 平成 29 年 3 月 31 日付
- 株式会社 ハウスメイトパートナーズ 平成 29 年 3 月 31 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 29 年 2 月～3 月

2 月 3 日	第 88 回税務・会計委員会
2 月 7 日	Jリート実務委員会第 6 回成果物改訂分科会 第 74 回市場動向委員会
2 月 8 日	Jリート実務委員会第 4 回第 2 分科会
2 月 9 日	平成 28 年度 ARES マスターフォーラム in 仙台
2 月 13 日	Jリート実務委員会第 4 回第 3 分科会
2 月 14 日	JAREFE・ARES 不動産投資インデックスセミナー 2017
2 月 16 日	第 95 回市場整備委員会
2 月 20 日	第 26 回国際委員会
2 月 21 日	第 55 回教育資格制度委員会 第 76 回企画委員会正副委員長会議
2 月 22 日	第二種金融商品取引業協会未加入業者対象研修会 Jリート普及全国キャラバン（加須市）
2 月 24 日	金融庁・国土交通省・東京証券取引所・不動産証券化協会共催「ヘルスケア施設関連事業者対象 特別セミナー」（名古屋）
2 月 24・25 日	東証 IR フェスタ 2017 に「Jリートコーナー」出展
2 月 28 日	第 43 回企画委員会
3 月 1 日	Jリート実務委員会第 4 回イベント推進分科会
3 月 3 日	Jリート実務委員会第 5 回第 1 分科会
3 月 6 日	第 85 回運営委員会
3 月 7 日	Jリート資産運用会社代表者懇談会
3 月 10 日	Jリート実務委員会第 7 回成果物改訂分科会
3 月 14 日	第 92 回理事会
3 月 16 日	Jリート実務委員会第 5 回第 3 分科会
3 月 17 日	Jリート実務委員会第 5 回第 2 分科会
3 月 23 日	Jリート普及全国キャラバン（川西市） 平成 28 年度第 6 回 ARES マスターフォーラム
3 月 24 日	基礎セミナー：初心者のための「不動産証券化の基礎知識」
3 月 27 日	Jリート実務委員会第 5 回イベント推進分科会
3 月 28 日	第 78 回制度委員会
3 月 29 日	金融庁・国土交通省・東京証券取引所・不動産証券化協会共催「ヘルスケア施設関連事業者対象 特別セミナー」（東京）
3 月 30 日	第 89 回税務・会計委員会 第 8 回広報推進委員会

「国民の安定的な資産形成と 顧客本位の業務運営（フィデューシャリー・デューティー）」 －「顧客本位の業務運営に関する原則」について－ 開催のご案内

本年 1 月 19 日、金融庁より「顧客本位の業務運営に関する原則（案）」が公表されました。本案は、国民の安定的な資産形成と顧客本位の業務運営（フィデューシャリー・デューティー）等について審議が行われた金融審議会市場ワーキング・グループの報告を踏まえて取りまとめられており、金融事業者が顧客本位の業務運営におけるベスト・プラクティスを目指す上で有用と考えられる原則が定められています。

本原則については、顧客本位の業務運営を目指す金融事業者（金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等を行う全ての金融機関等）において幅広く採択されることが期待されている他、外形的に遵守するのではなく、その趣旨・精神を咀嚼し、各自がそれを実践していく為にとるべき行動を適切に判断することが求められており、本原則を採択する場合には、顧客本位の業務運営を実現するための明確な方針を策定し、当該方針に基づいて業務運営を行うことが求められています。

会員限定研修会では、本原則の内容や目的、趣旨について、顧客本位の業務運営に関する議論の経緯・背景とともに、金融庁の担当官よりご説明頂きます。

● 開催概要

日 時：平成 29 年 4 月 14 日（金）10:00 ～ 11:30（9:30 受付開始、10:30 受付終了）

会 場：全社協灘尾ホール（東京都千代田区霞が関 3 丁目 3 番 2 号）

講 師：金融庁総務企画局市場課 市場企画室長 大江 亨氏（予告なく変更になる場合があります）

参 加 費：正会員：無料 / 賛助会員：無料

募集人数：300 名 ※先着順

申込期限：平成 29 年 4 月 12 日（水）※定員に達し次第締め切らせていただきます。

申込方法：ARES ホームページよりお申し込みください。

■ 編集後記

新聞に載っていた、神里達博千葉大教授の論文「『火の地震』都市は備えを」は、記憶に新しい大火災（糸魚川、埼玉の物流倉庫）ではどちらも鎮火に時間を要した、もし、水道や電気が止まってしまうような大地震発生時に同時多発的に起きたら・・・と、次の大災害にどう備えるのかを改めて考えさせるものでした。そして火事の怖さも。最近では照明器具に合わないランプを取り付けたことが原因の火災が多いようです。空気が乾燥し強い風が吹きやすい春、十分に気を付けたいと思います。（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.36 平成 29 年 4 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