

不動産証券化ジャーナル

共に市場を創る

●特集 ASEAN不動産事業 2017



津和野百景図 第十七 祇園会鷺舞ひ (津和野町郷土館)



重要無形民俗文化財 弥栄神社の鷺舞 (津和野町商工観光課)



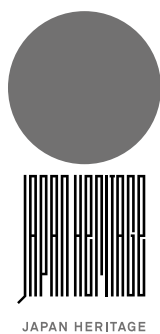
津和野今昔 ～百景図を歩く～ (島根県津和野町)

幕末の津和野藩の風景等を記録した「津和野百景図」には、藩内の名所、自然、伝統芸能、風俗、人情などの絵画と解説が100枚描かれている。明治以降、不斷の努力によって町民は多くの開発から街を守るとともに、新しい時代の風潮に流されることなく古き良き伝統を継承してきた。百景図に描かれた当時の様子と現在の様子を対比させつつ往時の息吹が体験できる稀有な城下町である。

絵は「津和野百景図 第十七 祇園会鷺舞ひ」。写真は重要無形民俗文化財「弥栄神社の鷺舞」。鷺舞は戦国時代、京都から山口を經由して津和野に伝わり、原型を今日に残す。夏の祇園祭りにあわせて行われる津和野の代表的な神事。

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。



田中 俊平

長島・大野・常松法律事務所
パートナー 弁護士
(不動産証券化協会フェロー)

トヨタ自動車の株主総会で豊田章男社長が「予測できない時代。前例踏襲ではなく、スピードと前例無視で行動していく。」と述べた。羅針盤が変わった。

IT革命は、データセンターなど新たなアセットタイプを創出するとともに、流通の変革を通じて物流不動産への投資残高を急拡大させた。少子高齢化、グローバル化などによる国内産業の変化は、インフラへの投資機会を創出し、ホスピタリティ・環境関連施設への開発投資を急増させ、ヘルスケア施設への投資機会を拡張し、海外不動産への関心を復活させ、地方創生関連施設への投資開発にも繋がっている。第4次産業革命の不動産市場への影響は不透明だが、大きな変化への備えは必要だ。

経産省は「フィンテックビジョン」を公表し、金融庁は「フィンテックベンチャーに関する有識者会議」を立ち上げた。不動産投資市場に登場したクラウドファンディングが改正不特法により発展する可能性があるほか、フィンテックは不動産証券化市場にも変化をもたらすだろう。一方、金融庁は技術革新や競争環境の変化を踏まえて新たなモニタリングのあり方を検討している。現在の議論の焦点は銀行だが、いずれ不動産証券化にも及ぶはずだ。不動産証券化市場は、技術革新のみならず、モニタリングシステムや規制の変化にも適応しなければならない。

2015年にはコーポレートガバナンスコードが導入され、企業のガバナンス強化に向けてソフトローの整備が続いている。今年は制定以来120年ぶりに不動産取引契約の基本法たる民法の債権法部分が抜本的に改正された。

次々と変化の波が押し寄せるなか、不動産業界にも、不動産証券化市場にも、近い将来新たな羅針盤が求められるかも知れない。羅針盤の示すべき方角は、昔も今も将来

羅針盤

も、投資家、顧客、取引先その他のステークホルダーの持続的信頼だろう。この方角を探るために「前例」に代わり何を用いるのか、思い浮かべるべきキーワードは多い。

「integrity」。ずっと心に留めてきた言葉である。きっかけは米国ダウ平均構成銘柄常連企業の法務責任者との会話だった。彼は、若かった私に、同社がM&Aの法務監査や内部議論を厳しく徹底する理由を「会社のintegrityのためだ。会社にとって最も重要なことだ。」と説明した。幾多の社会変動を乗り越え構成銘柄であり続ける同社から、アクセル役（事業開発担当者等）とブレーキ役（法務担当者等）が相互信頼と敬意を基礎に真摯かつ徹底的に調査し、検討し、侃々諤々議論を戦わせることで、説明責任を果たすことのできる結論を導こうとする姿勢を強く感じており、この言葉が心に残った。

英和辞典は「integrity」を「正直、清廉、高潔、誠実、健全、完全、無欠（の状態）」と訳す。だが、その時の私にはいま一つしっくりこなかった。私は「integrity」を「過去から未来まで見据えてあらゆる真つ当な質問や批判を想定し、これらに対してきちんと説明することができるかを自らに問い、きちんと説明のできる選択を行おうとする姿勢」であると受け止め、心に留めた。以来、視界不良な状況に出くわすとこの言葉を思い出す。

視界不良な状況下、説明責任を果たそうとする真摯な姿勢はステークホルダーの信頼の基礎となるはずだ。そのためには、コーポレートガバナンスコードの示唆する執行機能とモニタリング機能の適正な分担、ゼネラリストと各種スペシャリストの適切な機能分担と研鑽、そして他の機能への理解と敬意を基礎に、真摯に調査、検討、議論を行い、迅速に信頼される決断を試みるのが一つの方向性ではなかろうか。

実際に採用される羅針盤は歴史や文化も踏まえ組織毎に異なるだろう。しかし、検討にあたっては「integrity」をキーワードに加えてみてはいかがだろうか。今後、ガバナンス体制の整備とARESマスターその他の市場プレイヤーの果たすべき役割が益々重要になりそうだ。

不動産証券化ジャーナル

共に市場を創る

CONTENTS

Special

巻頭言	羅 針 盤	3
	田中 俊平 長島・大野・常松法律事務所 パートナー 弁護士（不動産証券化協会フェロー）	

特集		6
----	--	---

ASEAN不動産事業 2017

日本企業による ASEAN 不動産事業動向	7
増宮 守 株式会社ニッセイ基礎研究所 金融研究部 主任研究員	

事例		
	ケネディクス株式会社	
	ASEANでケネディクスモデルを展開する～新たなREIT 市場へ～	13
	中尾 彰宏 Kenedix Asia Pte. Ltd. CEO & President	

清水建設株式会社

海外での投資開発事業を再開 ～シンガポール・コンドミニアム、データセンター、オフィスビルの開発～	19
鷺見 晴彦 清水建設株式会社 投資開発本部副本部長 兼 海外投資開発部長	
河上 秀人 清水建設株式会社 海外投資開発部 副部長 Regional Head, Deputy General Manager	

丸紅株式会社

ASEANで住宅分譲事業を再開 ～マレーシア/クアラルンプール首都圏における住宅開発～	25
佐野 竜平 丸紅株式会社 不動産開発事業部 海外開発事業課 担当課長	

東南アジア諸国における不動産関連事業に関する 実務上の留意点とその横断的説明の試み	29
--	----

川村 隆太郎 森・濱田松本法律事務所シンガポールオフィス 弁護士・ニューヨーク州弁護士	
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	

ASEAN 諸国の PPP と投資面でのパッケージ型インフラ輸出	39
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	

NEWS	47
------	----

第15回 定時社員総会・懇親会を開催

トップインタビュー	61
-----------	----

坂本 周氏に聞く

森トラスト・ホテルアセットマネジメント株式会社 代表取締役社長

進取果敢	64
------	----

伝統・信頼・挑戦

仲條 彰規 三菱地所投資顧問株式会社 取締役社長

Market

ドイツの不動産市場 多様性、安定性、需要の高さが特徴	66
アンドレアス・シラー CEO/Schiller Publishing House SPH Newsletter 編集長	
クラウディア・ボイマンス EXPO REAL 見本市ダイレクター/メッセ・ミュンヘン	
山賀 千晶 代表取締役/株式会社メッセ・ミュンヘン・ジャパン メッセ・ミュンヘン日本代表部	

物流施設の領域拡大：マルチユースと冷凍冷蔵 73

高橋 加寿子 CBREリサーチ シニアディレクター

Business Trend

Practical Study & Research 78

第17回 良質なストック形成にむけて ～時代とともに変化する不動産利用～

中山 善夫 株式会社ザイマックス不動産総合研究所 代表取締役社長
山方 俊彦 株式会社ザイマックス不動産総合研究所 マネジャー
鎌田 佳子 株式会社ザイマックス不動産総合研究所 マネジャー

Practical Study & Research 84

第18回 米国不動産カウンセラー協会発表 「2017～18 不動産に影響を与える今年の10大テーマ」 ～世界的な不動産専門家集団による年次報告～

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

Column

岡野先生の不動産歴史探訪 26 92

東京の防災

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

住宅宿泊事業法について 94

佐伯 優仁 森・濱田松本法律事務所 弁護士・ニューヨーク州弁護士
小中 諒 森・濱田松本法律事務所 弁護士

借地上の建物の建替・再築（後編） 102

齋藤 理 長島・大野・常松法律事務所 弁護士
池田 直樹 長島・大野・常松法律事務所 弁護士

投資法人の最新税務動向 108

第6回 インフラ投資法人

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 114

第49回 のれんの会計処理

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

第12回 ARESマスターコンベンション開催報告 118

ARESマスターフォーラム 実施報告 120

不動産投資運用業のコンプライアンス研修開催報告 120

Essay

ニューヨークとその近郊から⑦ 121

千客万来ニューヨーク
岩瀬 正典 諸般の事情により該当記事を削除しました

ARES Information

..... 124

特集

ASEAN不動産事業 2017



東南アジア諸国連合（ASEAN）各国の経済成長に伴い、国境を越えた経済活動が活発になり、日本企業も市場としての重要性を増した ASEAN において幅広い分野で事業展開を進めています。

本特集では、日本企業による ASEANでの不動産事業の動きや不動産投資に関わる制度を俯瞰しつつ、ARES会員社による ASEANでの不動産事業については、ご担当者にご事業内容や狙いをお聞きしました。また、政府が後押しするインフラ輸出の実態や事業環境も紹介します。

Contents

■日本企業による ASEAN 不動産事業動向

株式会社ニッセイ基礎研究所 金融研究部 主任研究員 増宮 守

事例紹介

●ケネディクス株式会社

Kenedix Asia Pte. Ltd. CEO & President 中尾 彰宏

●清水建設株式会社

清水建設株式会社

投資開発本部副本部長 兼 海外投資開発部長 鷺見 晴彦

海外投資開発部 副部長 Regional Head, Deputy General Manager 河上 秀人

●丸紅株式会社

丸紅株式会社 不動産開発事業部 海外開発事業課 担当課長 佐野 竜平

■東南アジア諸国における不動産関連事業に関する実務上の留意点とその横断的説明の試み

森・濱田松本法律事務所シンガポールオフィス 弁護士・ニューヨーク州弁護士 川村 隆太郎

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 塙 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 宏樹

■ASEAN 諸国の PPP と投資面でのパッケージ型インフラ輸出

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 福島 隆則

日本企業による ASEAN 不動産事業動向



増宮 守

株式会社ニッセイ基礎研究所
金融研究部 主任研究員

1. 米国の注目の陰に隠れる アジア

米国大統領選後に大きく上昇した世界の株価は、トランプ大統領の就任以降も上昇基調を保っている。再三にわたりトランプ政権の政策運営力への懸念が指摘されているものの、概して米国景気拡大への期待は継続している。日本企業の今後についても、対米輸出や米国事業の拡大を通じ、米国景気拡大の恩恵を享受できるか否かが注目点となっている。

一方、米国の陰に隠れる形で、日本企業によるアジア進出やアジア事業の拡大は、以前ほど注目されなくなっている。米国との相対感もあるが、2015年のチャイナショック以降、中国経済の失速懸念が高まったことが大きい。中国経済は、直近、財政支出により一旦再加速したものの、構造的な高成長から安定成長への移行過程にあり、中長期的に減速が続くと見込まれている。

このようにアジアへの注目が低下する中、日本企業

による不動産事業でのアジア進出も落ち着いた感がある。しかし、アジアの中でもASEAN各国については、日本企業の事業拡大意欲が引き続き強いとみられる。今回、ASEANにおける日本企業の不動産事業について確認する。

2. ASEANの不動産需要の 背景

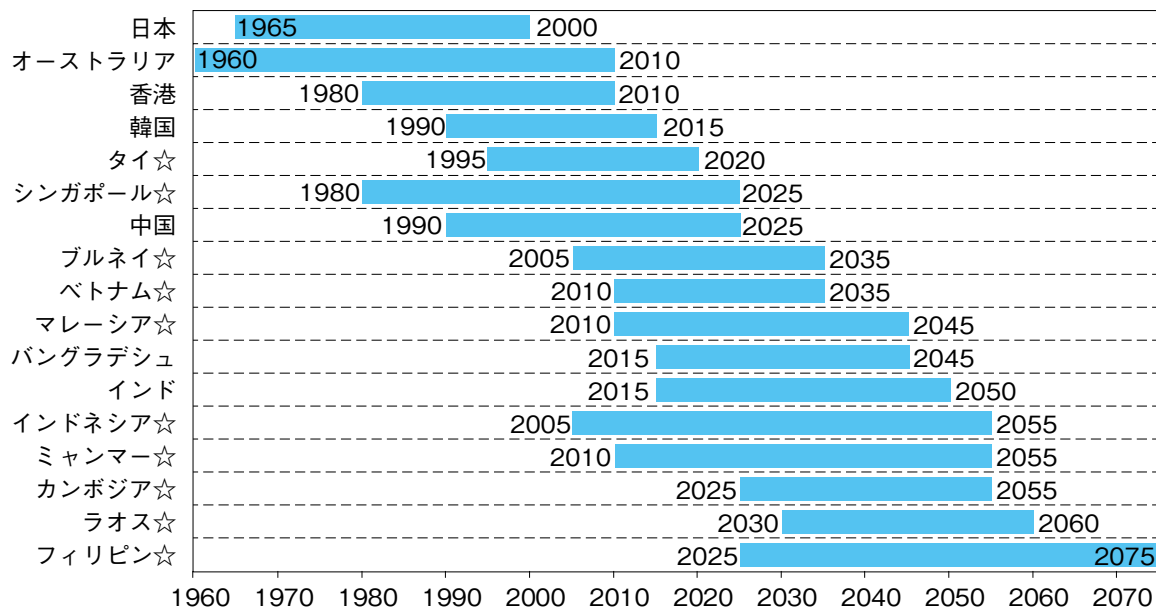
日本企業によるASEANの不動産事業をみるにあたり、改めてASEANにおける不動産需要拡大の背景を確認しておきたい。

アジアの多くの新興国は、人口増加が続き、人口ウインドウ期^{注1}を迎えている（図表1）。人口ウインドウ期は、生産年齢人口の比率が高く、子供や高齢者を支える社会負担が軽い特別な期間で、顕著な経済成長を伴う。先進国や中国では、既に生産年齢人口が縮小に転じているが、インドやバングラデシュなどでは、最近になってようやく人口ウインドウ期が始まって

注1

国連の定義する人口ウインドウ期は、15歳未満人口比率<30%かつ65歳以上人口比率<15%となる期間。類似の概念である人口ボーナス期には、生産年齢人口比率が残りの人口比率の2倍以上となる期間、生産年齢人口比率が拡大している期間といった複数の定義がみられる。

図表1 人口ウィンドウ期 (ASEAN および周辺主要国)



(出所) 国連データ 2015Revision の中位推計に基づきニッセイ基礎研が作成 (☆は ASEAN 加盟国)

いる。地続きのアジアでは、全域を結ぶ高速道路網の整備が進められており、また、格安航空会社の増加により、航空網の発達も著しい。地域全体をひとつとして考えれば、アジアの人口ウィンドウ期は非常に長期に及ぶとみることができる。

特にASEANについては、タイとシンガポールを除き、2035年あるいは2075年まで人口ウィンドウ期が続く。人口ウィンドウ期の継続を背景に、ASEAN各国では高い経済成長率が見込まれるが、はるか先の2050年を想定しても、現在の先進国の成長率より一段高い経済成長率の維持が予測されている^{注2}。

3. 都市の成長段階と不動産需要

また、各国の人口増加に加え、各国内での都市化の進展が、都市部での不動産需要を拡大する。都市の成長段階と、各段階で生じる不動産需要をイメージ化し、以下のように示してみた。ここでは、簡

易的に都市の成長段階を、順に新興都市、成長都市、近代的大都市、成熟都市の4つに分類している(図表2)。

まず、新興都市は、工場建設や資源開発などにより、経済活動拠点としての都市形成が始まった段階である。たとえば、台湾のEMSメーカー(電子機器受託製造サービス)が中国本土で巨大な工場を稼働しているが、各工場は膨大な人数の従業員を抱えている。新たな工場の始動は、新たな新興都市が誕生するケースのひとつと考えられる。

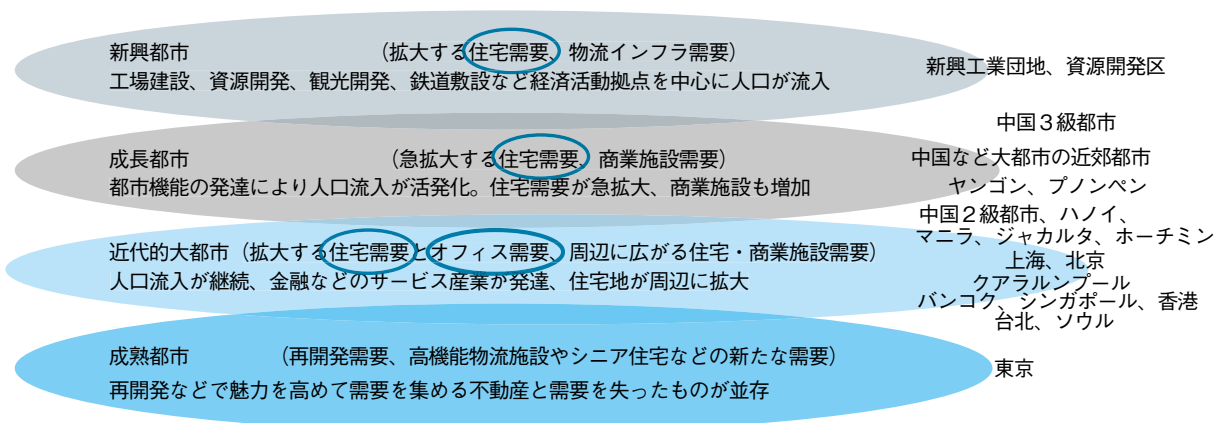
ある程度の人口が集まると、彼らの生活を支える経済活動が活発になり、周囲から新たな人口を集めつつ、成長都市の段階に進む。成長都市では、人口の流入に伴って住宅需要が拡大する他、都市機能が発達し、商業施設などの需要も拡大する。中国やASEANの多くの都市はこちらに該当するとみられる。特に規模が大きくなると、次の近代的大都市の段階に進む。

近代的大都市では、主にサービス業を中心に経済

注2

HSBC「The World in 2050」、PWC「The World in 2050」を参照

図表 2 都市成長段階と不動産需要のイメージ



(出所) ニッセイ基礎研究所

活動が活発化し、金融サービス業などが発達する。都市中心部ではオフィス需要が拡大し、商業施設やホテルなどの需要も拡大する。巨大な都市になると、周辺に複数の成長都市を従える形で大都市圏を形成する。ASEAN各国の主要都市はこちらに該当していると思われる。

また、成熟都市では、新しい機能を備えたオフィスビルや、シニア向けの住宅、インターネット社会に対応した高機能物流施設などの需要がみられ、需要を失った古いビルや施設を取り壊しながら再開発が進む。都市全体では成長都市のような拡大はみられず、部分的に若返りを目指す形といえる。

4. ASEANの住宅需要と開発事業

ASEANの各都市は、成長都市や近代的大都市に該当し、旺盛な住宅需要で溢れている。特にリーマンショック後の2009年以降、4兆元の大規模財政支出を実施した中国を中心に、アジア経済は急成長を遂げた。急増する中間所得層の住宅需要や、世界的な低金利に押し上げられ、住宅価格は大幅に

上昇し、住宅開発事業も活発化した。

リーマンショック以降のアジア経済の急成長は、世界景気の回復を牽引していた。そのため、グローバル企業にとって、アジアの成長性の取り込みは無視できないテーマとなり、大規模なビジネス機会である住宅開発事業は、多くのグローバル企業のターゲットとなった。こうして、現地企業と海外企業の双方が入り乱れる形で、アジアの住宅開発事業が活発化した。

住宅開発事業の中心は、やはり巨額の財政政策によって景気拡大が著しい中国であった。住宅が最も身近な投機対象でもある中国では、住宅価格が高騰し、現在、多くの都市で、住宅バブルの崩壊が懸念される状況となっている^{注3}。

住宅開発ブームは北京や上海などの1級都市の他、2級、3級都市にまで広がっており、加えて、経済成長目標の達成に向け、地方政府が不動産開発を強行するという構造的な問題もある。実需を無視した開発が過剰供給を生むケースも多く、価格下落リスクが高まった都市が増加している。ただし、住宅需要そのものは旺盛であるため、しばらく下落局面が続いた後には、再び需給バランスが改善するとの見方もある。

注3

中国の北京や上海、深センといった1級都市では、住宅価格の平均年収に対する倍率が、日本で土地バブルといわれた1990年頃の東京の水準に達している。

一方、ASEAN各国でも、中国に追随する形で、住宅価格が上昇し、住宅開発が活発化している。当初は中国での開発事業に注力していた日本企業も、中国経済の失速懸念や反日感情の高まりを受け、親日的かつ、景気サイクルが中国より遅く拡大余地の大きいASEANを選好するようになった。現在、多数の日本企業がASEANで住宅開発事業に関与しており、既にASEANに進出している日本企業が、第2、第3の開発案件に着手する動きが継続している。

ASEANの住宅価格上昇は、中国同様、中間所得層の拡大や低金利によるものの、住宅品質の向上による影響も大きい。伝統的な住宅形態は国やエリアで様々なものの、一般的に簡素な戸建てや長屋などが多い。しかし、最近では、中間所得層の拡大につれて、各地で近代的なコンドミニウムやタウンハウスなどが普及しつつある。以前は一部の富裕層や海外投資家向けの高級物件という位置付けだったものの、最近では、現地の中間所得層をターゲットにした開発プロジェクトが増加している。現地の不動産会社と海外の不動産会社が共同開発するケースも増加し、国境を問わず、ASEAN全体で住宅品質の向上が進んでいる。

ASEANで事業展開する日本企業も、現地の住宅品質の向上に少なからず貢献している。日本国内の仕様は、オーバースペックで高コストな場合が多く、そのままASEANに持ち込むことは難しい。しかし、現地の仕様や潜在ニーズを十分に把握し、日本国内の仕様を部分的に導入する、また、日本的要素をマーケティングに利用するなど是有効である。また、中には日本国内のマンションブランドをそのままASEANの現地市場で使用するケースもみられる^{注4}。

また、コンドミニウムを開発、分譲するだけでなく、サービスアパートメントを開発後、継続的に保有し、賃

貸運営するケースも増えてきている。たとえば、ASEANでは、長らく以前から、日本の総合商社が工業団地を開発し、その中で日本のメーカー企業が生産拠点を設けるケースが多かった。最近も工業団地の需要は拡大しており、新たな開発が進んでいる。工業団地の開発は、新興都市の形成ともいえるもので、周辺の住宅需要や商業施設需要を拡大させる。これらの工業団地の近隣で、日本企業がサービスアパートメントを開発、運営するケースがみられる。ASEANの現地市場に精通するにつれて、短期的に資金を回収する住宅開発、分譲事業だけでなく、日本企業は長期的なリスクも負担するようになってきたといえる。

5. ASEANの商業施設需要

成長都市や近代的大都市に該当するASEANの各都市では、住宅需要と同様、商業施設の需要も拡大している。ASEANでは、中間所得層の消費拡大が著しく、消費者の嗜好が伝統的な個人商店から近代的な商業モールに移行しつつある。

商業モールの開発、運営には、特にノウハウが求められるため、特定の大手不動産会社や、経験豊富な海外の不動産会社が開発の主体となるケースが多い。そのような中、大規模な住宅開発プロジェクトの一部として、日本企業が商業施設を開発するケースも少なくない。商業施設の開発、運営ノウハウが不足している新興国では、複合商業施設の開発、運営に際し、日本企業の参画に対する期待は高いといえる。

商業モールについては、国境を越えたブランド展開が特に多くみられる。たとえば、シンガポール企業が中国やASEANで100モール以上を展開しており^{注5}、また、日本企業が国内の商業モールブランドをそのま

注4
インドネシアでは東急不動産が現地子会社を通じて「BRANZ」を展開。

注5
シンガポールのキャピタランドモールアジアはアジア全域で106モールを開発、運営。

まASEANで展開するケースもみられる^{注6}。今後の競争の中で、日本の商業モールがどこまで存在感を高められるか注目である。

既に中国などでは、急拡大するネット通販の影響から、既存店舗の売上不振や閉鎖が増加している。日本国内ではネット通販に対抗する体験型モールが強化されているが、今後、ASEANの商業モール開発では、一層先進国市場での経験が重要になる。日本の小売市場は、消費者の要求水準が世界で最も高い市場といわれている。ASEAN市場において、日本企業が商業モールの開発、運営ノウハウを活用する機会はさらに増えていくものと思われる。

6. ASEANのオフィス需要

各首都などのASEANの主要都市は、近代的大都市の段階にあり、住宅需要だけでなく、オフィス需要の拡大も著しい。以前までは、旺盛な住宅需要に比べてオフィス需要は目立たず、銀行なども自社ビルで十分なスペースを確保していた。しかし、近年のアジア経済の急成長を経て、ASEANの主要都市の中心部では、金融サービス業などが発達し、オフィス需要が拡大している。オフィス需要の拡大に伴い、賃貸用オフィスビル（投資対象となるストック）も急増している。

たとえば、インドネシアのジャカルタでは、2010年頃からオフィス需要が急拡大し、オフィス賃料も大幅に上昇した。その後、大量のオフィスビル開発が進められ、現在では、それらの完成により、オフィス需給が悪化している。しかし、オフィス需要自体は旺盛で、今後、需給バランスは改善に向かうとみられる。2019

年には市内に地下鉄が開通する予定となっており、インフラ整備の進展に従い、さらなるオフィス需要の拡大が期待できる。

また、ホーチミンシティでは、リーマンショック以前の景気拡大期に多数の超高層ビルの開発が進められた。その後、それらが景気低迷期に完成するに従い、オフィス需給が悪化した。長らく停滞が続いたものの、オフィス需要は着実に拡大し、最近では、需給バランスの改善に伴い、新たにオフィスビルの開発が進んでいる。

その他、成長都市から近代的大都市に移りつつあるプノンペンでも、オフィス需要の拡大期待は大きく、世界最高層のツインタワーである高さ550mの超高層複合ビルの開発が計画されている。

このように、ASEANの主要都市では、オフィス需要の拡大に伴うオフィスビルの開発が活発である。大量供給によりオフィス需給が悪化することは多いものの、拡大する需要が徐々に過剰供給を吸収し、しばらく後には需給バランスが改善に向かう。こうして需給の悪化と改善を繰り返しながら、各都市で賃貸用オフィスストックの拡大が進む。

こうした中、日本企業がASEANでオフィス開発事業に携わるケースも増加している。中国本土では、行政と現地企業および華僑系の香港企業やシンガポール企業によるネットワークが強固であり、日本企業が主要なオフィスビルの開発機会を得ることは難しい。一方、ASEANでは、相対的に日本企業の存在感は大きく、主要都市でランドマーク的ビルの開発に参画するケースも複数みられる^{注7}。

また、ASEANでのオフィスストックの増加に伴い、今後は、開発機会だけでなく、既存ビルを取得する

注 6

三井不動産が複数のアウトレットモールやららぽーとを開発、運営。イモンモールは多数のモールを開発、自ら出店、運営。東神開発はシンガポールに加え、ホーチミンシティにも高島屋を出店、不動産開発、運営にも出資。

注 7

三菱地所はジャカルタで超高層複合オフィスビル、ヤンゴンで三菱商事などと駅直超高層複合ビルの開発に出資。三菱商事は、上記のヤンゴンのほか、マニラでも超高層オフィスビルを開発。オリックスもマニラで超高層複合ビルの開発に出資。東神開発はホーチミンで高島屋が出店する超高層複合ビルの開発に出資。

機会の増加も期待される。実際、既に日本企業による既存オフィスビルの取得事例もみられている^{注8}。

7. おわりに

このように、日本企業によるASEANでの不動産事業は多様化しつつある。短期間で資金を回収する住宅開発、分譲事業から、開発対象となる不動産の種類の多様化、および継続的に保有して運営するなどのリスクテイク期間の多様化がみられる。

今後は、ASEAN各国における賃貸用不動産ストッ

クの増加に伴い、既存物件の取得機会も増加するとみられる。現在、不動産会社などの事業会社がASEANの不動産事業の主体となっているが、既存物件の取得機会が増えれば、機関投資家によるASEANの不動産への投資も増加する可能性がある。

日本企業にとって、ASEANの不動産事業は、注目度が低下することはあっても、長期的な戦略テーマとしては不変と考えられる。今後も、ASEANにおいて日本企業による様々な不動産事業の展開が期待できるだろう。

注 8

ダイビルは、2012年のホーチミンでサイゴンタワーを、2014年にハノイでコーナーストーンビルを取得。

ますみや まもる

不動産投資チームとして国内不動産市場のリサーチに従事する他、独自にアジア不動産市場やインフラ投資市場のリサーチにも注力。グループ企業に対する投資助言の他、社外向けレポート発信などを実施。東京大学経済学部卒業。1998年日本生命保険相互会社入社後、ニッセイアセットマネジメント、Metzler Investment GMBH、Nissay Deutsche Asset Management Asia Ltd.などでの職務を通じ、アジアをメインに株式や不動産の投資市場に従事。2010年より現職。日本証券アナリスト協会検定会員。

ASEAN で ケネディクスモデルを展開する ～新たな REIT 市場へ～

幅広い投資家に豊富な投資機会とアセットマネジメントサービスを提供するケネディクスグループは、現在、国内で7つのREIT（私募REIT含む）を運用しています。昨年は、日本企業として初となるマレーシアREITへのスポンサー参加も果たしました。

新たな成長を求めてASEANでのビジネス展開を積極化する同社の戦略をお聞きました。

ASEAN市場参入の 経緯と戦略

リーマンショック後のJリート市場が低迷した2010年前後、ケネディクスは国外での活路を探るためシンガポールや香港など上場REIT市場がある国で市場調査を行った。しかし金融緩和策の一環として日銀がJリートの買い入れを2010年秋に開始すると、同年末には東証リート指数が約2割上昇し、それ以降回復の流れが加速した。これを受けて当社は再び国内にフォーカスすることになる。2012年4月には「ケネディクス・レジデンシャル投資法人」がJリートとして4年半ぶりの新規上場を果たし、2015年3月には「ケネディクス商業リート投資法人」が上場した。

日本市場には安定性や透明性といった大きな魅力はあるが、日本にはない成長性の高い投資機会を求めて、地理的に近くビジネスがしやすいASEANを改めてターゲットに据えた。そして国内の事業基盤整備が進み新たな中期経営計画がスタートした2015年5月に、シンガポールに現地法人であるKenedix Asia



バース Thailand Spring Tower



中尾 彰宏氏

Kenedix Asia Pte. Ltd.
CEO & President

(ケネディクス・アジア)を設立し、私が代表として就任した。設立からの2年間で、ベトナム、タイ、マレーシアの3か国で1件ずつ案件を実行している。

ASEANでの ケネディクスモデルの展開

ビジネススコープは三つ。一つ目はインバウンドで、アジアの投資家の資金を日本の不動産に誘導すること。二つ目はアウトバウンドで、ケネディクスの自己勘定だけでなく、将来的に日本の投資家の資金をASEAN内の不動産へ振り向けていくこと。三つ目はASEAN内でのREIT スポンサーへの参画やファンドオブファンズなど、ケネディクスにとっての新規ビジネスの創出だ。

ケネディクスは自ら不動産を保有しないという“ケネディクスモデル”を掲げ推進しているが、その戦略に沿ってREIT市場のあるマレーシアとタイにおいては、それぞれREIT運用プラットフォームにアクセスする道筋をつけることができた。アウトバウンドという点では、REIT向けのブリッジファンド等の私募ファンド組成も視野に入れているが、ローカル・パートナーの知見だけに頼らず、自己資金を使って経験とトラックレコードを早期に積みに行くことも重要だと思っている。

マレーシアでスポンサー参画しているAmanahRaya REITのAUMが現在270億円ほどだが、このREITの成長に加え今後は他の国の

REITへの参画や私募ファンドの組成も行い、ASEANだけで1,000億円規模のAUMまで積み上げるのが当面の目標だ。

3つの投資案件

ケネディクス・アジアとしての第一号案件は2015年12月、ベトナム・ハノイ所在のオフィスとサービスアパートメントから成る9階建て複合ビルの取得だ。日本大使館至近の立地で、テナントもそれぞれ日系企業、日本人駐在員が多くを占め、当社が日本で培ったアセットマネジメント・ノウハウが使える取り組みやすい案件だった。この第一号案件は、ケネディクス・アジアの投資責任者が前職（外資系投資ファンド）で築いたネットワークに基づいて獲得したものだ。

第二号案件は2016年10月、タイの不動産開発会社「AIRA Property」の株式20%の取得だ。同社が今後タイでREITを設立する際には、当社がノウハウを提供することになる。AIRA Propertyは、証券会社などを傘下に置くタイの上場金融グループAIRA Capitalに属している。この案件は、AIRA Capitalのグループ会社であるAIRA International Advisory（M&A 仲介）の現社長が私の前職（投資銀行）の同僚で、彼にAIRA CapitalのCEOを紹介されたことが端緒となったものだ。

第三号案件は、2016年12月に公表したマレーシアREIT「AmanahRaya REIT」のスポンサー参加だ。

投資口15%とその資産運用会社の株式49%を取得した(AmanahRaya Berhadが51%)。こちらは現地でゼロから情報収集を開始し、マネジメント間の関係構築を経て実現した案件である。

ASEANにはトップダウンの強い会社が多いため、事務方で上手く交渉していたとしてもマネジメントの胸先三寸で方向性が大きく変わってしまうこともままある。ディールを行う上では、マネジメントレベルでのネットワークや信頼関係が不可欠だ。

Jリート運用実績が認められる

冒頭申し上げた通り、ケネディクスは2010年前後にシンガポールREIT市場への参画を検討し幾つかのアプローチを試みたが、当時の現地での反応は正直芳しくはなかった。時は流れ現在、ASEAN内でREITビジネスに対する注目度は上がっている。インドネシアでも第一号REITが年内にも上場すると言われおり、REITを活用したキャピタル・リサイクリングの実効性が認知されてきている。日本にはアジア最大のREIT市場があり、そこでREITビジネスを中心に事業展開する当社への関心は高まっていると肌で感じる。今は日本の市場発展に伴い追い風が吹いており、加えて現地経済成長の一時期の勢いが衰えをみせるなかで、日本企業に対してパートナーシップを求める傾向も強まっているのではないかと。チャンスはある。

マレーシアREITへ 日本企業初参画

AmanahRaya Berhadはマレーシア財務省傘下の政府系信託会社だが、スポンサーとして組成したAmanahRaya REITは2007年に上場したものの、専門のデベロッパーと比べると見劣りする物件供給力から外部成長が停滞していたこともあり、近年では株価がアンダーパフォームする状況が続いていた。テコ入れを図るべく有力な共同スポンサーを探していると

の話しを聞きつけ、1年以上の交渉を経て幾つかの候補の中からケネディクスが選ばれた。当社は日本でのアセットマネジメントの経験やブリッジファンドのノウハウを提供することができるし、当社のグローバル投資家との関係をマレーシアでも活かせる点をアピールした結果だ。

マレーシアREITが海外プレーヤーと組むことは稀で、日本企業がスポンサーとなるのも今回が初めてだ。私は、REITは不動産ポートフォリオとしての評価だけではなく、その背景にある“ストーリー”が生命線だと思っている。ケネディクスという新しいパートナーとの融合により、これから新しいストーリーをどのように紡ぎ出していくかが大きな挑戦になる。今年3月に出資が完了したが、運用会社の取締役として毎週マレーシアに通っている。ケネディクスの参入によりAmanahRaya REITが変わったと認知してもらおうことが、ASEANでの次のビジネスを展開させる上でも重要な布石になる。新たなAmanahRaya REITをマーケットに訴求するためにも、今後1～2年の変化が肝要であろう。

AmanahRaya REITの 課題と成長戦略

AmanahRaya REITは政府系企業がスポンサーであり、おっとりとした社風もあり、全般的にコストに対する意識が低い。キャッシュフローも伸びていない。運用実績はNOI利回り(時価評価)約6.3%、配当利回り約6%。スポンサー持分が62%と多いため投資家にアピールする動機づけも低い。しかし今後の成長のためにはエクイティ調達も必要で、低コストで調達するためには流動性の向上も欠かせない。そのため外部投資家の割合も増やしていくとなれば、IRなどでの質の高い情報発信が重要になる。現状では投資家とのコミュニケーションを積極的に行っているとは言えず改善が必要だ。270億円のAUMを速やかに二倍にすべく、エクイティファイナンスを見据えて成長



写真1 Malaysia Help University



写真2 Malaysia SEGi University



写真3 Malaysia Dana13, Dana1 Commercial Centre



写真4 Malaysia Holiday Villa Langkawi

戦略を描いていく。

総合型のポートフォリオで（写真1～4）、大学、オフィス、商業施設、ホテル、インダストリアルがある。大学キャンパスは3つあり、上場会社が運営する大学やオフィスを大学に転用したものもある。学生数が増加しているためオフィスで貸すよりも利益率が高くキャッシュフローが安定しているためだ。

外部成長と共にポートフォリオの質の改善も課題であるが、ポートフォリオの安定性や収益性の向上のためには質の前に規模の拡大が欠かせない。物件取得を優先し資産規模を大きくした上で古くてパフォーマンスの良くない物件は入れ替え、ポートフォリオの改善を図っていくつもりだ。繰り返しになるが、将来的にはエクイティが必要となるため投資家とのコミュニケーションは活性化させなければならない。そして投資家向けの情報に第三者の価値評価を入れる手段として、証券会社等のリサーチカバレッジにも期待したい。

これについては当社参画を契機に、現地の証券会社1社が既にカバレッジを開始した。

クアラルンプールの オフィス市場

現在のオフィス市場は供給過多だ。マレーシア経済に影響の大きい資源関連企業の収益が資源輸出減により停滞していることなどから、オフィス需要も伸びていない。不動産市場がダウントレンドにあるなかで少しずつ投資妙味のある案件が出てきており、物件取得には良いチャンスだと考えている。都心AクラスのオフィスならNOI利回りで6%、これを意識しながら堅実に取得していきたい。Amanah Raya REITは20億円規模の物件が多いため、質が高く規模の大きい物件を取得したいと思っている。

タイの不動産開発とREIT 組成

バンコク中心地ラチャテウイにおいて大型オフィスビルを開発中で、2019年に竣工の予定だ（パース）。モノレールと地下鉄の二駅に近接する、交通渋滞の激しいバンコクにおいては高い競争力が期待される好立地にある。開発主体は「Aspiration One」という合弁会社で、AIRA Property（出資比率60%）のほか、タイの大手上場デベロッパー（同25%）とゼネコン（同15%）が出資しており、ノウハウとリソースを持ち寄っている。

今後も同様にAIRA Propertyでバンコク中心地のオフィスビル開発を進めていき、ある程度のポートフォリオ規模に達したところでREITを組成しタイで上場させる計画だ。上場までには3～4年ほどかかる見込みだが、開発利益を得つつ将来的にはREITのフィー収入を得るビジネスモデルに育てたい。

バンコクには海外企業の進出が続いている割に、Aクラスのオフィスビルの供給見込みは限られており、オフィス市場のファンダメンタルズ見通しは悪くない。また、高齢化が進む中間層の投資資金の受け皿となるべく、タイのREIT市場拡大も大きな商機になると期待している。

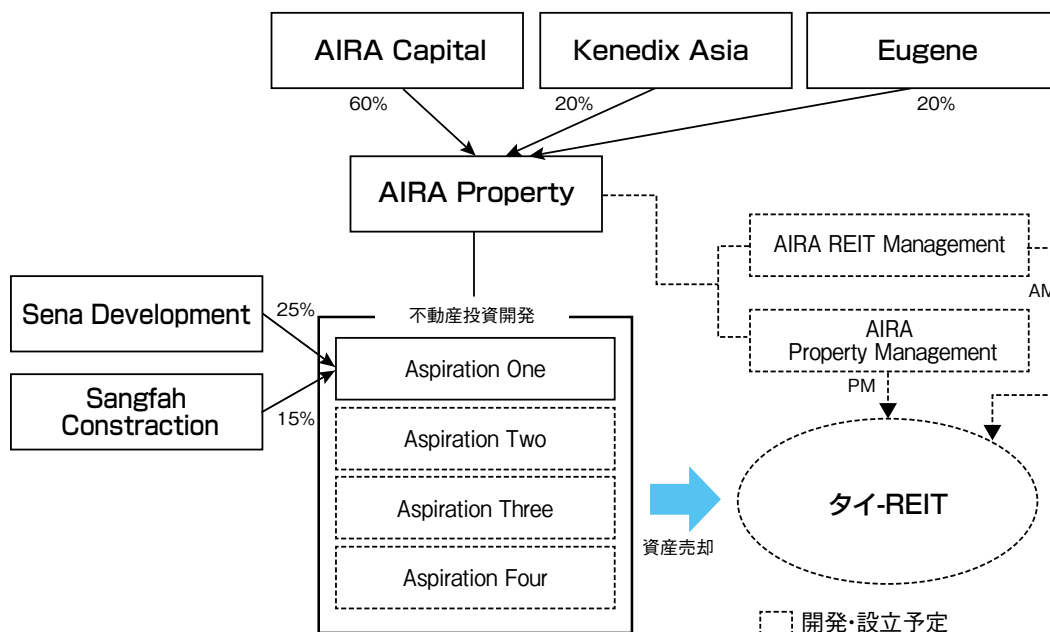
ASEANの景況感と次の投資先

足下で改善の兆しもあるものの、全般として2016年以降は経済成長減速の色彩が濃くなった。米国金利の上昇や資源関連需要の停滞を受けた輸出の伸び悩みやから、特にシンガポールで顕著だ。ただしファンダメンタルズは弱含みでも循環の中での話であり、不動産価格が大幅に下落しているわけではなく、大きな調整もないものとみている。

シンガポールは流動性と透明性が高く安定した市

AIRA Property：タイ REIT の組成

ストラクチャー



場だが、それだけに不動産投資の競争は激しい。また、少子高齢化が急速に進む中での成長性確保といった、日本と共通した課題を有している。逆にミャンマーやカンボジアは、経済の成長期待は高いが不動産投資インフラにはまだまだ課題が多い。従ってその間に位置する、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン、ベトナムが戦略的な投資対象国になり得る。このうちマレーシア、タイ、ベトナムでは既に投資・事業プラットフォームを獲得しているの、今後はインドネシアとフィリピンでの事業機会を狙いたい。

フィリピンには投資資金が潤沢にあり、当社のようなファンドプレイヤーと協業するようなローカル・パートナーを探すのは簡単ではない。一方、インドネシアは近い将来にREIT市場の誕生が見込まれており、チャンスはありそうだ。同国はインフレ傾向が強く、実物資産が選好されるため不動産に対する投資需要は非常に強い。開発については、自己資金やコストの高い借入に頼っていくことは難しく、必然的にキャピタル・リサイクルが求められる。資本回収の手法としてREITは魅力的な選択肢と映るのではないか。もともと市場金利が7～8%なので、REIT投資家の求める利回りを出すのは簡単ではない。ハードルは高いが実際にいくつかのREITが上場を検討しているという動きも耳にしている。

Jリートによる 海外不動産の取得

REITの強みの一つは、投資商品としての分かりやすさや質の高い不動産運用力にある。ケネディクスグループが現在運用するJリートは、いずれもアセットタイプ特化型であり地域についても国内不動産にのみ投資している。あくまで個人的な考えではあるが、ミドルリスク・ミドルリターンというREITの特性に鑑みると、REITは「地産池消」で、為替リスク等の影響を受けない国内不動産から成るポートフォリオを、目利き力のある自国の人たち中心に支えられる構図が土台にあるべきように思う。一方で、ローカルな不動産を海外投資家にも開かれたグローバルな投資商品にできるというのもREITの大きな強みだ。日本の投資家が外貨建ての金融商品や海外不動産への投資を拡大しているのをみると、海外アセットを組み入れたJリエートの設立も意義があると思う。Jリエートのグローバル化は、新たな投資機会の提供と需要を創出する素晴らしいことだ。だが、そこには新たな商品設計やリスク管理に対する配慮も必要になるだろう。

ケネディクス・アジアがASEANでスポンサー参加するREITにおいても、ローカル・パートナーとともに、マザーマーケットを大切にしながら成長させていきたい。日本のアセットマネジャーとして日本の投資家にも積極的に紹介していきたいが、あくまでも母国の投資家に支持されるストーリーと運用を展開することが重要だと考えている。

海外での投資開発事業を再開 ～シンガポール・コンドミニウム、 データセンター、オフィスビルの開発～

高い技術力を誇る清水建設は、半世紀以上にわたる海外工事の歴史を持つ一方で、近年は投資開発事業においても海外展開を強化しています。2010年以降に再開したASEANでの投資開発事業について、そして今後の戦略についてお聞きしました。



鷺見 晴彦氏

清水建設株式会社
投資開発本部副本部長 兼 海外投資開発部長



河上 秀人氏

清水建設株式会社
海外投資開発部 副部長
Regional Head, Deputy General Manager

再開第一号案件・分譲マンション 「Sky Habitat Condominium (スカイ・ハビタット・コンドミニウム)」

清水建設はバブル崩壊後、長らく海外投資事業から遠のいていたが、シンガポールの「スカイ・ハビタット・コンドミニウム」で20年ぶりに海外での投資開発を再開した。

本案件はシンガポール上場企業であるキャピタランド社、三菱地所、清水建設の三社による共同開発で

2011年にスタートした。コンドミニウムは特徴的な外観の建物2棟から成り、2棟の間には3本の橋が架けられ最上階（38階）の橋の上には空中プールが設けられた大胆なデザインだ。やはり屋上のプールが有名な「マリーナ・ベイ・サンズ・ホテル」と同じ設計事務所を起用している。施工は当社の国際支店だ。

清水建設の建築部隊にとってキャピタランド社はシンガポールにおける過去30年来の顧客で、これまで多くのマンションやオフィスビルを受注してきた。

2015年竣工、総戸数509戸で現在は8割が売却

済みだ。当初の想定より売れ足が鈍いが、これはシンガポールで不動産市場の過熱を抑制する幾つかの融資規制策が講じられてきたため、規制が緩和に向かう今後は状況が改善するものと思っている。

海外不動産開発再開までの経緯

1980年代を中心に海外で不動産の開発を積極的に行ってきた当社は、90年頃を最後に新規投資はやめ、海外の保有不動産は売却を進め、2000年頃にはほぼ全ての海外投資事業から撤退している。しかし国内景気が反転した02年に投資開発本部が発足すると、不動産証券化の進展も手伝い国内での投資開発事業は順調に進み実績が着実に積み上がった。そして海外での投資開発事業の再開も06年には組上に載るようになる。時を置かず07年に海外投資開発部ができ、一定の地の利があるシンガポールで案件の模索が始まった。しかしその頃はベトナムがASEAN最後の市場として脚光を浴びる「第二次ベトナムブーム」で、07～10年はベトナム中心に検討が

続けられることになる。良い案件はいくつか発掘できたが、共産党による一党独裁制のベトナムでは許認可や手続きに長時間を要しインフラも未整備であることから、結局組成には至らなかった。そのような最中、キャピタランド社から、「スカイ・ハビタット・コンドミニアム」では、施工に加えて投資も共同で行わないかと誘いがあったというわけだ。

再開第二号案件・データセンター：WDCプロジェクト

再開第二号案件となるのは、シンガポールのデータセンターだ。情報技術の高度化やインターネットの普及に伴いITシステムの重要性は増し、データセンター事業の需要は世界的に高まっている。本データセンターは現在も当社・海外投資開発部が保有し賃貸事業として位置付けている。

WDCプロジェクトは、清水建設がシンガポール政府系企業のケッペル・インフラストラクチャー・トラスト（KIT社）と組み、総事業費約110億円を投じたデータセンターの開発で2016年4月に竣工している。

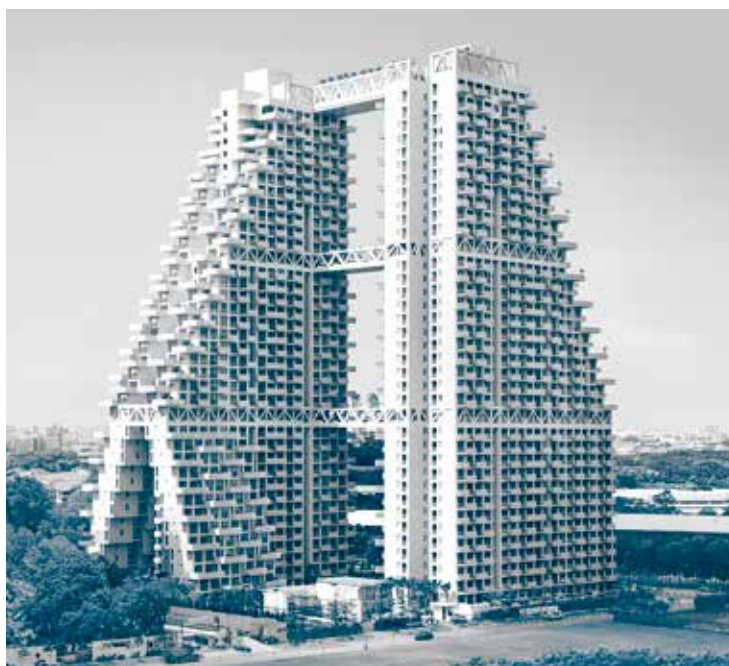


写真1 シンガポール「スカイ・ハビタット・コンドミニアム」
地下2階・地上38階の分譲住宅、全509戸。商業の中心地オーチャード駅までは5駅、約10分の好立地。

「データセンター・ワン社」（清水建設とKIT 社が出資）が開発・運営母体となり、同社がシンガポール政府系放送会社メディアコープの子会社のデータセンター事業者「1-Net 社」と20年間のリース契約を締結している。パートナーのKIT 社も政府系で信用力が高く、カウンターパートは洗練されており開発事業は円滑に進んだ。テナントも政府系の信用力のある事業者で大変安定した事業だ。

データセンターはシンガポール北部ウッドランズ地区に位置する。シンガポールでは工業系の土地の所有権は国に属することが定められており、当該土地も底地権者は現地の公団住宅（HDB）だが、土地の利用権を持っていた日本企業セイコーインスツル株式会社から当社が権利を取得したものだ。当該土地での開発にはREITまたはトラスト系の事業者が必須だったこともあり、折よく施設を探していたKIT 社とパートナーを組んだ。

豊富な設計・施工実績を開発に活かす

清水建設は国内におけるデータセンターの設計施工の実績は豊富にありノウハウは蓄積されている。だが投資開発においては、シンガポールが最初の案件となった。

設計はDSCO 社で、シンガポールにあるデータセンターの半数以上を手掛けている事務所だ。施工は当社の現地支店だが、図面通りに単に施工するわけではなく、データセンター専門部隊を国内から出張させて設計段階から多くの意見を交わした。例えば廊下の照明だ。天井に並んだ全ての照明が二つある電気系統のある一方につながった設計だと、その一方が落ちれば廊下は真っ暗になってしまう。当社では必ず千鳥に配線して片側はA系、もう片側はB系にする。そうすれば片方が落ちても一定の明るさは確保できる。データセンターは止まっていけない施設で、必要とされる設備よりも多めに予備設備を準備しておくことで“冗長化”を図るものだが、この冗長性のポリシーにも日本と現地には違いがある。日本では当然と思われる



写真2 データセンター：
地上5階、延床面積：
19,940㎡（約5,881坪）。
シングルテナントである
1-Net 社は、シンガポール
政府系投資会社で地上波
放送を運営する総合メデ
ィア企業「メディアコープ社」
の子会社。

考え方が、現地の設計プロに図面を描かせると反映されない状態だったが、今回は我々のノウハウを提供しデザインを改善することができた。これらの過程を見ていたKIT社も当社の知見を高く評価してくれた。

再開第三号案件・オフィスビル： ロビンソンロードプロジェクト

再開第三号案件は、シンガポールのビジネス中心地区でのオフィスビル開発だ。本件では土地を所有する AfroAsia 社と JV 契約を締結し「ロビンソン・デ

ベロップメント社」を設立、本年7月に出資が完了したばかりだ。今秋には既存ビルの解体に着手し来春には着工の予定だ。

オフィスビル予定地には現在、AfroAsia 社が保有する築50年7階建てのビルが建っている（写真3、図1）。周囲は軒並み高層ビルに建て替わっているのに。2011年にシンガポールに私（河上）が赴任して以来ずっと関心を持っていたビルで、当該地周辺で各地権者に再開発に向けた数々のアプローチを何年も試みた中に本件も含まれていたが、その時点ではまだ頃合いが整っておらず話は進まなかった。15年にな



パース ロビンソンロード・オフィスプロジェクト
地上19階のオフィスビル。所在・地積：63 Robinson Road・1,490.5㎡、2018年4月着工、2020年3月運営開始予定。



写真3 現況写真

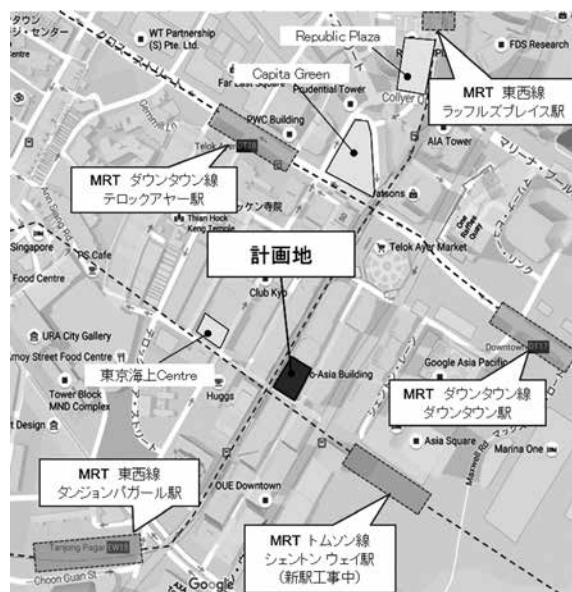


図1 詳細図

り機が熟したという情報が入り、その後約2年の厳しい交渉を重ねて今般成約に至ることができた。

AfroAsia社の信頼を獲得するのに力を発揮したのが、清水建設の歴史と実績だ。1804年の創業以来、数々の西洋建築、寺社仏閣や近代建築の設計施工を手掛けた実績は高く評価された。またシンガポールのランドマーク的存在「リパブリック・プラザ」に加え、先のコンドミニアムやデータセンターが当社による開発・施工であることは現地でもよく知られるところだった。AfroAsia社がパートナーに求めた、施工的なアイデアや実際にモノを作れる資源を当社は持っていたのだ。

シンガポールの地価は東京以上に高く、1ヘクタールで1,000億円以上の値が付くこともある。建築物を加えて1,500億円程度の規模になると不動産投資額としては大き過ぎる。当社が設計施工して自ら開発を手リングできる中規模の開発が望ましかった。この案件は総事業費260億円、AfroAsia社と清水建設の2社の共同事業で、当社のハンズオンつまり自ら開発と設計施工を手掛けるモデル事業になる。

「eco」と「BCP」を盛り込む

建設予定地の周囲では近年開発が進んだが、そのほとんどが分譲オフィスだ。香港のデベロッパーが持ち込んだビジネスモデルで一時期のブームがあった。分譲オフィスは売りやすい半面、地権者が増えることにより改修等の合意形成が困難になるなど管理に問題が生じるデメリットも大きい。そのため最近では現地の都市開発庁（URA）が分譲オフィスの開発を禁止している。このエリアで一棟丸ごと賃貸ビルが供給されるのは久しぶりで希少性は高い。

このオフィスビルには清水建設本社ビルが採用した最新の「BCP」「eco」「快適性」に関する技術を盛り込んでいる。環境性能は今や欠かせない評価基準で、“LEEDプラチナ認証”とシンガポールの“グリーンマーク制度プラチナ”の両方を取得するつもり

だ。テナントに米国企業を誘致するうえでもLEED認証は必要と考えている。快適性に対しても、ビル表面にフィンを設置して太陽光線の負荷を減らす取り組みや、“チルドビーム”という冷水を用いた空調を採用して動力の削減を図る。そして日本が誇るトイレアメニティ等も採用する。

強みを発揮して 日本的なきめ細やかな設計を施す

設計施工は清水建設だが、ファサードデザイン、音響、日照、グリーンマーク関連にはシンガポールのアーキテクト・コンサル等を起用している。多くの現地事業者が関わる中に日本の品質や思想を融合させていった、いわば日本とシンガポールの共同作品だ。

シンガポールのオフィスビルはアーキテクト優先の計画が多く、そのためテナント入居後会議室をつくる段になり、天井の照明や配管が間仕切りに干渉してしまうような例は珍しくない。

このオフィスビルは全12フロアになるが、内部は完全なシンメトリーで、エレベーターを中心に階段やトイレの位置も均等に配分し、シングルテナント、二分割、三分割にも対応できるように設計している。そのため、テナントの個割りやテナント割をした後の会議室割などもやり易く、照明の点灯の位置まで計算しているので無駄がでない。完成後に問題が発生しないよう、また設備更新がしやすい設計を施してレンタルを上げている。さらに現地の施工方法で無柱空間が可能なぎりぎりの距離を施工部隊と調整しコストを抑えるなど、合理的な設計で入居テナントの利便性が高められるのも、当社に設計・施工部隊があるからこそで、強みを大いに発揮できたと思う。

投資開発のカギは“建築”と“営業”

清水建設の投資開発の主戦場は日本だが、海外ではASEANそして北米だ。ASEANでは40年強

の工事の歴史があるシンガポールに拠点を置きつつ、現在、積極的に人員を配置しているのがインドネシアだ。ジャカルタでは今年着工予定のマンションに加え、サービスアパートホテル用地も取得、着工に向け計画が進んでいる。また、日本政府の円借款による地下鉄「ジャンカルタMRT南北線」の工事が当社を含むJVで行われており、2018年12月の竣工を待つところだ。同じくベトナムでも初の地下鉄「ホーチミン市都市鉄道1号線CP1B工区」が進められている。これらの都市での「Shimz」のプレゼンスは確実に向上しており、人員は数百人規模で配置しているため、ビル設計施工に対応できるインフラが既に整備されている。ASEANの中でもシンガポール、ジャカルタ、ホーチミンの三都市を拠点に、会社の経営資源を活

かした投資開発を拡大していきたい。

もう一つのターゲット北米には四半世紀ぶりに再上陸し、マイナーシェアながら開発事業に参画している。米国ではアトランタとニューヨークにある営業拠点を活かして今後は米国のシェアも増やしていく。そして将来的には投資開発のグローバル展開も考えていきたい。

当社の中期経営方針ではグローバル事業が一つの柱に据えられている。投資開発事業では、他のデベロッパーや投資家にはない強み、すなわち設計、施工、エンジニアリングという資源、そして地球規模で広がる営業ネットワークを最大限に活かして投資開発につないでいくことこそが、我々投資開発の事業戦略の中核だ。

ASEAN で 住宅分譲事業を再開 ～マレーシア/クアラルンプール首都圏における 住宅開発～

日本企業としていち早く中国不動産市場に乗り出し住宅開発事業を展開してきた総合商社の丸紅が、ASEAN では約 10 年ぶりとなる住宅分譲事業をマレーシアで実施します。これまでの海外不動産事業について、また今後の戦略についてもお聞きました。



写真1 Bandar Sungai Long

今年 5 月に公表した、マレーシア・クアラルンプール首都圏「Bandar Sungai Long」地区における住宅開発は、丸紅にとって約 10 年ぶりの ASEAN での住宅分譲事業となる。



佐野 竜平氏

丸紅株式会社
不動産開発事業部
海外開発事業課 担当課長

アジア住宅開発事業の原点

丸紅の海外不動産事業の歴史は1970年代前半にまで遡るが、現在まで脈々と続く住宅開発事業の原点といえるのは、1985年に日本企業として初めて中国住宅市場への進出を果たした上海での外国人駐在員向け賃貸戸建て事業（虹橋ビラ・117戸）だ。当時の中国では、外国人が安心して住める住宅やホテルは数少なく、欧米を含めた各国駐在員向けの居住施設として戸建て住宅を開発し、その後、同様の事業モデルを北京・大連に展開していった。

80年代の中国は、公有住宅の売却や新たな住宅供給体制の整備といった都市住宅制度の改革が進み始めた頃で、90年初頭には土地使用権、区分所

有制度、住宅ローン等が法制度化され、民間企業による住宅開発・分譲事業を行う下地ができる。また都市部での所得の高まりから都市住民の間でマイホームを持つ機運が高まっていく。このような時代背景のもと、丸紅は賃貸戸建て事業に続く次の事業モデルとして、2000年頃から中国の一般消費者をターゲットとした住宅分譲事業に注力するようになる。

中国住宅市場に対する取組み

丸紅は現在、上海において6案件目となる高層マンション分譲事業「好世鳳翔苑」と、東北三省の一角である吉林省の省都長春において2案件目となる低層住宅を中心とした複合開発「偉峰東域」を推



パース1 中国 上海「好世鳳翔苑」



パース2 中国 吉林省長春において、日系企業初の不動産開発事業となった第1プロジェクト「偉峰東域」。現在は第2案件「偉峰東域」を推進中。

進中だ。中国では経済成長と都市化による人口流入により、都市部の住宅需要は引き続き堅調に推移すると予想される。一方、一部の大都市においては、土地供給が減ってきていることに加え、地場のデベロッパーが力をつけてきたことから、地価の高騰が続いており、土地取得競争が激化している。丸紅は不動産マーケットが比較的安定している都市を見極め、住宅分譲事業を展開・拡大すると同時に、これまで主力マーケットとして事業展開してきた北京や上海等の1級都市においては、土地取得を前提とした住宅分譲事業だけではなく、新たなビジネスモデルの確立を目指す方針だ。

ASEANでの不動産開発事業

海外不動産開発事業としては、中国マーケットでの先駆者としてのイメージが強い丸紅だが、ASEANにおいてもその歴史は長く、マレーシア、インドネシア、タイ、フィリピン、ベトナム、シンガポール等の主だったASEAN諸国において各々事業実績がある。

80年代には日系ゼネコンと組み、オフィスビルや病院、空港等インフラ施設の工事請負事業を各国で展開。その後、80年代後半からは、ASEANにおいて生産拠点を探す外資企業に対し、工場用地と電力・上下水道といったインフラを提供する工業団地事業、90年代前半からは現地一般消費者をターゲットとした住宅分譲事業へと、その事業分野を拡大してきた。

特に現地一般消費者向けの住宅分譲事業では、タイ・バンコク市内でのプレハブ住宅開発約3,000戸に始まり、インドネシア・ジャカルタ郊外での戸建て住宅開発約13,000戸、シンガポールでのコンドミニアム開発約300戸等の実績があり、またマレーシアにおいてはクアラルンプール首都圏を中心に、90年から2000年代にかけて住宅約8,000戸とゴルフ場の開発を行った。

しかしながら、97年のタイを発端としたアジア通貨危機を経験し、会社としてASEANでの新規事業に

慎重になったこと、また先述した通り、2000年頃から中国での事業が拡大し、資金・人材を中国マーケットへ配分していったことから、丸紅としてASEANでの住宅分譲事業が一旦途切れた状況にあった。

マレーシア経済と住宅市場

マレーシアは、多くのASEAN諸国が欧米列強の植民地支配の影響を受けて発展が遅れるなか、“ルックイースト政策”を掲げ早くから工業化を進めたことで高い経済成長を遂げ、ASEAN諸国の中でもシンガポールと共に「東南アジアの優等生」と呼ばれてきた。直近では資源価格の下落と中国経済の低迷により、経済成長率が4%台に留まっていたが、17年1-3月期の実質GDPは前年比+5.6%と高い伸びを見せており、輸出の回復に加え、消費と投資の民間需要も旺盛であることから、経済は16年に底を打ち、今後緩やかな回復を遂げると見込まれている。人口が比較的少ないことから、経済規模はインドネシアやタイには及ばないが、一人当たりGDPではシンガポールに次ぐ水準にあり、中間所得層の割合も他のASEAN諸国を凌駕している。外資規制も撤廃され、現在は外資企業が比較的自由に参入できる状況にあり、丸紅がASEANにおいて住宅分譲事業に再参入する上で、マレーシアは非常に魅力的なマーケットだ。

マレーシア「Bandar Sungai Long」地区での住宅開発

今回のマレーシアにおける開発事業は、クアラルンプール近郊において、現地上場不動産デベロッパーであるSHL Consolidated Bhd社（SHL社）と、9階建てコンドミニアム8棟、合計568戸の開発・分譲を行うものだ。

丸紅は80年代にクアラルンプールでオフィスビルやホテル、インフラ施設等の工事請負事業を行っていたが、当時、現地の施工技術コンサルタントとして出

会ったのが、SHL社の現在の代表者である。彼は技術者として働きながらも、先代が米商として創業したSHL社を不動産デベロッパーへと転身させ、更なる企業発展のために丸紅と手を組んだ。

丸紅とSHL社は、第一号案件である「Bandar Sungai Long」地区の住宅とゴルフ場の開発を皮切りに、事業を拡大していった。15年を超えるパートナーシップでその関係を確固たるものとし、丸紅がASEANから遠ざかった間も、合弁事業の再開に向け協議を重ねてきた。今回の住宅開発事業は、丸紅とSHL社がその第一号案件として完成させたゴルフ場の一角にコンドミニアムを再開発するものだ。

クアラルンプール首都圏は人口流入と核家族化の進展で世帯数が増えており、旺盛な住宅需要がある一方、広大に見える市街区にはプランテーション等が点在し開発用地に限りがあるため、住宅供給が需要に追いついていない。住宅供給を増やすため、都市部のゴルフ場などの土地を住宅用地へ転換する事例も出てきており、今回の開発はその時流にも合致している。

「Bandar Sungai Long」地区の魅力

開発地である「Bandar Sungai Long」地区は、丸紅とSHL社が原野を切り開いて開発した住宅街区だ。クアラルンプール中心部から南東約15kmの距離に位置し、地区中央のゴルフ場を取り囲む住宅街区は緑に溢れ、現在は閑静な住宅地として認知されている。地区内には商業施設、病院、大学施設もあり、居住人口は5万人を超える。また地区周辺にはイオン等のショッピングモールが複数ある他、MRT（地

下鉄・軌道交通）も今年秋には開通する予定で、生活・通勤共に利便性が高いエリアとなっている。

東京の都心部では、タワーマンションが人気を博しているが、マレーシアでの典型的な“夢のマイホーム”は、自然豊かな郊外型の戸建て住宅だ。今回のコンドミニアムは居住密度を極力減らすため、9階建ての低層とし、戸当りの面積を大きく取り、更に全戸を角住戸とすることで、戸建て住宅のような開放感を感じられるプランとしている。戸当り販売価格は1,500万円程度で、クアラルンプール中心部CBDで働く若年ファミリー層を主要な顧客として見込んでいる。

ASEANでの今後の事業展開

国内の住宅市場が縮小傾向にある中で、海外での事業展開は丸紅の不動産事業の今後の成長戦略に欠かせないものと考えている。

先日発表された国連の世界人口予測によると、全世界の人口は2050年までに23億人増加し、その増加分の大半はアフリカとアジア地域に集中する見込みだ（アフリカ+13億人、アジア+8億人）。住宅需要は人口増加と所得拡大が大きな源泉となる。丸紅は効率を求めることで中国マーケットに集中してきた住宅分譲事業を、今後は人口の増加と中間所得層の拡大が見込めるASEANにも積極的に展開する。

丸紅は総合商社としてASEAN各国に拠点を有している。取扱商品は多岐にわたっており、多様な業界において、商品・プロジェクト毎に現地有力企業とタッグを組み、事業を推進している。丸紅の強みであるこれらのネットワークを活かし、再度事業拡大を狙う。

東南アジア諸国における 不動産関連事業に関する実務上の 留意点とその横断的説明の試み



川村 隆太郎

森・濱田松本法律事務所シンガポールオフィス
弁護士・ニューヨーク州弁護士



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

2010年前後を起点とする日本企業による東南アジア諸国における不動産関連事業での進出と展開は、近年も順調に推移しているように見受けられる。本稿では、日系企業による不動産関連事業への取組みに現地にて携わってきた筆者らの経験に基づき、ASEAN主要国^{注1}の不動産関連事業において実務上留意すべき事項について横断的な説明を試みるものである。

このような試みの難しさは、何といても国ごとに法律が異なる点にある。政治・経済・文化の歴史が異なる以上、それを礎として発展してきた法制度の内容も様々であり、なかんずく経済の基盤である不動産にまつわる法律が現地の事情を色濃く反映するのは当然といえる。もっとも、現地の不動産関連事業に携わっ

ていると、上記の裏返しとして、各国の不動産の歴史は、不思議と似たような変遷を辿ることが多いし、またグローバルな法体系の交錯が現地の法制度に影響を与えるのは、今日に限ったことではないことに気付かされる。具体的なポイントは後述するが、そのような視点を紹介することで、ともすると区々に見える東南アジア諸国の不動産関連事業について、少しでも立体的に、臨場感ある形で理解する一助になればと思う次第である。

なお、過度に一般化すると、個別の取引の際に思わぬ落とし穴にはまってしまう可能性もある。以下の考察は、あくまでも一般的な留意事項にとどめ、個別の取引にあたっては、適切な専門家に相談するなどして、具体的に検討した上で取引を進めることが重要であることは言うまでもない。

注1

本稿では、ベトナム・インドネシア・タイ・フィリピン・ミャンマー・マレーシア・シンガポールを念頭に置くものとする。

2. 本稿で想定する取引

東南アジア諸国における日系企業による不動産関連事業の取組みの態様は、多岐にわたる。不動産開発であれば、マジョリティ・マイノリティの合弁のみならず、今や独資による例も見られる。また、不動産開発に限らず、竣工済みの不動産の取得案件もあれば、近時は現地REITの買収といった例もあり、枚挙に暇がない。このような状況で、本稿では、東南アジアの不動産関連事業で実務上よく遭遇する典型的な論点をできるだけ多く紹介するための便宜的なサンプルとして、あえて以下のような不動産開発の合弁のスキームを念頭に置くこととした。

具体的には、日本企業が現地国の内資企業（ローカルのデベロッパーなど）と共に合弁会社を設立し、出資金と貸付金によって合弁会社が資金調達し、合弁会社が土地の売主から土地を購入の上、レジデンス、オフィス、商業施設、物流施設などの建物を開発し、不動産の利用者（顧客）に販売または賃貸するというプロジェクトを想定する（図1参照）。

このようなプロジェクトの組成及び取引の流れに

沿って、以下では、不動産の取得、合弁事業の組成、完成物件の販売・賃貸活動、合弁会社による資金調達の各局面について説明する。

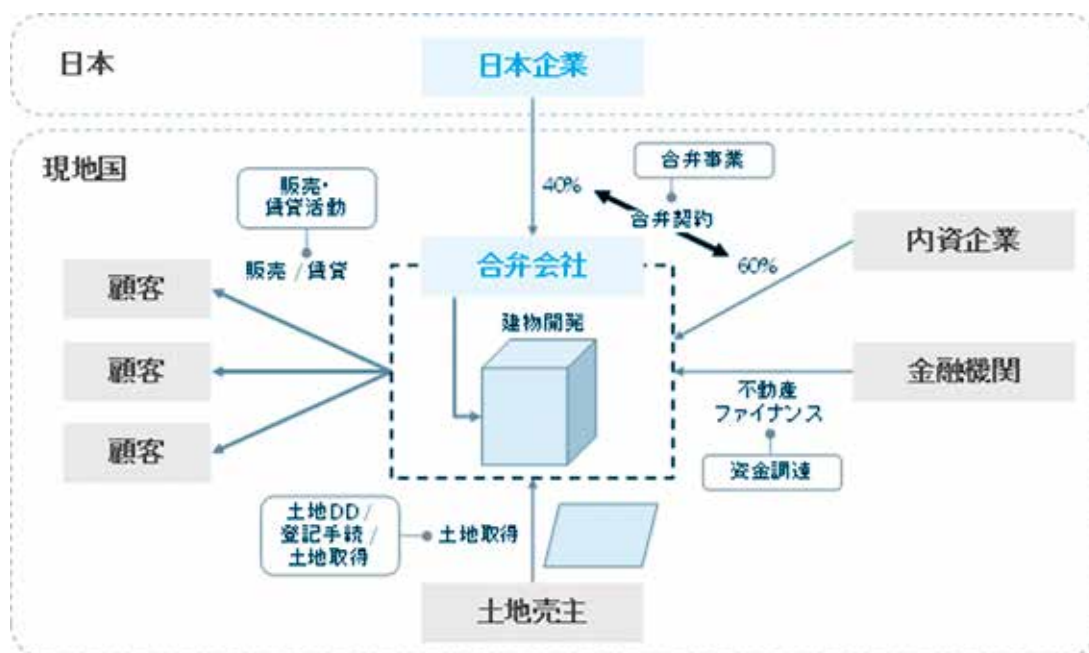
各局面において述べることは、（合弁事業に特有の事項を除けば、）不動産開発の事例の一部としてのみならず、不動産開発とは関わりのない独立した取引・業務にも共通することが多い事項である。例えば、日系の現地法人が自ら使用する工場の建設を行うために土地を取得するケースでも、下記3.で説明する不動産の取得にあたっての留意事項は同様に参考になるはずである。

3. 不動産の取得

（1）各国における不動産に関する権利

まず不動産を取得・投資する大前提として、その対象となる不動産に関する権利がいかなるものかを理解することが重要であるところ、不動産に関する権利は、各国によって内容が異なるものの、その属する法体系の分類によって、各国の制度に一定の傾向がみられる。すなわち、東南アジア主要国の法律のベース

図1 想定取引



東南アジア諸国における
不動産関連事業に関する実務上の
留意点とその横断的説明の試み

表1 東南アジア諸国の不動産法制の比較一覧

	ベトナム	インドネシア	タイ	フィリピン	ミャンマー	マレーシア	シンガポール
大陸法系か コモンロー体系か	大陸法系 (社会主義)	大陸法系 (慣習法の影 響)	大陸法系 (一部英国法の 影響)	大陸法系 (一部英米法が 混在)	コモンロー体系	コモンロー体系	コモンロー体系
土地所有権に 相当する権利	所有権	所有権 (Hak Milik)	所有権	所有権	freehold lease grant	freehold leasehold	freehold leasehold
現地企業が取引 の対象とする主 な土地上の権利	割当・リース土 地使用权	建設権 (HGB) 使用権 (Hak Pakai) など	所有権	所有権	freehold lease grant	freehold leasehold	freehold leasehold
建物は土地と一 体か別個か ^{注3}	土地と別個	土地と別個	土地と別個と することも可能	土地と別個	土地と一体	土地と一体	土地と一体
登記の効果	効力要件 (不 明確な点あり)	権利を証明する ための有力な証 拠	効力要件だが、 例外あり	効力要件ではな い	効力要件	効力要件	効力要件
登記に要する 期間の目安	約1カ月程度	一般的に2-3 カ月程度	通常1営業日 (公告等が必要 な場合あり)	申請から数週間	税金の支払手 続と合わせて 2-3カ月程度	地域による (KL 連邦地区で約 3カ月)	通常7営業日。 即時登記の場合 1日程度

となっている法体系は、大陸法系とコモンロー体系 (common law) の2つに大別される。ここで、大陸法系とは、一般適用されることを念頭においた制定法を主な法源とし、ローマ法を淵源とし、その影響を強く受けた、ヨーロッパ大陸諸国において採用されている法体系と説明される。日本もこれに属する。これに対して、コモンロー体系とは、判例法、すなわち、具体的な事案において裁判所が下す判決を主な法源とする法体系であり、英国と旧英国植民地からなる英連邦諸国等において採用されている^{注2}。上記の表 (表1) は、各国ごとにそのような法体系の別と、主な不動産の権利の特徴を簡単にまとめたものである。

表1のとおり、まず土地の所有権に関する概念に違いがある。日本における土地の所有権を想起すると

き、それは土地に関する究極的な権利ともいうべきものであるが、大陸法系の国においては、まさに日本と同様に土地所有権の概念が認められている。もっとも、土地所有権という概念は存在していても、ベトナムでは私人 (内資企業・外資企業^{注4}・外国会社^{注5}・個人) が所有権を取得することはできない。またインドネシアでは、土地所有権の取得は原則として自然人のみに認められており、現地企業も外資企業もそれ取得することができない。そのため、この2つの国では、代替的な権利が企業による取引の対象となっている。これに対して、コモンロー体系の国においては、freehold 及び leasehold という一対の概念に置き換えられる。この点、一般的には、freehold とは、土地に対する無期限・無制限の絶対的権利であり、

注2

田中英夫「英米法辞典」、杉浦保友「イギリス法律英語の基礎」2頁

注3

本稿の対象国のうち土地と建物が一体と捉えられている国においても、日本における建物の区分所有等に関する法律に相当するような法律 (コンドミニアム法などと呼称されることが多い) により建物の区分所有権を認める法制を導入している。これは、不動産の概念について、一般論としては英米法系の解釈を受け継ぎながら、政策的な理由から制定法で例外を定めたものといえる。

注4

本稿では、現地国で設立された会社のうち、外国会社が株式の一定割合を保有している会社のことを「外資企業」と呼ぶこととする。

注5

本稿では、現地国以外の国で設立された会社を「外国会社」と呼ぶこととする。

leaseholdは、国から付与される、期限付きの土地に対する排他的支配権・使用权である。権利の絶対性という観点からは、freeholdが日本の土地所有権に相当する権利というべきであるが、freeholdもleaseholdも国から付与される物権的権利であるという点において、単なる債権に過ぎない賃借権とは異なるものであり、コモンロー体系の国では、いずれもownershipとして扱われる。

次に、建物が土地と一体か別個かという点については、大陸法系の国は日本と同様土地と建物は別個と考える国が多く、それぞれ別個に取引の対象となる。しかし、上記の大陸法系の国のうち、日本と同様に建物について土地とは別個独立に登記の対象となるのはベトナムのみであり、その他の国については建物についての情報が土地の登記に付記されるのみである。これに対して、コモンロー体系の国においては、伝統的なコモンローの土地の概念に関する解釈に則って、建物は土地と一体と考えられている。この点は、建物リース事業の可否、すなわち（土地から切り離して）建物を購入してそれを第三者にリースできるかといった事業の可否に影響することになる。具体的にいうと、建物が土地と一体として取り扱われるのであれば、論理的には、建物だけを購入して第三者にリースするということは基本的にはできないという帰結になる。建物が独立した登記の対象になることもない。

3つ目として、登記の効果については、コモンロー体系の国では、不動産取引の効力要件とされている。理論的には、不動産の権利の帰属が明確であり、不動産を取得するにあたって、不動産デュー・ディリジェンスの範囲にも関連するが、相対的に不確定事由は少ないといえる。これに対して、大陸法系の国では、タイやベトナムでは法律上は効力要件と規定しつつも、一部例外や明確ではない点がある。また、イン

ドネシアでは、不動産譲渡証書（AJB: *Akta Jual Beli*）の締結によって生じる譲渡の効力が登記によって「確定する」という説明が一般になされ、フィリピンでは日本の意思主義及び対抗要件主義に類似した制度がとられている。このように、大陸法系の国は、不動産登記制度が導入された歴史的経緯によって制度も区々という印象である。

このように、その国がいずれの法体系に属するかを把握することは、国ごとの不動産法制の違いや取得・投資の対象となる不動産に関する権利の内容を概括的に理解するのに役立つと思われる。

（２）対象不動産のデュー・ディリジェンス

東南アジア諸国の案件で不動産を取得^{注6}するにあたって、事前にデュー・ディリジェンスを行うことは特に重要であると思われる。日本であれば、一般に、土地所有権が売主に有効に帰属しているか、抵当権や地役権などの第三者の権利が付着していないか、公法上の負担が存在しないか、土地の境界が画定しているか、土壤汚染や建物の違法性に問題はないか、といった調査項目が想起されるが、東南アジア諸国の不動産取引においても、基本的な考え方は同じといえ、不動産デュー・ディリジェンスの項目は似たような調査項目になることが多い。もっとも、法制度の違いや現地の事情に応じて、実務上の対応が異なる場合がある。

まず、土地の権利の違いという観点からいえば、コモンロー体系の国において、対象となる底地の権利がleaseholdの場合、登記簿上のマスターリースの残存期間を見て、プロジェクトに必要な期間として十分であるかを確認する必要がある。また、ベトナムの土地使用権やインドネシアの建設権・使用权についても、権利の残存期間を確認し、延長や更新が必要な場合、予め当局との間で折衝を行う必要がある場合が

注6

以下、「不動産」の取得や売買等についての記載は、特に断りのない限り、表1に記載した現地企業が取引の対象とする主な土地上の権利の取得や売買等の取引を念頭に記載している。

ある。

次に、土地の取得その他プロジェクトの実施に関して当局の承認が必要となる場合には、プロジェクトのスケジュールに影響するため、そのような事項がないかを確認することが特に重要である。例えば、マレーシアであれば、権利証に記載された土地の用途・利用条件が、想定している事業と整合しているか、権利の譲渡に関して州政府の同意が要求されているか、合筆・分筆が必要となるかといった事項である。またインドネシアのジャカルタ州では、土地の開発にあたって、州の規則上、土地利用許可（IPRT）の取得が必要となる。ベトナムでは、土地使用権の用途は、当局から許可を受けた個別の投資プロジェクトに紐づけられていることから、土地使用権の取得を検討する際、土地使用権の割当決定書やリース契約書及び現状のプロジェクトに関する投資登録証（Investment Registration Certificate）などを確認し、用途が想定と整合しているか、プロジェクトの変更が必要でないかを検証する必要がある。

また、国によっては登記の整備が遅れているところもあり、取得を想定している土地に未登記の筆が存在する場合には慎重な対応が必要である。例えば、インドネシアでは、国の登記制度にまだ組み込まれていない未登記の土地が地方を中心に多く存在しており、大規模な開発プロジェクトにおいても、対象土地の一部の筆が未登記であるといった場面に遭遇することがある。対応方針としては、売主側で登記することを求め、その後に土地所有権の移転登記を行うのが理想である。もっとも、未登記土地の登記には時間がかかるため（インドネシアでは、未登記土地の登記には2か月間の公告手続を経ることが必要である）、プロジェクトのスケジュールに間に合わないこともある。そのため、未登記のまま取得するという選択を迫られることもある。そのような場合の次善策として行われるのは、権利証の代わりに *Girik* と呼ばれる固定資産税を支払っていることの証拠となるレターの提出を受けることである。権利の証明とはいえないが、固

定資産税の継続的な支払の事実から間接的に土地の所有権を有することを推認できることで満足する方法である。これに加え、土地の売買契約において、売主が土地について正当な権利を保有していることを表明保証させ、将来何か問題が発覚した際に補償を求められるようにしておくことも検討に値する。

なお、本稿の想定取引からはやや離れるものの、もし土地上に既存の建物が存在する場合、土地に加え建物の所有権について確認する必要があるが、この点については、上記（1）において触れた、土地と建物が別個と捉えられているかどうか、かつ、建物が土地とは別個独立に登記の対象となるかに応じて、確認すべき書類も異なる。この点、上記（1）において説明したとおり、大陸法系の国は土地と建物は別個と考える国が多いものの、建物が独立に登記の対象となるのはベトナムのみであり、それ以外の国については建物についての情報が土地の登記に付記されるのみである。したがって、大陸法系の国において建物の所有権を確認する場合、ベトナムでは建物の権利に関する証書（日本のように土地と建物の登記事項証明書が分かれているのとは異なり、土地の権利と建物の権利についての記載が同じ1通の証書の中にまとめて記載される）を確認すれば足りるのに対し、それ以外の国では確認すべき書類の検討が必要になる。例えば、インドネシアでは、実務上、建物が所在する土地の権利証に加え、当該建物の建築許可（IMB）などの書類によって権利を確認する。また、タイでは、実務上、土地事務所において土地の権利証に添付されている建物譲渡に関する売買契約書や、地域事務所に登録されている建築許可証によって、建物の所有権を確認するのが一般的である。

（3）不動産売買契約上の留意点

（所有権の移転時期と売買代金の支払タイミング）

売買契約における記載事項や契約内容の基本的な構成は、弊職らが経験する限り、国によってそれほど変わるものではないように思われる。具体的な項目

としては、対象不動産の売買の合意、売買代金の金額・支払方法・期限、代金支払・権利移転登記の前提条件、対象不動産の表明保証、許認可取得等の誓約事項、その他の一般条項が規定される。

ただし、国によって不動産の所有権の移転時期に違いがあるため、売買代金の支払のタイミングと登記の完了との同時性をどこまで追求するかは、売主の信用力が乏しく不動産だけがその引当てとなる事案では特に検討を要する。日本においては、不動産の所有権の移転は当事者の意思表示により生じ、対抗要件の具備の効力は、所有権移転登記申請が行われた時点で発生する。登記の完了は、登記簿に移転登記が行われた旨の記載がなされたという手続上の事実の完了に過ぎず、実務上、売買代金の支払と同時履行に立つのは移転登記の申請である。これに対して、表1のとおり、東南アジア諸国では、登記の完了を所有権移転の効力発生要件としている国が多いが、登記の完了までに相当の期間を要する国が多く、登記申請時点での代金支払には理論的にリスクを伴う。そこで、例えばベトナムでは、実務上、外資企業が買主の場合には、買主は登記申請時に全額の支払を行うものの、登記完了まではエスクローに預託しておき、登記完了と同時に売主にリリースするというアレンジをすることも少なくない。ただ、国によっては（例えばインドネシア、マレーシア）、登記申請にあたって売買代金の支払が完了していなければならない場合があり、そのような国では、エスクローでの対応は限界がある。

（４）賃貸借を通じた不動産の利用権の確保

本稿の想定取引は、土地の所有権又はそれに代替する権利（ベトナムの土地使用権やインドネシアの建設権など）を取得し、その土地上に建物を建設する取引を念頭に置いている。しかし、例えばミャンマー

においては、外資の現地企業はかかる土地の所有権等を取得することはできない^{注7}。したがって、ミャンマーにおいて外資の現地企業が不動産の開発など長期の土地利用が必要な事業を行うには、土地の所有者からリースするという形式をとることが多い。

また、マレーシアやタイにおいては、外資の現地企業が土地を取得することは可能であるものの、その場合、外資の出資比率が一定比率に制限されるケースがある。そのようなケースにおいては、リースという形式は、かかる出資比率の制限を受けずに土地を利用するための選択肢となる。ただし、タイの場合には、リースの形式を用いることにより土地法に基づく外資規制は受けないものの、なお、外国人事業法に基づく規制が存在することから、当該土地において行う事業の内容次第では、やはり外資の出資比率が制限されることになるため留意が必要である。

4. 合併事業

（１）外資規制とその対応策

本稿の想定取引は、ローカルパートナーとの合併事業である。この点、本稿の対象国の中には、例えばインドネシアやベトナムのように、不動産開発事業を行うに際し、外資の出資比率に対する規制が存在せず、外資企業が独資で不動産開発事業を行うことができる国も存在する。これに対し、かかる事業について外資規制が存在する場合、ローカルパートナーとの合併で事業を行う必要がある。かかる不動産に関する外資規制は、土地に関する権利内容のようにある程度法体系によって傾向が見られるものではなく、自国の不動産に関する外国投資の誘致と自国産業保護のバランスという政策目的によって決められており、各国ごとに大きく異なる。例えばシンガポールやインドネシアは比較的外資規制が緩いといえる一方、タイ、

注7

ミャンマーの現行会社法の下では外資が1株でも保有すれば「外資会社」に該当し、不動産譲渡制限法の適用を受け、土地の取得は認められないとされている。もっとも、新会社法が施行された後は、かかる取扱いが変わる可能性が高いと見られている。

フィリピン及びミャンマーでは特に外資規制が厳しく、注意を要する。

タイの場合、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。そして、ここでいう「外国人」には、①株式数の49%超が外国人により保有されるタイの現地法人及び②株主のうち頭数で外国人株主が過半数を占めるタイの現地法人が含まれる。したがって、この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は、日系企業が株式数の49%以下を保有し、ローカルパートナー側が51%以上を保有することにより、「外国人」に該当しない合弁会社によって事業を行う方法である。なお、上記②も「外国人」に該当するとされるところ、タイの民商法上非公開会社の株主は最低3名以上とされていることから、日本企業とローカルパートナーに加え、当該ローカルパートナーの代表者など個人がノミナルな株式を保有する株主となる場合が多い。

フィリピンの場合も、土地を所有することができるのは、フィリピン国民（Philippine national）のみとされており、その定義上、株主に外国企業が入っている現地法人については、外国企業の出資割合が40%以下の場合に限られる。

ミャンマーについては、上記3（4）を参照されたい。

（2）出資にあたっての留意点

本稿の想定取引のようなローカル企業との合弁による不動産開発案件の場合、一度合弁会社への出資を行ってしまうと、後で事業の前提となる土地の権利や許認可が取得できないなどの問題によりプロジェクトが進まない場合、出資した資金を取り戻すのは容易ではない。そこで、どの国で事業を行う場合であっても、出資の実行については慎重に検討する必要がある。具体的には、契約上、出資を行う前提条件を適切かつ明確に設定することが重要であり、典型例な項目としては、デュー・ディリジェンスの完了、プロジェクトに必要な許認可の取得といったものがある。また、

出資後に問題が起こってプロジェクトが中止となった場合に備えて、ローカルパートナーに対する株式のプットオプションを得ておくことも有用である。

この点、キャッシュフローに余裕のないローカル企業が相手の場合には、プロジェクトに用いる土地に抵当権が付いていて、日系企業からの出資金が返済資金として当てにされていたり、またローカル企業側の出資方法が土地の現物出資ということもある。こういった場合には、出資の前提条件とともにストラクチャー自体もより慎重に検討する必要があるため、留意が必要である。

上記のような事情は、合弁事業に関する交渉の初期に確認して、対応策を見極めておくことが肝要と思われる。

（3）合弁会社のガバナンス

ーマイノリティ株主のプロテクション

本稿の想定取引のようなマイノリティの合弁案件である場合、合弁会社の事業の意思決定については特に注意が必要である。すなわち、各国の会社法上のデフォルトルールでは、基本的に、株主総会の普通決議事項の決議要件は過半数であるため、異議があっても相手方に押し切られてしまうことになる。また、持株比率がマイノリティである場合、通常は取締役も少数派となるため、各国の会社法上のデフォルトルールでは、取締役会決議事項もローカルパートナー側が決定権を有することになる。このように、会社の意思決定の仕組みに関しては、殆どの国において、会社法上のデフォルトルールは、結果的にマイノリティ株主に不利になる。したがって、マイノリティ株主として会社の意思決定に関して最低限の権利を確保するには、そのような権利を特定し、法律上のデフォルトルールを契約書で修正する必要がある。例えば、不動産開発事業におけるビジネスプランの変更について、マイノリティとはいえ一定のコントロールを及ぼす必要があるということであれば、変更について拒否権を確保することが望ましい。

5. 販売・賃貸活動

(1) 販売・リーシング業務に関する許認可

現地で開発する物件の販売・リーシング業務に関して問題となる主要な点について2点ほど説明する。

まず1つ目は、デベロッパーとして自ら開発物件の販売を行うための許認可などの手続である。東南アジア諸国では、コンドミニアムやオフィスについて、日本と異なり、建物の着工の前からデベロッパーが（竣工後の）販売を行うことが一般的であるところ、そのような販売を行うことについては、主に開発業者に対する規制という観点からプロジェクトごとに販売のためのライセンスを当局から取得する必要がある場合が多い。他方で、上記のような開発業者規制とは別に、例えばマレーシアのように、区分所有権管理法（Strata Management Act 2013）上、区分所有建物を販売するための条件として、設計図面の登録等が要求される場合もあり、物件の販売にあたって遵守すべき法規制はしばしば複層的となりうる点に留意を要する。

2つ目として、物件を開発した会社とは別の法人に販売・リーシング業務を行わせる場合には、現地の宅建業法に注意する必要がある。物件を開発した会社自ら販売・リーシングを行う場合にはあまり問題とならないが、例えば、ローカル企業との合弁の事例で日系企業が販売・リーシングについて特にそのノウハウを活かすためにあえて別法人を設立したいという場合、また既に販売・リーシング業務を行う組織と体制を備えた現地の会社を有しているためその会社に販売・リーシング業務を集約したいといった場合が考えられる。このような場合、想定する販売・リーシングに関するマーケティングその他の活動が、現地の宅建業法が規制対象とする行為に該当するか否かが問題となるが、概して規制対象行為は広範に定められていることが多く、慎重な検討を要する。さらに、シンガポールは、東南アジアのハブとして、日系企業のみならず、周辺国で開発した物件の顧客となるような主要な外国企業も統括拠点や現地法人を置くことが多い。こ

のようなシンガポールのマーケティング上の特性から、周辺国現地の合弁会社が開発した物件の販売・リーシングに関するマーケティングをシンガポールにおいてグループ会社が行う場合、シンガポールの宅建業法について検討が必要となる。

(2) 賃貸の実務にあたっての法的留意点

開発したオフィス、商業施設、物流施設といった物件についてデベロッパーの立場からリーシングを検討する場合、賃貸に関する登記義務や賃貸期間の制限についてまず確認することになる。この点、タイにおいては、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、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。

また排他的な占有を取得した賃借人に対する不動産の明渡しについては、日本と同様、自力救済が禁止され、裁判手続を通じた強制執行が必要となることが多い。そこで、貸し手の立場からは、より簡便・迅速に明渡しを求めることができるよう、例えば商業施設であれば、催事場や共有スペースの利用者について、通常の店舗区画とは異なる利用権を現地の法律に基づいて検討することがある。また、物流施設であれば、入居者に提供される倉庫業務・保管業務等のサービスの実態に応じて、賃貸借契約かサービス契約かといった契約構成及び契約内容について現地法に基づいて検討することになる。

6. 外部からの資金調達

(1) オフショアローンに関する実務上の留意点

近時、東南アジアにおける不動産投資案件において、投資資金の一部を外部の金融機関から調達する例が増えている。本稿の想定取引は国内の金融機関からのオンショアローンを念頭に置いているが、

実務上、日系の金融機関がオフショアローンを検討するケースも多いように思われる。そこで、以下では、貸し手の視点から見た留意点を述べる。

オフショアローンの場合、まず、海外から現地法人への貸付けについて、当該現地国において、日本における貸金業登録に相当するような何らかの許認可が必要とされないかに留意する必要がある。例えば、マレーシアでは、貸金業を行うには貸金業者ライセンスを取得しなければならない。無利息の貸付及び親子会社間の貸付は、規制の対象外とされている一方、上記のような（親子関係を前提としない利息付の）オフショアローンは例外として明記されているわけではないため、慎重な検討が必要となる。これに対して、シンガポールでも貸金業を行うには貸金業者ライセンスを取得する必要があるが、およそ法人向けの貸付であれば、ライセンスの取得は免除されている。

また、オフショアローンの場合、外為規制についても注意が必要である。例えばインドネシアの場合、借入人としての現地企業は、原則として、外貨建てのオフショアローンについて一定のヘッジを行い、流動性を確保し、さらに外部格付けを取得する必要がある。

さらに、海外の金融機関が、当該現地の不動産に直接担保権を設定することができるかは国によって異なっている。例えば、インドネシアにおいては海外の金融機関が建設権に対して担保を設定することができるのに対し、ベトナムにおいては、外国銀行の現地支店を除き、外国法人は土地所有権に対して担保を設定することはできない。

（２）担保法制

東南アジアの不動産投資案件における資金調達において、現地の担保法制を理解することは非常に重要である。本稿の対象国については、基本的にどの国も、日本における不動産抵当権に相当するような不動産に対する担保権の制度を有している。かかる制度は、債務の担保として不動産の価値を担保権者が把握し、債務者にデフォルトなど一定の事由が生じ

た場合に不動産に対して執行を行うことができるという基本構造はどの国においても共通しているように思われる。

しかし、執行手続の具体的内容や実務上の運用面で、国によって異なる部分も多い。例えば、タイにおいては、不動産の抵当権者が抵当権を実行する場合、裁判所において抵当目的物の競売による実行手続を行わなければならない。この裁判上の執行手続は、民事訴訟手続として裁判所の裁判を経て行われ、この手続の完了までに1年から数年程度の時間がかかることも稀ではなく、日本をはじめとする他の国の不動産担保執行手続に比べかなりの時間を要する。

この点、より簡便な執行手続として、東南アジアの各国においても、日本と同様、担保権の法的実行とは別に、担保権設定者の協力を得て、設定者が自ら任意に不動産を売却し、その売却代わり金をもって債権者に弁済を行うという方法（いわゆる任意売却）をとることは可能である国が多く、実際に、インドネシアやタイではそのような方法が実務上一般的に行われている。これに対し、フィリピンでは、かかる任意売却は法律上は可能であるものの、実務上は一般的ではないようである。

（３）親会社保証の必要性と

ノンリコース型ファイナンスのニーズ

上記のとおり、東南アジアの各国は日本における不動産抵当権に相当するような担保権の制度を有しており、現地の金融機関からの資金調達の場合には、かかるローンの担保として不動産に担保が設定される場合が多い。しかし、日系の金融機関から見た場合、現状では、現地における不動産担保実務についての情報が不足していること等の理由から、かかる投資資金の供与の際にも不動産担保を取得しないのが一般的である。そこで、現状では、スポンサーである親会社からの保証のみで対応する例が多い。

他方で、案件によってはスポンサー側に会計上オフ

バランスのニーズがある場合もあり、そのような場合には、金融機関として、スポンサーからの保証を要求することは難しい。また、日系の金融機関はローカルパートナー側への与信には依拠しにくいことから、調達資金全体についての保証を一旦日系のスポンサー側で負担したうえで、ローカルパートナーと内部的に精算するなどのやや複雑な仕組みにせざるを得ず、そのためスポンサー側からかかる対応に難色を示される場合もある。

そのような背景から、東南アジアにおける不動産投資案件において、いわゆるノンリコース型のファイナンスのニーズは徐々に高まっているように見受けられる。何をもってノンリコース型と呼ぶかという点はあるが、単純に親会社保証なしで不動産担保のみのファイナンスという意味であれば、実際、シンガポールでは既に一般的であり、また、タイにおいてもローカル銀行は積極的であるように見受けられる。しかし、東南アジア全体としては、上記のとおり、未だ現地における不動産担保実務等についての情報が不足している国

が多く、日系の金融機関に一般的に広まるにはまだ時間を要すると思われる。また、不動産担保執行の確実性の確認が得られたとしても、日本における不動産ノンリコースローンの実務を踏まえるのであれば、それが各国の倒産法制においてどのように取り扱われるか、倒産隔離のような仕組みの可否・手当ての検討が問題となる。

7. おわりに

以上のとおり、本稿では、ASEAN 主要国の不動産関連事業において、不動産の取得、合併事業、販売・賃貸活動及び資金調達の各トピックごとに実務上留意すべき事項について横断的に説明してきた。本稿が、読者の東南アジア諸国の不動産関連事業についての立体的・横断的な理解を進め、ひいては日本企業による ASEAN の不動産関連事業への投資を促進する一助となれば望外の喜びである。

かわむら りゅうたろう

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。2010 年米国ペンシルバニア大学ロースクール (LL.M.) 及びウォートンスクール (Business & Law Certificate) 卒業。2012 年から現在まで森・濱田松本法律事務所シンガポールオフィスにて勤務。アジア地域におけるものを含む、クロスボーダーでの不動産・インフラプロジェクト、M&A、合併事業等の国際投資・ファイナンス案件に関し、幅広い経験を有する。近時は、東南アジアの不動産開発案件を多数手掛けている。

はなわ すずむ

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。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進出やクロスボーダー取引を多く手掛ける。また、不動産の証券化や REIT 業務などの不動産ファンド分野にも造詣が深く、近時は、東南アジア諸国の不動産開発案件に積極的に取り組んでいる。

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。

ASEAN 諸国の PPP と 投資面でのパッケージ型インフラ輸出



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

ASEAN 諸国のインフラ需要

ASEAN (Association of South-East Asian Nations) 諸国^{注1}における本邦企業のビジネスチャンスは、不動産分野に限らない。インフラ分野も大きなポテンシャルを秘めている。

ASEAN 諸国では、インフラ案件の中でも特に、更地の状態から整備を行う「グリーンフィールド^{注2}」と呼ばれるものが多く想定される。2010年のADB Instituteのレポート^{注3}にも、マレーシアのインフラ需要のうちグリーンフィールドの比率は79%とアジア諸国の中で最も大きく、ほかにもタイが72%、インドネシアが

70%とあり、ASEAN 諸国におけるグリーンフィールドへのニーズの強さが確認できる。一方、セクター別では、電力インフラへのニーズが最も強く、以下、道路、通信、港湾、下水道などが続いている。

また、本年2月のADBのレポート^{注4}では、アジア全体のインフラ需要は、2016年～2030年の累計で約26.2兆ドル。年間では約1.7兆ドルと、従前の調査に比べて倍増している。このうちASEAN 諸国のインフラ需要は、2016年～2030年の累計で約3.1兆ドル。年間では約2,100億ドルで、これは対GDP比5.7%に匹敵する。

注 1

現在の ASEAN 加盟国は、ブルネイ、カンボジア、インドネシア、ラオス、マレーシア、ミャンマー、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナムの10カ国。

注 2

「グリーンフィールド」とは手付かずの土地、更地の状態という意味で、何も無い状態から始める、すなわち設計・建設中から始める案件を指す。一方、既に手が付いている土地という意味で、稼働中の案件は「ブラウンフィールド」と呼ばれる。

注 3

Asian Development Bank Institute, 「Estimating Demand for Infrastructure in Energy, Transport, Telecommunications, Water and Sanitation in Asia and the Pacific : 2010-2020」(2010年9月)

注 4

Asian Development Bank, 「Meeting Asia's Infrastructure Needs」(2017年2月)

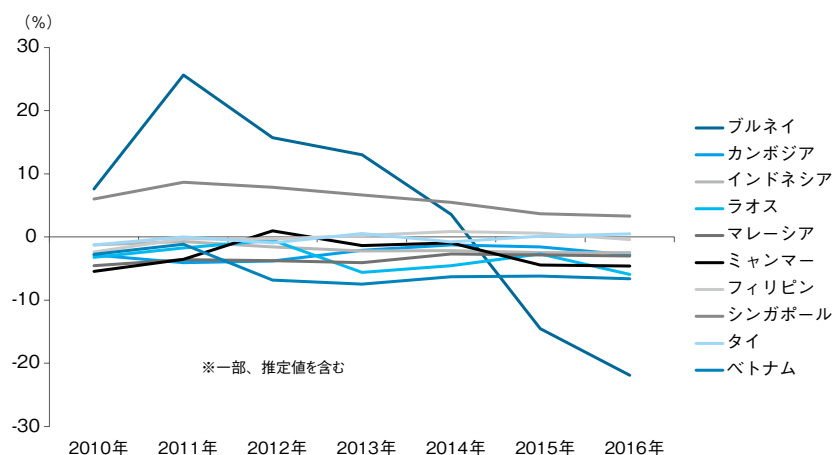
ASEAN諸国の 財政状況と PPPによる インフラ整備

インフラ（ストラクチャー）は、日本語で「社会基盤」とも訳されるように、当該国・地域の経済活動や社会生活の礎になるものであるため、その整備には一義的にそれぞれの財政資金が充てられる。しかし、ASEAN諸国の財政基盤は概ね脆弱であり、前述の膨大な資金需要には耐えられそうにない。図表1に示すとおり、シンガポールなど一部の国を除いて、恒常的な財政赤字の状態にある。

インフラ需要を満たすべき財政資金が不十分であるとする、次に頼るのは必然的に民間資金ということになる。資金のみならず、民間の持つ技術やノウハウも活用することで、より効率的にインフラ整備を進めようとする、PPP（Public-Private Partnership、官民連携）という手法が有効になるだろう。

PPPは、「完全な民間事業」と「完全な公共事業」の中間に位置する手法であるため、順調に進捗すれば、文字通り「官と民の連携事業」という“美しい形”

図表1 ASEAN 諸国の財政状況（財政収支の対 GDP 比）



（出所）IMF の World Economic Outlook Database をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表2 PPP 環境スコア (Infrascope Index)

Rank 2014	Score 2014	Score 2011	Rank 2011	Rank change
1 Australia	91.8	92.3	1	-
2 United Kingdom	88.1	89.7	2	-
3 Republic of Korea	78.8	71.3	3	-
4 Japan	75.8	63.7	6	+2
5 India	70.3	64.8	5	-
6 India—Gujarat state	68.0	67.6	4	+2
7 Philippines	64.6	47.1	8	+1
8 People's Republic of China	55.9	49.8	7	-1
9 Indonesia	53.5	46.1	9	-
10 Thailand	50.4	45.3	10	-
11 Pakistan—Sindh province	49.9	n/a	n/a	n/a
12 Bangladesh	49.3	39.2	11	-1
13 Kazakhstan	41.4	34.3	13	-
14 Pakistan	41.0	38.8	12	-2
15 Mongolia	39.7	23.3	15	-
16 Armenia	38.0	n/a	n/a	n/a
17 Papua New Guinea	33.5	20.8	16	-1
18 Viet Nam	33.1	26.3	14	-4
19 Kyrgyz Republic	29.5	n/a	n/a	n/a
20 Tajikistan	28.7	n/a	n/a	n/a
21 Georgia	26.2	n/a	n/a	n/a

Notes: Changes in rank have been captured for the 18 jurisdictions that were also included in the 2011 Infrascope. Changes in rank to jurisdictions not included in the previous study are marked in the table as not applicable (n/a).

（出所）Economist Intelligence Unit (EIU),
「Evaluating the environment for public-private partnerships in Asia-Pacific (The 2014 Infrascope)」

となるが、官と民のリスク分担などバランスの取り方は非常に難しい。実務的には個別の契約書が重要となってくるが、それを担保する法制度や、民間活用を促進する政策の充実も必須となるだろう。

ASEAN 諸国の PPP と
投資面でのパッケージ型インフラ輸出

図表3 ASEAN 諸国の PPP 環境整備状況

	タイ	マレーシア	フィリピン	インドネシア	ベトナム	カンボジア	ラオス	ミャンマー
法制度	The private Investment in State Undertakings Act B.E. 2556 (2013) 及び同法施行細則	PPPに関する基本法はなく、各分野に係る個別法＋各種ガイドラインに基づき実施。民営化マスタープラン、PPPガイドライン、ファシリテーション・ファンドガイドライン	BOT法及び同法施行細則	大統領令2015年38号	政府令15号、政府令30号	PPPに関する基本法はなく、各分野に係る個別法等に基づき実施。コンセッション法、投資法等	PPPに関する基本法はない	PPPに関する基本法はない
PPP推進ユニット	タイ国営企業政策局 (SEPO)	Public Private Partnership Unit (3PU)	PPP センター	KPIP(Komite Percepatan Penyediaan Infrastruktur Prioritas) BAPPENAS (the National Development Planning Agency) PPPセンター等	MPI(the Ministry of Planning and Investment)	N.A.	N.A.	N.A.
事業選定	政府提案型のみ	政府提案型及び民間提案型	政府提案型及び民間提案型	政府提案型及び民間提案型	政府提案型及び民間提案型	主に民間提案型	主に民間提案型	主に民間提案型
政府サポート	PDF(Project Development Fund)	ファシリテーション・ファンド補助金	PDMF (Project Development Monitoring Facility) PPP Strategic Support Fund 投資優遇措置 (民間提案型にはない)	IIGF(Indonesia Infrastructure Guarantee Fund)	政府保証事業設備の資産及び事業権への担保権設定 外貨交換保証 PDF(Project Development Fund)等	電力セクターにのみ政府保証あり	N.A.	N.A.

(出所) 経済産業省、「アジア・インフラファイナンス検討会 中間報告書」(2016年3月)より抜粋

しかし、ASEAN 諸国における PPP の法制度など環境整備状況は、国によって相当バラツキがある。図表2は、Economist Intelligence Unit (EIU) が公表している「PPP 環境スコア (Infrascope Index)」であるが、2014年のスコアを見るとフィリピンが64.6で、75.8の我が国と同じ「Developed」という2番目のカテゴリーに属しており、ASEAN 諸国では最上位にある。フィリピン以外では、53.5のインドネシア、50.4のタイ、33.1のベトナムが、3番目のカテゴリーである「Emerging」に属しているが、その他の ASEAN 諸国の記載はない。

一方、筆者も末席に名を連ねさせていただいた経済産業省の「アジア・インフラファイナンス検討会」では、各国の PPP の法制度など環境整備状況を図表3のようにまとめている。「PPP 環境スコア (Infrascope Index)」と概ね整合しており、フィリピン、インドネシア、タイ、ベトナムの PPP 環境の整備は比較的進んでいる

反面、ラオスやミャンマーなどはまだ途上にあることがわかる。

以上のように PPP は、財政状況の厳しい ASEAN 諸国のインフラ整備にとって有力な手法と言えるが、少なくとも現状においては、投資先がどの国かによって、法制度などその環境整備に大きな差異があることを認識しておく必要があるだろう。

ASEAN 諸国における インフラ整備案件の 獲得に向けた我が国の取組

ASEAN 諸国のインフラ需要に対しては、本邦企業も従来からさまざまな取組を行ってきている。しかし、建設工事単体での受注や関連機器・部品の供給にとどまる例が多く、運営・管理まで含めた長期のコミットを望む現地のニーズとは、必ずしも整合しないことが課

題として指摘されてきた。さらに近年は、こうしたインフラ整備案件の獲得における国際間競争も激しくなっており、トップ外交をもフルに活用する競合国の攻勢は、本邦企業にとって大きな脅威となっている。

そこで我が国政府も、民間企業によるビジネスモデルの構築や経営判断は前提としつつ、さまざまな施策を総動員して本邦企業の取組を支援し、官民一体となった海外インフラ整備案件の獲得に乗り出すこととなった。その司令塔として2013年3月に設置されたのが、「経協^{注5}インフラ戦略会議」である。対象は必ずしもASEAN諸国に限らないが、第1回会議のテーマが「ミャンマーについて」であるなど、ASEAN諸国はとりわけ重要度の高い先と認識されているようである。

同会議は、1年に7回程度のペースで現在も行われており、開催回数は既に30回を超えている。そのうち第4回会議（2013年5月）でまとめられたのが、「インフラシステム輸出戦略」で、インフラの設計・建設、製造のみならず完成後の運営・管理まで含めたものを「インフラシステム」と称し、それらをパッケージ化して輸出していく方針（「パッケージ型インフラ輸出」）が明示されている。また、2010年に10兆円程度であったインフラシステムの受注を、2020年には約30兆円とする目標が示されたのもこの時である。

さらに、この第4回会議

直後の2013年6月に閣議決定された「日本再興戦略」では、インフラシステム輸出戦略が国際展開戦略の重要施策として位置付けられた。なお、この「インフラシステム輸出戦略」は、以後毎年改訂されており、最新版は本年5月29日に公表された「インフラシステム輸出戦略（平成29年度改訂版）」となっている。

一方、多くのインフラ分野を管轄する国土交通省も、2016年3月、「国土交通省インフラシステム海外展開行動計画」を策定。本年3月には、その改訂版となる「国土交通省インフラシステム海外展開行動計画2017」を発表し、以降も毎年度改訂していくこととしている。こ

図表 4 今後3～4年間で注視すべきASEAN諸国の主なインフラプロジェクト

ベトナム	- 南北高速鉄道整備事業 - ハノイ市都市鉄道 1号線及び2号線整備事業 - ホーチミン市都市鉄道 3A号線整備事業 - 南北高速道路(ダナン〜クワンガイ) ITS パッケージ事業 - 南北高速道路(ベンルック〜ロンタイン) ITS パッケージ事業 - ハノイ市エンサ下水道整備事業 - 南部ビンズン省 BRT運営参画事業 - ホーチミン市地下街開発事業
ミャンマー	- ヤンゴン〜マンダレー鉄道整備事業 - ヤンゴン環状鉄道改修事業 - 東西経済回廊整備事業 - バゴ橋整備事業 - ティラワ港事業及びティラワ経済特区関連インフラ整備 - ハンタワディー新国際空港整備・運営事業 - 貨物鉄道コンテナターミナル整備・運営事業 - ラカイン州への旅客船無償供与 - 海洋石油開発物資供給基地整備・運営事業
ラオス	ワッタイ国際空港ターミナル運営事業
カンボジア	- 南部経済回廊・国道 5号線改修事業 - チュルレイ・チョンパー橋(日本橋)改修計画
タイ	- バンコク〜チェンマイ間高速鉄道計画 - 貨物輸送サービス改善事業 - バンコク都市鉄道オレンジライン整備事業
フィリピン	- マニラ首都圏南北通勤鉄道事業(マロロス〜ツツパン間)及びクラーク等への延伸 - マニラ首都圏大量旅客輸送システム拡張事業 - マニラ首都圏地下鉄整備事業 - ミンダナオ島ダバオ市バイパス建設事業(南・中央区間) - メロマニラ立体交差建設事業(フェーズ4) - マニラ首都圏主要橋梁耐震補強事業 - ニノイ・アキノ空港拡張・運営事業
インドネシア	- ジャカルタ都市高速鉄道(MRT)南北線北部延伸及び東西線整備事業 - ジャワ北幹線鉄道準高速化事業 - バリ海岸保全事業(フェーズ2) - パティンバン港開発事業
マレーシア シンガポール	マレーシア〜シンガポール間高速鉄道計画

(出所) 国土交通省、「国土交通省インフラシステム海外展開行動計画2017」(2017年3月)をもとに
三井住友トラスト基礎研究所作成

注 5

「経協」は、「海外経済協力」を意味する。

の行動計画は、政府全体の戦略である「インフラシステム輸出戦略」に基づき、国土交通分野の計画を詳細化し、今後インフラシステムの海外展開を更に強化していく際に重要となる施策を明確化したものである。この中には、国別に、今後3～4年間で注視すべき主なプロジェクトが列挙されており、ASEAN 諸国のものについては図表4に抜粋した。

さらに、政府においては、2015年5月に「質の高いインフラパートナーシップ」を、同年11月にそのフォローアップ策を公表している。「質の高いインフラ」とは、初期の建設コストは高くても運営・管理まで含めたライフサイクルコストは経済的であること、使いやすく長寿命であること、納期を遵守すること、環境・防災面に配慮していること、将来的に現地の人材で運営できるよう人材育成や制度構築支援も併せて行うことなどの要件を満たすインフラを指す。これらの点は、我が国のインフラシステムの強みでもあるため、「質の高いインフラ」の推進には、対外的なアピールと案件獲得への期待が込められている。

そして、2016年5月のG7伊勢志摩サミットでは、「質の高いインフラ輸出拡大イニシアティブ」を発表。今後5年間の目標とし

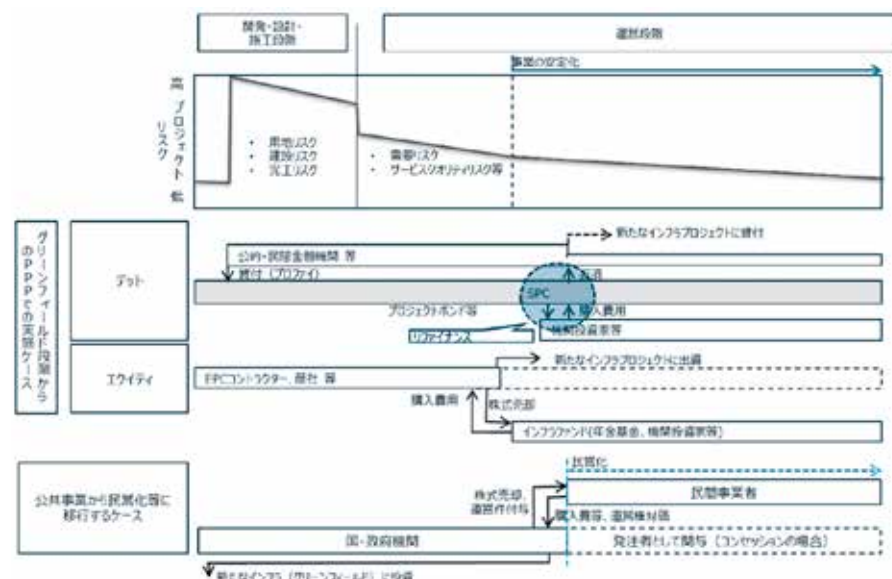
て、世界全体のインフラ分野に約2,000億ドルの資金供給を行うことを表明し、議長国として「質の高いインフラ投資の推進のためのG7伊勢志摩原則」の合意を主導するに至っている。

投資面での パッケージ型インフラ輸出

以上のような、手厚い政策支援を含む官民一体となった取組により、2015年のインフラシステム受注額が約20兆円となるなど、我が国の「パッケージ型インフラ輸出」は、着実に浸透しているように見える。しかし、細かく見ていくと、特に海外と比べて取組が大きく遅れていると思われる部分もある。それは、インフラ案件への投資家の資金の活用。より厳密には、ブラウンフィールドへの金融投資家の資金の活用である。

ここで、「金融投資家（ファイナンシャル・インベスター）」とは、対象となるインフラに実務面・事業面でのニーズがほとんどなく、純粋に投資収益だけを追求する投資家を意味する。具体的には、年金基金や保険会社、インフラファンドを運営する資産運用会社などが該当する。これに対して、対象となるインフラを建設・運営するなど実務面・事業面でのニーズがあり、それに付随して投資を行う投資家は「戦略投資家（ストラテジック・インベスター）」と呼ばれ、具体的には、建設会社や運営・管理を担う事業会社などが該

図表5 インフラ事業のシームレスなファイナンスのイメージ



（出所）経済産業省、「アジア・インフラファイナンス検討会 中間報告書」（2016年3月）

当する。

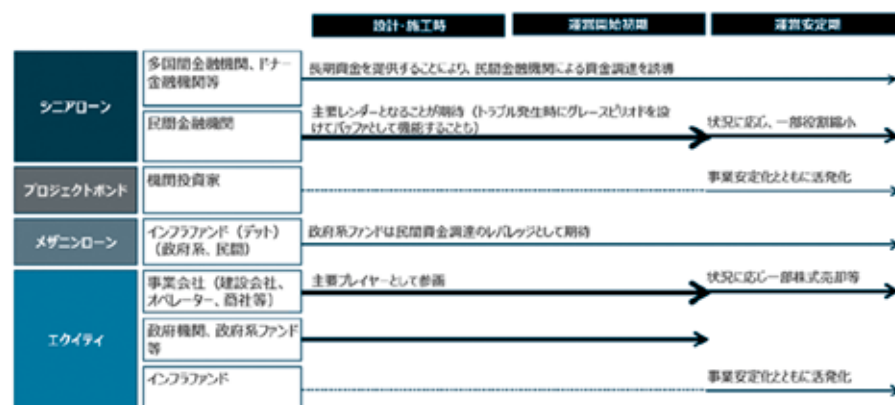
図表5と図表6は、インフラのライフサイクル、すなわち、グリーンフィールドからブラウンフィールドに移行する過程で、リスクの種類や大きさ、さらには投資家など資金供給者の顔ぶれも変化する様子をイメージとして示したものである。

特にエクイティ部分に注目すると、一般的に、グリーンフィールドの段階は戦略投資家が^{注6}、ブラウンフィールドの段階は金融投資家が主な資金供給者となっていることがわかる。建設リスクなどグリーンフィールド特有のリスクは負担しづらい金融投資家にとって、長期間の安定したキャッシュフローが期待できるブラウンフィールドへの投資は好ましい。一方、

戦略投資家にとっても、金融投資家の参入によって投資資金を早期に回収し、それをまた新たなグリーンフィールドに投じることができるメリットがある。

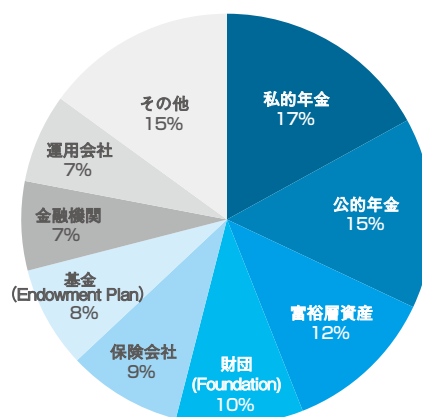
さらに、金融投資家の参入は、SPCにおける所有と運営の分離を実現し、市場規律の導入がガバナンスやサービスの質を向上させるという期待もある。中でも、年金基金や保険会社のような豊富な資金量を持つ長期スタンスの金融投資家の参入は、事業の継続性と安定性を高めるだろう。実際、世界のインフラ

図表6 インフラファイナンスの種類と資金供給者のイメージ



（出所）経済産業省、「アジア・インフラファイナンス検討会 中間報告書」（2016年3月）

図表7 インフラ投資家の属性別比率



（出所）Preqin、「Preqin Investor Outlook : Alternative Assets H1 2017」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

投資でこんは、こうした長期スタンスの投資家を中心となっている（図表7）。

一方、現在はまだ一部に過ぎないが、我が国の金融投資家もインフラ投資を始めている。しかし、残念ながら国内に適切な投資対象がないため、海外の事業者が運営・管理する海外のインフラ案件、実際にはそれらを取りまとめた海外のインフラファンドへの投資がほとんどとなっている。ただ、今後、本邦企業がインフラの運営・管理にも携わるようになれば、本邦企業

注6

グリーンフィールド段階のエクイティ供給者として、最近では、政府系ファンドや官民ファンドの存在感も大きくなっている。我が国の株式会社海外交通・都市開発事業支援機構（JOIN）などは、そうしたものの一つである。

図表 8 インフラ投資の主なリスク

リスクの種類	リスクの概要
需要変動リスク	利用料収入などのあるインフラで、実際の利用が当初の需要予想に達しないリスク。
気候変動リスク	気候や天候の影響によって、実際の利用が当初の需要予想に達しないリスク
災害リスク	突発的な災害により、対象となるインフラが損壊などし、長期間、稼働できなくなるリスク。または、対策に想定外のコストがかかるリスク
政治リスク	首長や政権の交代などでプロジェクトが変更、中止になるリスク。 政変によってプロジェクトが変更、中止になるリスク
制度変更リスク	主に政治的理由による制度変更で、収入見込みが大きく減少するリスク
地元優遇リスク	事業者の選定において自国や地元地域の事業者が優遇され、外国や他地域の者が敬遠されるリスク
歴史リスク	歴史問題の再燃により、受注済み・進行中のプロジェクトから排除されたり、資産が差し押さえられたりするリスク
完工リスク	建設中のインフラが、予定どおりの時期に、想定した予算内で工事を完了できないリスク
老朽化リスク	インフラの劣化によって出費がかさむリスク。老朽化に起因する大事故が起きて損害を被るリスク
市場流動性リスク	売値しようとしても相手が見つからず取引できないリスク。あるいは相対的に価格を下げないと取引できなくなるリスク
ファイナンスリスク	金融機関からの借入れが受けられなくなるリスク、あるいは借入れの条件が悪くなるリスク。借り換えができないリファイナンスリスクも
為替リスク	インフラファンドの通貨とプロジェクトの現地通貨、また投資家の通貨が異なるため、為替相場の変動で損失を被るリスク

(出所) 福島隆則・菅健彦、「よくわかるインフラ投資ビジネス」(日経 BP 社) より抜粋

がインフラのライフサイクル全体にコミットする案件に本邦投資家が投資を行うという、「投資面でのパッケージ型インフラ輸出」も期待できる。さらに、本邦企業が関与するインフラ案件を取りまとめたインフラファンドを、本邦の資産運用会社が円建てで組成できれば、より完全な形で「投資面でのパッケージ型インフラ輸出」が実現するとともに、新しい投資市場や金融産業を創出することにもつながるだろう。

ASEAN 諸国への インフラ投資のリスク

とはいえ、投資にはリスクが付き物である。もちろん、リスクを負担するからこそリターンという果実が得られるのであるが、それも、マネジメント／コントロールできる範囲にリスクをとどめられることが前提となる。

図表 8 に、インフラ投資の主なリスクを示したが、中でもインフラ特有のリスクと言えるのが、「政治リスク」、「制度変更リスク」であろう。いずれも当該国・地域の

「政治的安定性」に起因するものであるため、ASEAN 諸国への投資の場合は、特に留意しておく必要がある（もともと近年は、欧米諸国も「政治的安定性」が高いとは言えないが・・・）。

例えば、前述のとおり、PPP を活用したインフラ整備案件には PPP の法制度や、民間活用を促進する政策の充実が必須となるが、現在そうした環境が整っている国でも政治が不安定になれば、法制度や政策の方向性自体が 180 度変わってしまうリスクがある。

また、同じく前述のとおり、インフラは当該国・地域の経済活動や社会生活の礎になるものであるため、特に外国からの投資に対しては、現地の雇用や経済状況、場合によっては住民感情や安全保障問題によって拒絶されるというリスクもある（「地元優遇リスク」、「歴史リスク」）。

そして、より厄介なことは、こうしたリスクの多くが不連続に、また唐突に顕在化するため、マネジメント／コントロールが非常に難しい点だろう。リスクヘッジには

保険商品などの活用も考えられるが、実務的には、いくつかのインフラ案件への分散投資が最も効率的な手段となる。インフラ投資の経験値の少ない我が国の金融投資家にとっても、個別のインフラ案件への直接投資より分散の効いたインフラファンドへの投資の方が、取組やすいと言えるだろう^{注7}。

さらに、ASEAN 諸国など新興国へのインフラ投資の場合は、為替リスクや資金流動性リスクへの配慮も重要となる。例えば、本邦投資家が海外のインフラ

ファンドを通じて ASEAN 諸国のインフラ案件に投資を行う場合、通常ドル建てかユーロ建てとなるインフラファンドの通貨と、インフラ案件のある現地通貨との「二重の為替リスク」を負うことになる。こうした観点からも、本邦の資産運用会社による円建てのインフラファンドの組成が待ち望まれるが、中長期的には、円と ASEAN 諸国通貨の（ドルを介しない）直接交換を推進するような施策も重要となってくるだろう。

※福島氏による連載「インフラ・PPP 投資市場の幕開け」はお休みしました。

注 7

一方、英国などで見られる、複数の年金基金が集まって共同でデューデリジェンスや投資を行うような仕組みは、我が国でももっと検討されるべきだろう。

参考文献

- Association of South-East Asian Nations HP (http://asean.org)
- Asian Development Bank Institute、「Estimating Demand for Infrastructure in Energy, Transport, Telecommunications, Water and Sanitation in Asia and the Pacific:2010-2020」(2010年9月)
- Asian Development Bank、「Meeting Asia's Infrastructure Needs」(2017年2月)
- Economist Intelligence Unit (EIU)、「Evaluating the environment for public-private partnerships in Asia-Pacific (The 2014 Infrascope)」
- 経済産業省、「アジア・インフラファイナンス検討会 中間報告書」(2016年3月)
- 首相官邸 経協インフラ戦略会議 HP (http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keikyoku/index.html)
- 経協インフラ戦略会議、「インフラシステム輸出戦略」(2013年5月17日)
- 経協インフラ戦略会議、「インフラシステム輸出戦略(平成26年度改訂版)」(2014年6月3日)
- 経協インフラ戦略会議、「インフラシステム輸出戦略(平成27年度改訂版)」(2015年6月2日)
- 経協インフラ戦略会議、「インフラシステム輸出戦略(平成28年度改訂版)」(2016年5月23日)
- 経協インフラ戦略会議、「インフラシステム輸出戦略(平成29年度改訂版)」(2017年5月29日)
- 日本経済再生本部、「日本再興戦略 -JAPAN is BACK-」(2013年6月14日)
- 国土交通省、「国土交通省インフラシステム海外展開行動計画」(2016年3月)
- 国土交通省、「国土交通省インフラシステム海外展開行動計画2017」(2017年3月)
- 外務省・財務省・経済産業省・国土交通省、「質の高いインフラパートナーシップ～アジアの未来への投資～」(2015年5月21日)
- 内閣官房、総務省、外務省、財務省、経済産業省、国土交通省、「G7 伊勢志摩サミット「質の高いインフラ輸出拡大イニシアティブ」」(2016年5月23日)
- 外務省、「質の高いインフラ投資の推進のためのG7 伊勢志摩原則」
- Preqin、「Preqin Investor Outlook:Alternative Assets H1 2017」
- 福島隆則・菅健彦、「よくわかるインフラ投資ビジネス」(日経BP社)

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)の活用のある方に関する検討会」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

定時社員総会・懇親会を開催

一般社団法人不動産証券化協会は平成 29 年 5 月 31 日、帝国ホテル「桜の間」において、第 15 回定時社員総会を開催し、平成 28 年度事業報告及び決算の承認、役員を選任を行い、両議案が承認されました。

総会終了後、同ホテル「富士の間」で懇親会を開催し、協会会員、友好団体等から約 600 名に参加頂きました。

日時：平成 29 年 5 月 31 日（月） 午前 11 時～正午

会場：帝国ホテル「桜の間」



総会議案

第 1 号議案：平成 28 年度事業報告及び決算の承認に関する件

第 2 号議案：役員を選任に関する件

平成 29 年度事業計画

(自：平成 29 年 4 月 1 日 至：平成 30 年 3 月 31 日)

I 事業計画の考え方

1. 市場認識

平成 28 年度は、英国 EU 離脱派の勝利や米国トランプ大統領の誕生など、世界情勢に大きな変化の波が訪れた。こうした環境は我が国の金融・為替市場にも大きな影響を及ぼし、予断を許さない状況にあるものの、日本経済は緩やかながら回復基調を維持している。

Jリート市場は、平成 29 年 3 月には、上場 58 社、資産規模 15 兆 8,000 億円に達し、私募市場も、私募リートが年金等機関投資家の運用先として定着し、22 銘柄、資産規模 2 兆円を超えた。平成 28 年には対象資産を地方の不動産に限定したリートが登場し、また前年に続き物流施設や宿泊施設に特化したリートの新規上場も行われるなど、市場の幅と厚みは着実に増している。こうした広がりを受け、不動産投資市場の健全な発展には、各当事者の冷静な状況判断に加え、高い規範意識に基づく倫理行動によって投資家の信認に应运っていくことの必要性がますます高まっている。

2. 重点課題

第五期中期事業計画(目標：「更なる進化への挑戦とニューフロンティアの開拓」)の最終年である平成 29 年度は、「更なる進化に向けた活動基盤を確固とする年」と位置付ける。協会の掲げる資産総額 30 兆円ならびに不動産のアセットクラス化に向けては、投資対象不動産の量的拡大及びヘルスケア施設、インフラ・PRE、海外不動産等資産種別の更なる多様化、ならびに投資家の信認のさらなる向上が重要であるとの認識のもと、以下の重点課題に取り組む。

- (1) 不動産投資運用に関する信認のさらなる向上
- (2) ヘルスケア領域のチャネル開拓と情報発信の強化
- (3) 「インフラ」対応への協会の基本姿勢、推進方法の方針取りまとめ
- (4) アウトバウンド資産証券化のあり方及び課題の研究
- (5) 金融収縮期対応研究の取りまとめ
- (6) 投資対象不動産の拡大を促す具体的方策の検討(継続)

3. 各事業の基本方針

<政策提言事業>

平成 28 年度の活動を踏まえ、関係法制の改正動向や、改正後の実務への展開状況の把握に努めるとともに、会員の意向を踏まえながら、必要な制度改善、税制改正要望等を行う。

また、諸外国の法規制に関しても、会員の事業活動に支障が生じないよう関係当局と連携して活動を行う。

<不動産投資・証券化普及推進事業>

公的年金をはじめとする機関投資家や個人投資家の不動産投資・証券化市場への更なる投資促進を図り、長期安定資金を市場に導入するための諸活動を行い、投資家の特性を踏まえたメニューの充実に努める。

また、資産総額 30 兆円への拡大を視野に入れた市場整備をさらに進めるとともに、ヘルスケア・インフラ等新領域の事業者やオリジネーターへの不動産投資・証券化市場に対する理解の促進やチャネル

開拓に引き続き注力する。

2019年春に開催予定の「ARES不動産投資国際フォーラム」の準備を開始する。

なお、事業名については、活動内容をより明確に反映したものとするため、本年度より「不動産投資・証券化普及推進事業」に変更する。

＜調査研究事業＞

実務に根差した情報収集、現状把握、調査・研究・分析、課題抽出を行い、その成果を投資家に対する普及活動や政策提言事業に活かしてゆく。特に制度改善や新領域開拓に資する調査研究活動に注力する。

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

さらに中期事業計画の重点課題の一つとして、平成27年度から実施してきたインフラ対応への方針等の取りまとめや、金融収縮期対応への研究の取りまとめを行う。

＜国際連携活動＞

「REESA代表者会議」への参加やカンファレンスへの協力など、海外の関係団体と連携してグローバルな不動産投資市場発展のための活動を行う。また、海外友好団体と、双方向性の情報提供や面談による連携強化に努める。

＜教育事業＞

不動産投資市場のさらなる拡大を支える基盤として、マスター資格の一層の普及とプレゼンス向上に努めるとともに、マスターへの職業倫理意識の浸透を促すことで、マスター資格制度の信頼性強化を図る。

＜投資家保護事業＞

苦情相談室の適正な運営と会員及びマスターに

対する規律の徹底に努める。

＜協会運営＞

不動産投資市場、不動産証券化ビジネスの拡大に対応し、新たなステージに適合する運営方針の検討と当該方針への会員のコンセンサス醸成に努め、第16回定時社員総会（平成30年5月開催予定）への改革案の提出を目指す。

また、第五期中期事業計画の進捗、成果を踏まえ、次期（第六期）中期事業計画を年度内に策定する。

Ⅱ 事業内容

1. 政策提言事業

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

（1）制度改善要望活動等

- 投信法、金商法：投資法人の安定的運用に向けた課題の整理
- 不動産特定共同事業法：法改正への対応
- 平成30年度制度改善要望：要望アンケート結果を踏まえ、対応する。
- 投資対象不動産の拡大・多様化を促すための課題・施策等の検討
- その他関連法制への対応

（2）税制改正要望活動

- 平成30年度税制改正要望：要望アンケート結果を踏まえ、対応する。
- その他関連税制への対応

（3）会計基準関連

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

て要望活動を行う。

(4) 欧州オルタナティブ投資ファンド規制(AIFMD)、 金融安定理事会(FSB)における流動性リスクマ ネジメントへの対応の継続

2. 不動産投資・証券化普及推進事業

不動産投資・証券化市場の拡大のため、投資家の特性に応じた普及活動と市場整備や信頼性確保に資する活動を推進する。

(1) 個人投資家に対するJリート等普及のための 情報発信の充実

個人投資家への情報発信強化とメディアへの情報提供力強化に注力する。

①各種イベントの開催

- ・既存投資家や新たな投資家との良好なコミュニケーション、IR活動の場としての「Jリートフェア」(2日間に拡大)の開催等
- ・「Jリート普及全国キャラバン」の継続開催による地方への普及活動

②メディアへの情報提供

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

(2) 機関投資家に対する不動産投資の普及活動 (不動産のアセットクラス化に向けて)

①投資家登録制度の普及

- ・登録メンバーとのリレーション構築の促進に加え、会員制度改革検討に伴うサービス内容見直しを検討する。

②インデックス(AJPI・AJFI)のプレゼンス向上

- ・機関投資家、運用会社等潜在的ユーザーへの広報活動の本格化
- ・サブインデックス等プロダクト拡充の検討

- ・中長期的観点から海外インデックス機関との連携の方向性を検討する。

なお、私募ファンドガイドラインについては、ワーキンググループ等で見直し可否等の確認を継続する。

③委員会、研究会活動

④不動産投資啓発活動

28年度まで実施していた「年金フォーラム」が一定の目的を達成したことに鑑み、「インデックスセミナー」や投資家小委員会等の場を活用し、より実践的な情報を伝える活動へのシフトを図る。特に、大型年金等フロントランナーを中心とした投資家間の交流機会の創出に注力した企画を検討、推進する。

(3) 海外投資家に対する我が国不動産投資市場 の普及活動

①特別研修会等への海外投資家の招聘

②RICSとの連携

(4) リートの市場整備の推進活動

①リーートの運用実務の整序に向けた活動

投資家の期待や信認により的確に応えるための運用実務の整序に向けた活動を推進し、リート市場への信頼維持に寄与する。

②Jリートの実務水準の維持・向上に向けた活動 の推進

上場投資法人及びJリート資産運用会社におけるコンプライアンス、情報開示等の実務について、業界全体のレベルの維持・さらなる向上を図るため、Jリート実務委員会の分科会活動等を通じ、情報交換や研修等を実施する(継続)。

③私募リートの実務水準の維持・向上に向けた活動 の推進

私募リートについても、私募リーートの資産運用会社で構成する私募リート懇談会を活性化させ、情報交換、各種研修等の実施に努め、業界のレベル維持・発展に寄与する。

(5) ヘルスケア、インフラ・PRE等新領域事業者等に対する普及活動

ヘルスケア、インフラ・PRE等新領域の事業者やオリジネーターに対するチャンネル開拓や情報発信、啓発活動等を関係官庁等との連携も図りながら実施する。

(6) その他情報提供

①J-REIT.jp:ユーザーの利便性向上のための機能拡充等

動画コンテンツの一部リニューアル
J-REIT Report、J-REIT Databook
の発行(継続)

②Jリート関連制作物:「Jリートダイジェスト」の発行(継続)
「初めてのJリート」の発行(継続)

③メディア関連:懇談会、広報推進委員とのメディア情報面での連携

④不動産証券化ジャーナル:会員サービスの見直しの継続検討

⑤協会オリジナルの各種調査結果の効果的発信の検討と実施

⑥協会ホームページのリニューアル:

ホームページの立て付けや対象者等のコンセプトを整理した上で、会員内外へのサービス内容の見直しと合わせて、リニューアルを実施する。同時に、ホームページ掲載の英文情報の整備も行う。

⑦「ARES不動産投資国際フォーラム2019」対応事務局内にプロジェクトチームを設け、「ARES不動産投資国際フォーラム2019」の準備を開始する。

3. 調査研究事業

不動産投資・証券化市場に関する市場動向の把握及び提言活動に資する各種調査・研究ならびにそれらに関する情報発信を行う。

また調査研究で得た結果の検証やその進化、提

言活動での活用等のために、大学や大学院等アカデミズムとの連携強化や情報交換に努める。

(1) 投資対象の多様化に関する研究

- ヘルスケア、病院リート:「ヘルスケアセミナー」への協力等、所管官庁との協働
- インフラ:「インフラ・PRE検討ワーキンググループ」において検討を続けてきたインフラに関する概念整理、当協会のインフラ・PREへの対応並びにその推進方法等に関して一定の結論を導き出す(継続)

- アウトバウンド資産証券化のあり方及び課題の研究:新規
外国不動産を日本の市場で証券化するための方向性や方法論と法税制を含む実務課題の整理を行う。

(2) 金融収縮期も念頭においた課題研究:継続

平成28年度の有識者検討委員会の活動を踏まえ、現在のJリート市場の課題に対する平時および危機時の対応策について検討する。

(3) 地方における不動産証券化・PRE拡大のための方策の検討:継続

地方の官民組織(自治体、地方金融機関、地方経済団体等)や国の関連機関等との連携の検討を行う。

(4) リートの情報開示のあり方に関する研究

平成28年度に実施した「投資家の利益に資する上場リートの情報開示のあり方研究会」の報告書をふまえ、関係機関等と協議・連携しながら、情報開示のあり方をさらに検討する。また、歴史の浅い私募リートにおける情報開示のあり方についても、実務者を中心に論点等の情報共有を進めながら研究する。

(5) 市場アンケート調査

- 不動産私募ファンド実態調査:継続

併せて、現在の私募ファンドの構造、実態の捕捉にも努める。

- 機関投資家アンケート:継続
- 不動産投資短観調査(早稲田大学大学院ファイナンス研究科川口研究室)への協力:継続

(6) その他調査

- 海外インデックス機関の新たな動向に関する情報収集・調査:継続

4. 国際連携活動

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

5. 教育事業

マスター資格制度の改正(再認定制度の導入、継続教育の受講徹底)の定着に努め、認定者の質と量の確保を図り、市場の成長を支える基盤としてのマスター資格制度のプレゼンスを高める。継続教育では、コンベンションやフォーラムの開催によるネットワーキングの促進に引き続き取り組む。

(1) マスター資格制度のプレゼンス向上

- 資格制度改正(再認定制度の導入、継続教育の受講徹底)の定着
- 改正に伴うシステム改修と継続教育受講促進策の検討

(2) 継続教育、コンベンション

- 第12回マスターコンベンション(平成29年7月10日)の開催
- マスターフォーラム(東京、大阪、名古屋、仙台)の開催によるネットワーキングの促進

(3) 不動産投資運用業のコンプライアンス研修

- マスター及び関係者への受講促進による市場

の信頼性確保への寄与

6. 投資家保護事業

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

(1) 苦情対応

「苦情の受付と解決支援に関する規則」等に則り、苦情相談室において、会員の不動産証券化業務に関する顧客からの苦情の受付、相談対応、解決支援を行い、併せて公正適確遂行法人(金融ADR制度)の役割を果たす。

(2) 会員及びマスターの規律保持

会員については、定款、自主行動基準に、マスターについては、マスター職業倫理規程に則って、規律保持を図る。

7. その他の事業

(1) 研修事業

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

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

(2) 出版事業

- 不動産証券化ハンドブック2017の発行

8. 協会運営、組織改正等

(1) 協会の運営方針の検討

不動産投資市場、不動産証券化ビジネスの成長・拡大に対応し、協会運営に関しても時宜に合ったも

のとするため、会員制度、会費、サービスのあり方、普及活動のコンセプト等について、引き続き検討を進めるとともに、当該方針への会員のコンセンサス醸成に努め、第16回定時社員総会(平成30年5月開催予定)への改革案の提出を目指す。

(2) 第六期中期事業計画(平成30年度から平成32年度)の策定

第五期中期事業計画の進捗、成果を踏まえ、次

期(第六期)中期事業計画を年度内に策定する。

(3) 委員会活動の活性化の検討

委員数の増大、不動産証券化市場の環境変化等に応じ、委員会の役割や目的・実施方法について、平成29年度中に改善可能性の有無を検証し、次期中期事業計画により有効な委員会運営を反映させるための検討を進める。

役員 (役職順・同一職中順不同・敬称略)

(2017年5月31日現在)

会長 (代表理事)	三井不動産株式会社 代表取締役会長	岩沙 弘道
副会長	三井住友信託銀行株式会社 特別顧問	高橋 温
副会長	東急不動産株式会社 代表取締役副会長 副会長執行役員	植村 仁
副会長	野村ホールディングス株式会社 取締役会長	古賀 信行
副会長	三菱地所株式会社 取締役会長	杉山 博孝
副会長	株式会社 三菱東京 UFJ 銀行 相談役	永易 克典
副会長	丸紅株式会社 取締役会長	朝田 照男
理事	SMBC 日興証券株式会社 代表取締役会長	久保 哲也
理事	オリックス株式会社 取締役兼代表執行役社長・グループ CEO	井上 亮
理事	住友不動産株式会社 取締役副会長	小野寺 研一
理事	東京建物株式会社 代表取締役 会長執行役員	種橋 牧夫
理事	野村不動産株式会社 代表取締役会長	沓掛 英二
理事	みずほ証券株式会社 取締役社長	坂井 辰史
理事	株式会社 三井住友銀行 頭取 CEO (代表取締役)	高島 誠
理事	三井住友トラスト・ホールディングス株式会社 代表取締役社長	大久保哲夫
理事	ジャパン リアルエステイト アセット マネジメント株式会社 代表取締役社長	梅田 直樹
理事	日本ビルファンドマネジメント株式会社 代表取締役社長	田中 健一
理事	大和証券株式会社 代表取締役社長	中田 誠司

理事	株式会社 日本政策投資銀行 代表取締役社長	柳 正 憲
理事	鹿島建設株式会社 代表取締役社長	押 味 至一
専務理事 (業務執行理事)		内 藤 伸 浩
監事	牛島総合法律事務所 代表弁護士	牛 島 信
監事	株式会社 さくら総合事務所 代表取締役	杉 本 茂
監事	農中信託銀行株式会社 代表取締役社長	鳥 井 一 美

(注) 専務理事以外は非常勤

懇親会

総会後は、同ホテルにて懇親会を開催しました。越智隆雄内閣府金融担当副大臣、藤井比早之国土交通大臣政務官に祝辞を頂きました。

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「富士の間」

主催者あいさつ



岩沙 弘道

一般社団法人不動産証券化協会 会長

世界経済は、先進国が牽引するかたちで緩やかな成長が続いていますが、先進主要国において指導者の交代が相次ぐ一方、地政学的リスクも高まりを見せるなど、国際社会で不透明感が増しています。

一方、わが国においては、安倍首相の安定した政権運営のもと、日銀の金融政策の後押しもあり、輸出の増加や企業収益の改善、個人消費の底堅い動き等を背景に、景気はゆるやかな拡大へと転じつつあります。

本年こそデフレからの脱却を確実にし、自律的、持続的な経済成長の実現に向け、構造改革や人口減少への対応等、重要な課題に対ししっかりとした解決の道筋をつけていかなければなりません。

こうした背景の下、不動産投資市場は政府のご支援と市場関係者のご努力により、引き続き堅調に推移しています。

昨年度、Jリート市場においては、7銘柄のIPOと32件のPOが実施され、物件取得額は過去最高額を記録した平成 25 年度に迫る1兆7,800億円に達しました。現在58銘柄、資産総額は16兆円を超えています。

一方、私募リートは、年金や地銀等機関投資家の

運用先として着実に拡大を続け、昨年度は新たに6銘柄が運用を開始し、現在22銘柄、資産規模は2兆円を超え、不動産投資市場での存在感を増しています。

不動産投資市場は、国内外の幅広い投資家層に対し投資機会を提供するとともに、優良な社会資本の形成を通じて、都市再生や地方創生を後押しすることで、わが国の抱える課題解決と経済成長を支える重要な役割を担っています。

他方で、わが国の経済規模に照らせば、不動産投資市場にはまだまだ大きな成長余地があります。市場の更なる成長を実現することで、そうした社会的要請に応えていくことが当協会の使命であると考えます。

今後も不動産投資市場に寄せられる期待は益々大きなものとなり、当協会の果たすべき役割と責任も一層重くなっていくことと思います。

当協会は様々な課題に着実に取り組むことで、市場の一層の拡大を図り、わが国経済の成長を牽引すべく使命感を持って力を尽くしてまいります。

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

来賓あいさつ



越智 隆雄氏

内閣府金融担当副大臣

本日は、第15回定時社員総会を開かれたことを心よりお喜び申し上げます。また懇親会にお招きいただき心より感謝申し上げます。

不動産投資市場は着実に発展しています。これもひとえに岩沙会長をはじめ皆様の情熱の賜物かと思っております。この場をお借りして敬意を表します。

一言ご挨拶をさせていただきます。

日本経済は、安倍政権の取組みによって、雇用・所得環境が改善するなど、経済の好循環が生まれてきています。この経済の好循環の流れを確実なものとして、一億総活躍社会を実現するためには、未来への投資の拡大に向けた成長戦略を推進していかななくてはなりません。

金融面では、企業の成長に向けた資金が円滑に供給されることが重要であり、加えて高齢化や人口減少という構造変化に対応するため、国民の安定的な資産形成の実現に向けた取組みを進めていくことも重要な課題であります。

こうした中であって、不動産市場と金融市場を結び、資金の仲介を行う不動産証券化市場の重要性も、ますます高まりつつあると考えています。

本日は折角の機会ですので、最近のリート等不動産投資市場に関する主な取組みについて申し上げます。

まず、高齢者介護施設などのヘルスケアに特化し

たリート、いわゆるヘルスケアリートについて申し上げます。

ヘルスケアリートは、金融資本市場の利便性向上と活性化に向けて、更なる普及・啓発に向けた取組みを進めることが日本再興戦略に盛り込まれています。この点、貴協会と東京証券取引所、国土交通省、金融庁が共同し、ヘルスケア施設関連事業者に対するセミナーを昨年度は計4回実施させていただきました。今後人口減少や高齢化が進む中、これまで蓄積されてきた国民の富を安定的に増大させていくため、それらが日本経済の成長に役立つように使われ、その成長の恩恵を得られるような資金の流れを実現していくことが重要です。

一方、現在の我が国の財政状況の中では、今後、十分な高齢化社会への対応、例えばヘルスケア施設の拡充などについて、公的な資金のみでこれを行うことは難しい面があると考えています。こうした国民の安定的な資産形成の実現と財政負担の軽減といったことを繋ぐ役割として、ヘルスケアリートの活用が注目されていると考えているところです。

引き続き、貴協会及び関連機関と協力の上、ヘルスケアリートの活用に向けた普及・啓発活動に取り組んでまいりたいと思います。

次に、顧客本位の業務運営について申し上げます。フィデューシャリー・デューティーといわれるものです。

来賓あいさつ ●

金融庁は、金融審議会における半年にわたる議論を踏まえ、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うえで有用と考えられる原則を、「顧客本位の業務運営に関する原則」として公表したところです。この原則では、国民の安定的な資産形成を図る観点から、顧客の属性やニーズ等を把握し、当該顧客にふさわしい金融商品・サービスを組成することや、利益相反を適切に管理すること、販売・推奨等にかかる重要な情報を顧客が理解できるようわかりやすく提供することなどが示されています。

本日お集まりの皆様におかれましては、これらの点を踏まえつつ日々業務を行っておられるものと思

いますが、本原則の公表を機に、改めて、国民の安定的な資産形成に資するような投資家のニーズを踏まえた不動産証券化商品の開発組成、投資家とスポンサー企業などとの利益相反の適切な管理、不動産証券化商品の販売時における投資家への分かりやすい情報提供などにご留意いただきつつ、顧客本位の業務運営を目指して主体的に創意工夫を発揮していただくことをご期待申し上げます。

最後になりますが、ますます魅力ある不動産証券化市場の実現を心から期待申し上げますとともに、皆様方のご活躍とご健勝を心から祈念いたしまして、ご挨拶とさせていただきます。



藤井 比早之氏

国土交通大臣政務官

本日、一般社団法人不動産証券化協会第15回定時社員総会が滞りなく終えられ、多くの会員並びに御来賓の皆様の出席の下、懇親会がこのような盛大に開催されますことを、心よりお慶び申し上げます。

また、御来場の皆様には、平素より国土交通行政全般にわたり、格別の御支援、御協力をいただき、誠にありがとうございます。この場をお借りして厚く御礼申し上げます。

さて、本国会に提出しておりました、不動産特定共同事業法の改正案が、皆様のご協力もあり、先週26日に成立したところでございます。これは、空き家の再生等の地方における不動産証券化や成長分野における良質な不動産ストックの供給の拡大を通じて、アベノミクスの地方への波及の一助とすることを狙いとするものです。今後は、年内の施行に向けて、皆様のご協力もいただきながら、制度の普及・啓発に努めてまいります所存です。

また、Jリート市場については、皆様のお力により成長を続け、運用資産の総額は17兆円に達したところです。その運用資産もホテル、物流施設、ヘルスケア施設など多様化が進み、また地方圏の物件取得が最近では25%を占めるなど、地方経済の好循環に多大な貢献をしております。

不動産投資市場の魅力の向上と安定的な成長が、我が国の経済成長を支えるために欠かせないこ

とは論をまたないものであります。このため、2020年頃までにリート等の資産規模を約30兆円に倍増するという目標を政府の成長戦略として掲げているところです。これは貴協会と目標を同じくするものであり、官民が協力して、必要となる取組を強力に進めていきたいと考えております。

現在、そのための具体的な施策をアクション・プランとして来月中を目途に取りまとめることとしております。具体的には、CRE(企業不動産)・PRE(公的不動産)戦略の一層の促進、リートのさらなる多様化、地方創生型の不動産証券化の促進、不動産情報基盤の充実などをその内容として取り込みたいと考えております。

また、税制についてでございますが、昨年度の税制改正要望においては、協会の皆様のご支援もいただき、事業用不動産の買換特例の延長、リートや不動産特定共同事業の流通税(登録免許税、不動産取得税)の軽減措置の延長と拡充が実現しました。今年度も不動産証券化協会をはじめとした皆様と緊密に連携しつつ、取り組んでまいりたいと存じます。

最後に、不動産証券化協会の更なるご発展と、お集まりの皆様の益々のご活躍を心より祈念致しまして、私の挨拶とさせていただきます。

乾杯あいさつ ●



古賀 信行

一般社団法人不動産証券化協会 副理事長

本題に入る前に一つお話しさせていただきます。この春、大変嬉しいニュースに接しました。春の叙勲で岩沙会長が旭日大綬章を受章されました。不動産市場の発展に尽力された賜物であり、Jリート市場での功績や当協会の活動などが高く評価されたものと存じます。

さて、この1年は驚きの連続でした。Brexitや米国トランプ政権の誕生など国際的にも様々な変化が訪れました。世界中が予定調和を超えた“新しいもの”を欲していると私は考えています。したがって長期的にはパラダイムチェンジが起きる予兆を感じますが、ただ、不思議なことに世界経済にも日本経済にも大きな波乱は起きておらず、短期的には安定した状況です。中長期的にはパラダイムチェンジ、短期的

には安定的推移、この典型が株価に表れています。NYダウも日経平均も、これだけいろいろなことが起きたなかでも変動の幅は限定的でした。そのようななかでJリートの投資口価格は低調気味に推移した1年でしたが、投資家層の多様化は進み、外国人投資家の売買シェアが以前は概ね40%台だったところ、この4月には56%まで拡大しています。裾野の広がりによりJリート等不動産証券化商品のニーズは一層高まるものと思います。

金融緩和というフォローの風が吹く中、Jリート等の資産規模30兆円に向けて、関係各方面の皆様と協力し邁進してまいりたいと存じます。ご列席の皆様には相変わらぬご支援をお願い申し上げ、乾杯の挨拶とさせていただきます。



● トップインタビュー

森トラスト・ホテルリート投資法人

森トラスト・ホテルアセットマネジメント株式会社
代表取締役社長

坂本 周氏に聞く

森トラスト・ホテルリート投資法人（証券コード:3478）が、2017年2月7日、東京証券取引所に上場しました。本投資法人は、スポンサーである森トラスト株式会社の開発力と森トラスト・ホテルズ&リゾーツ株式会社のホテル運営・マネジメント力に支えられる優良なアセットに対し重点的に投資します。資産運用会社となる、森トラスト・ホテルアセットマネジメント株式会社 代表取締役社長 坂本周 氏にお話を伺いました。

（インタビューは2017年7月に実施）

ー 森トラストグループのホテル事業およびホテル特化型リートとして上場するに至った経緯を教えてください。

森トラスト株式会社は大手デベロッパーとして長い歴史がありますが、弊リートのスポンサーの一つである森トラスト・ホテルズ & リゾーツ株式会社も、ホテル・リゾート事業者として40年以上の歴史があります。日本初の法人会員制倶楽部「ラフォーレ倶楽部」の設立・運営に始まり、万平ホテル等日本の歴史あるホテルとの資本提携と続き、そして21世紀に入ってからはいターナショナルブランドホテルを積極的に展開。シャングリ・ラ、コンラッドといった日本初進出のラグジュアリーブランドを複数手がけているのが特徴です。更に従来ラフォーレブランドで展開していた軽井沢など5つのリゾート物件をマリオットにリブランドするとともに、日本の新しいデスティネーションをマリオット・インターナショナルと共同して海外に発信すべく「JapaTabi.com」を開設するなど、観光創造も始めています。

このように森トラストグループのホテル事業が発展していく中で、投資機会を拡大し、また、観光先進国を目指す日本の成長戦略の実現にも貢献できると考え、

リートを組成し上場することとしました。森トラストグループをスポンサーとするリートには、2004年に上場した総合型の森トラスト総合リート投資法人があります。しかしながら、近年、ホテルの成長性に期待する投資家の皆様が増えてきたことから、既存の総合型リートではなく、ホテル特化型リートとして新しく上場リートを設立することとしたものです。

昨年度はリートの IPO マーケットが軟調で、厳しいマーケット環境と言われていましたが、そのような環境の中で、弊リートの投資口価格は上場日以降堅調に推移しています。今後の弊リート並びに観光産業に対する投資家の皆様の期待を強く感じているところです。当初組入物件として、リート物件として希少な東京都千代田区丸の内に所在する物件を組み入れていることに、物件抛出者であるスポンサーの弊リートへのコミットメントを感じて頂けた投資家の方も多くいらっしゃいました。

ー 観光産業およびホテルマーケットに対してはどのようにご覧になっていますか。

観光産業は、国内旅行者数が概ね横ばいで推移



森トラスト・ホテルアセットマネジメント株式会社
代表取締役社長 坂本 周氏

している中、インバウンド数が政府目標を大幅に前倒しで達成していることから分かるように、今後人口が減少していく日本において成長の確実性が高い数少ない分野だと思います。文化財の活用等、具体的な施策を政府が数多く打ち出しており、また日本の大きな課題である地方創生という観点でも観光は国にとってKeyとなる産業です。空港発着枠拡大やビザ発給要件の緩和等、一事業者単体の努力では限界があるところを、政府が基幹産業としての位置づけで後押ししてくれているのも心強いところです。

これらの政府施策もあり、近年の宿泊施設運営についてはインバウンドが牽引するカタチで、東京・大阪・京都等で稼働率・宿泊単価ともに順調に伸びてきました。ただ一方、現在明らかになっている新規ホテル建築計画だけでも相当数に上るため、どのようなホテルでも今後好調を維持できるかは不透明です。特に中途半端な位置づけの宿泊施設が最も厳しく、立地・クオリティ・戦略による差別化がより重視される局面になってきていると思います。

ー ポートフォリオ構築方針およびその理由について教えてください。

先述しましたように、今後宿泊施設が増加すると想定されるなか、供給に負けない骨太のポートフォリオにする必要があることから、弊リートでは不動産自体に価値のある「資産性」をもったホテルに投資することを大きな特徴としています。具体的には立地およびホテルグレードにこだわり、立地については都心・地方問わず集客力のあるエリアにあるもの、グレードについてはSTR基準を参考にした弊リート独自基準の6分類のうち上位4分類（ラグジュアリー～アッパーミッドスケール）のものを中心にします。また、インターナショナルブランドホテルを中心とする上質なホテルを中心に組み入れていきたいと考えています。立地・クオリティ・ブランドのクライテリアを満たしたホテルは誰にでも容易に造れるものではなく、価格競争に巻き込まれにくいというのがその理由です。弊リートの標語として "Trust Quality creates Trust Value" というものがありますが、外部物件であっても森トラストグループをスポンサーとするリートならではの「上質なホテルに投資するこ

とにより、森トラスト・ホテルリート投資法人としての価値を生み出していきたいと考えています。

このように、上質なホテルに投資していく方針ではありますが、弊リートはラグジュアリーホテル特化型リートではありません。投資機会のあるホテル毎に、立地に競争力があるか、当該立地にふさわしいブランドであるか、中長期的に競争力を維持できるか、また場合によっては将来的なリブランドの可能性も勘案して検討します。いいものであれば投資し、グレード分散やブランド分散に過度にこだわって投資機会を失うことがないようにしています。

ー インターナショナルブランドホテルの優位性について教えてください。

インターナショナルブランドホテルの優位性はいくつかありますが、代表的なものは、①世界中に広がる顧客基盤、②ブランドの会員組織および予約システム、③グローバルスタンダードなサービスの提供にあります。顧客が世界中に広がっているということは、より多くのお客様をお迎えできる可能性があるということに加え、お客様が特定の地域に集中していることによるリスクを抑えられますし、また将来的な成長の可能性も高まります。ブランドに多くの会員がいることは、顧客からホテルへの直接予約によるマネジメントの効率性向上につながり、リピーター率の向上にも寄与します。また、初めて日本を訪れようとするお客様について特に言えることですが、グローバルスタンダードなサービスの提供ができることにより、ブランドの名前を聞いただけでお客様側にサービスのイメージが沸き、安心して当該ホテルを選択、予約して頂けることにつながります。

現在弊リートが保有する物件のうち、コートヤード・バイ・マリオット 新大阪ステーションは元々ラフォーレブランドで運営していたものを一昨年の秋にリニューアル／リブランドした物件です。結果として客室単価も

大きく向上し、顧客層も大きく変化し外国人宿泊者が飛躍的に増加して、インターナショナルブランドによる成功例となっています。ただ、著名なブランドへのリブランドやそれに伴うリニューアルは誰にでも簡単にできるものではありません。ハード的にも大きく手を加え、語学対応などソフト面での対応も実施する必要があります。ブランド側からの信頼がないと容易に実施できるものではありません。その点、弊リートのスポンサーは数多くのブランドとの協働実績があり、信頼関係に基づきスムーズにリブランドを進めることができます。

ー 今後の成長性およびスポンサーサポートについて教えてください。

資産規模は1,000億円に達しているものの当初4物件でのスタートですから、競争力のある物件を選びながら着実に外部成長していきたいと考えています。スポンサーのホテル事業拡大に伴うスポンサーからの物件拠出を期待するとともに、先述したクライテリアに合致する外部物件についても積極的に検討しています。また物件を取得する場合には基本的にエクイティファイナンスを伴うのがメインシナリオとなりますが、タイミングに応じてスポンサーにウェアハウジングしてもらうことも期待しています。

また、内部成長に関してですが、本部機能を持つホテルオペレーション会社である森トラスト・ホテルズ&リゾーツ株式会社もスポンサーとなっていることから、セიმボート目線での収益増加サポートに加え、コスト削減への弾力的な対応等も期待しています。例えば状況に応じて配置人員を他のホテルに異動させるなどの対応が可能になるのは、本部機能を有するホテル運営会社ならではの思いです。

このように外部成長／内部成長ともにスポンサーのサポートを活用しながら、着実に安定的に成長していきたいと考えています。

伝統・信頼・挑戦



仲條 彰規

三菱地所投資顧問株式会社
取締役社長

不動産投資市場は、収益用不動産を流動化することにより、企業等が資金調達を図る場として、あるいは個人や年金基金、金融機関など多様な投資家の運用ニーズに応える場として、重要な機能を担って成長して来た。昨年6月に閣議決定された「日本再興戦略2016」においては、2020年頃にリート等の資産総額を約30兆円に倍増するという成長目標が掲げられ、不動産ストックのフロー化の一層の推進、老朽化または遊休化した不動産の成長性の高い用途への転換等、重要な資産の活用方法の最適化により経済成長を支えることが期待されている。

急激な社会・経済構造の変化が、不動産関連ビジネス全般にも大きな影響を与えつつあることを実感している。

人口減少は、景気拡大に人手不足という難題を突き付け、高齢化と余命の伸長は、リタイアメント層の消費を抑制しデフレからの明確な脱却を難しくしている。

世界的な金融緩和は不動産投資市場への資金

流入を促進し、東京を訪れるグローバルな投資家は後を絶たない。

人工知能やIoTがもたらす「第四次産業革命」の影響は、想像を超えるスピードで拡大しており、これを応用した、労働生産性の飛躍的向上を目指す働き方改革、モノやサービスを必要な時にだけ貸し借りするシェアリングエコノミー、Eコマース、自動運転やロボット技術等の進捗は、既に不動産ニーズを変化せしめている。

テレワークやフリーアドレスなどにより多様な働き方が増えれば、オフィスに求められる面積や立地、機能は変化し、既にサテライトオフィスの増加や、都心オフィスでのコミュニケーション機能の充実や情報セキュリティ強化等の形で顕在化している。

また、Eコマースやインターネット情報を効率的に利用することに伴い、消費者が商業施設や観光地に求めるものは「コト消費」「時間消費」にシフトし、一方で物流施設の新設が相次いでいる。インバウンドに関しては昨年には訪日外国人数が2,400万人を超え、その関連消費額も3.7兆円にのぼった。政府

目標は、更に2030年までにそれぞれ6,000万人、15兆円を達成することであり、東京オリンピックを契機に加速を図る。

住宅においても、都市部への人口集中に伴い「中古<新築」「賃貸<分譲」といった従来の価値観が崩れつつあり、中古住宅やリフォームの市場が拡大している。民泊に関する法律整備も進んできた。

このような社会・経済構造の変化に対応し、今後も日本が持続的に成長・発展し、子孫に繁栄をもたらすために、「ヒト、モノ、カネの各分野で改革を総動員して生産性向上を果たし、ハード、ソフト両面で国際的都市間競争に勝ち抜く必要がある。」と、多方面で活発な議論が展開されている。

中でも不動産ファンド運用会社としては、「モノ」のうち経済的に大きな比重を占める不動産分野において、投資家の運用ニーズと不動産とをマッチングさせることで投資市場を活性化させ、都市力あるいは地域経済基盤の強化・再整備に寄与することが期待されている。この期待に応えることを通じて、構造変化に適応した価値ある社会の実現に貢献することが、社会的使命であろう。

先般発表された三菱地所グループの新中期経営計画では、開発物件のグループファンドへの供給を通じて回転型投資のバリューチェーン活性化を図ることが明確化され、またグローバルな投資ニーズに応えるため日本・米国・欧州・アジアに広げたプラットフォームを活用する方針が示されている。

三菱地所投資顧問としてもバリューチェーンの一

翼を担い、三菱地所の強力なパイプラインを背景に質量ともに十分な投資機会を創出する一方、独自に培ってきたソーシングネットワーク、運用実績、投資家との良好な関係性を最大限に活かして、マーケットの変化を先取りしていきたい。

当社は2001年に設立され、不動産ファンド業界の中にあって老舗の部類に入る。これまでも、グループの持つ不動産事業の伝統を背景に、投資家やオリジネーターからの期待と信頼に応えるため様々な先駆的な取組を行って来たと自負している。なかでも2011年という私募リート黎明期に運用を開始した日本オープンエンド不動産投資法人は、2017年3月末時点での受託資産残高が3,000億円を超え、国内最大級に成長した。

物流施設の取得・運用実績も積み重ねており、グループとしての物流施設事業強化の流れの中でしっかりとその役割を果たしていきたい。また、変化する不動産マーケットの中で「次の」投資対象として「どんな不動産を」提案できるか、常に模索を続けて行くつもりだ。

今後は、グローバルプラットフォームを通じてグループ会社が海外で組成する不動産投資商品を、日本の投資家にもご紹介して参りたい。

これらは、先人が築いた「伝統」と「信頼」を基盤に「挑戦」し続けることを意味する。我が社の人材と価値を共有し、不断の努力を続ける覚悟である。

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。

ドイツの不動産市場 多様性、安定性、需要の高さが特徴



アンドレアス・シラー

CEO/Schiller Publishing House
SPH Newsletter 編集長



クラウディア・ボイマンス

EXPO REAL 見本市ダイレクター /
メッセ・ミュンヘン



山賀 千晶

代表取締役/株式会社メッセ・ミュンヘン・ジャパン
メッセ・ミュンヘン日本代表部

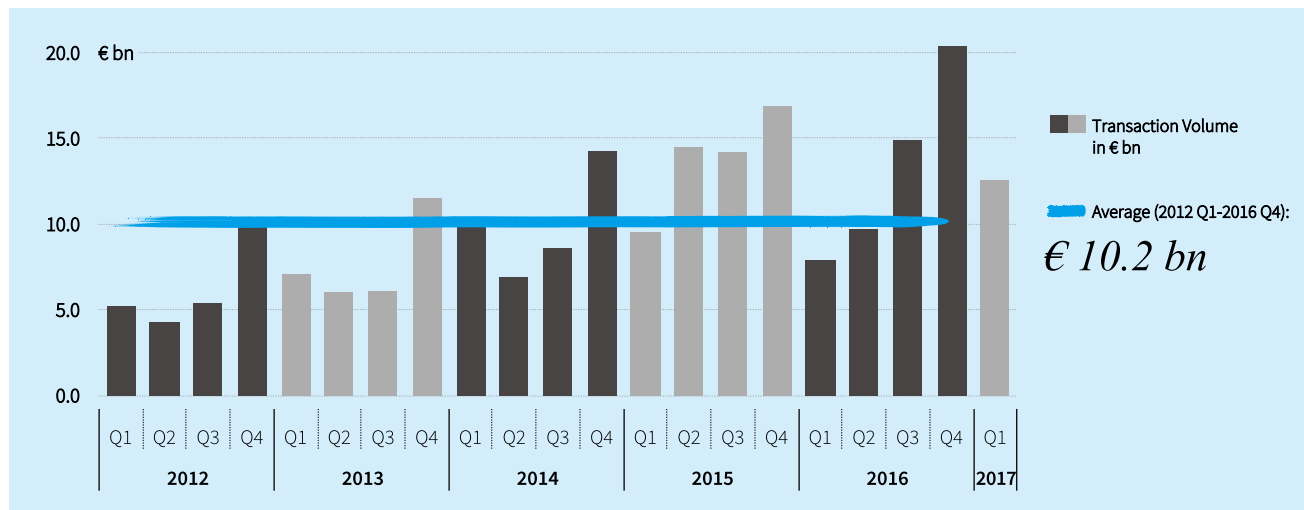
すでに何十年もの間、投資家の間ではドイツの不動産に熱いまなざしが注がれている。2016年だけでも、商業用不動産市場における取引額は529億ユーロに達したと、不動産サービス会社として国際的に活躍するJLL（ジョーンズ ラング ラサール）は報告している。これは、2015年の551億ユーロ、（金融危機以前での）2007

年の547億ユーロに続く記録的な額であり、JLLによる長年の統計の中でも第3位の取引高となる。

このトレンドはとどまるところを知らず、2017年第1四半期で取引額はすでに125億ユーロにも達している。JLLの報告によれば「第1四半期の取引額としては、過去最高となっ

た」。実際、前年度比で約60%増、さらに特記すべきは、この取引額の内訳はすべてが10億ユーロ以下（大半は3億ユーロ以下）の物件であった点である。また、その25%（取引額 32億ユーロ）を5,000万～1億ユーロの物件の取引が占めている。

ドイツの商業用不動産投資額推移



出所:JLL

このような多様性にはドイツ不動産市場の構造が反映されているともいえる。いや、“1つの”不動産市場という観念自体に問題があるかもしれない。1つに括ってしまうのは簡単だが、それがかえって混乱につながることもある。つまり、ドイツには“いくつもの”不動産市場があるのだ。つまり、ドイツは多様なのである。

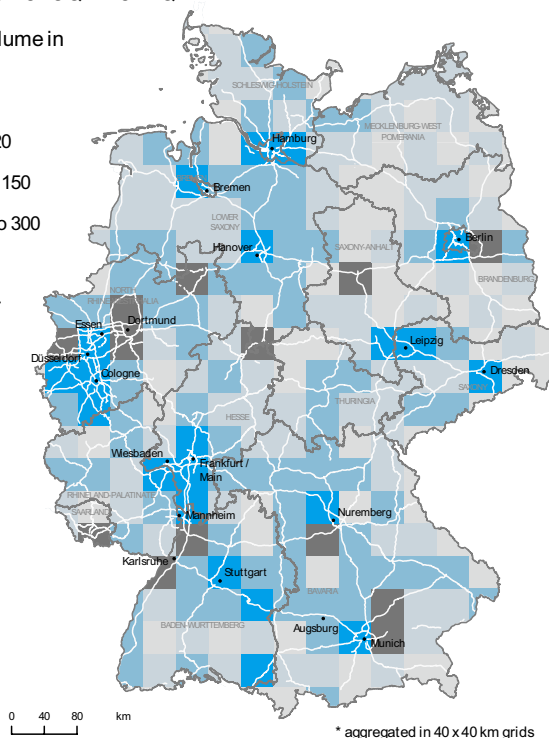
ドイツは連邦制を採用しており、国家は16の州で構成されている。それぞれの州に州都があるが、この特徴には、海外の市場参加者も早い時点で気づくことになるだろう。つまり、ベルリンはドイツの首都であるが、ベルリンが位置するブランデンブルク州の州都は、ベルリンから数キロ離れたポツダムである。ヘッセン州最大の都市はフランクフルト・アム・マインであるが、州都はヴィースバーデンである。同様にザクセン州は最大の都市ライプチヒが州都ではなく、これより小規模な都市ドレスデンが州都となる。ノ르트ライン・ヴェストファーレン州にはかつてのドイツの首都ボンがあるが、州都はデュッセルドルフである。これに対し、ミュンヘン、シュツットガルト、ハノーバーといった各都市はそれぞれ、バイエルン州、バーデン・ビュルテンベルク州、ニーダーザクセン州の中で人口が最も多いと同時に州都でもある。さらに面白いのが、ハンブルク、ブレーメン、そして首都ベルリンだ。これらの都市は同時に独立した州としても機能しているのである。ドイツに広がる16の州には、合計2,060の市がある。しかし、10万人以上の人口を擁するのはそのうち79市に過ぎない。

商業用不動産投資額 2016Q1-2017Q1

Transaction Volume in million €*

- 0
- above 0 to 20
- above 20 to 150
- above 150 to 300
- above 300

JLL Research 2017



出所:JLL

不動産業界では「ビッグ7」という言葉が使われるが、これは人口の多さに由来している。つまりビッグ7とは、ベルリン、デュッセルドルフ、フランクフルト、ハンブルク、ケルン、ミュンヘン、シュツットガルト（アルファベット順）をさす。これらの都市では不動産が供給不足状態で、必然的に不動産価格は高い。優良なプロジェクトや物件が発生すると購入希望者間で奪い合いになり、そして購入価格はあつという間に年間賃料収入の40倍以上にも急騰する。しかしそれでも需要に衰えはみられない。このため、ドイツでは数年前から中規模都市や小規模都市への注目も高まってきている。デベロッパーや投資家たちは地理的に多様な不動産市場を注意深く観察しているのである。

不動産取引額の大半を占めるビッ

グ7に話を戻してみよう。不動産業界もサッカー界と同じく、ミュンヘンがトップの座を占めている。バイエルン州都であるこの都市には、2017年第1四半期、およそ16億ユーロが不動産に投資されている。サッカー界と違うのは2位の都市である。ベルリンが一寸の差でミュンヘンに続き、商業用不動産の取引額15億ユーロを達成した。そしてそれぞれ取引額約5億ユーロを計上したケルンとデュッセルドルフの健闘もみられる。デュッセルドルフといえば、長年にわたって日本にゆかりの深い都市としても知られている。ノ르트ライン・ヴェストファーレン州の州都であるこの都市は、ドイツ最高の日本人人口を誇り、経済的にも文化的にも日本との関係が深い。

取引額はあくまでも現時点での数字に過ぎない。購入プロセスとそれにとまなうデューデリジェンスは複数の

四半期をまたがって進められるものだ。同じことが賃貸や空き状況に関するデータにもいえる。このため、都市ごとに詳しく解説してみよう。

ドイツの首都ベルリン、人口は350万人。この都市の特長は人口の多さだけでなく、開発プロジェクトの多さにもある。これは住居を含む全てのセグメントにあてはまる。中でも特に顕著なのはオフィスセグメントだ。ベルリンはスタートアップ企業がドイツで最も多い都市でもあることから、コワーキング向けの共有オフィスの人気が高まりをみせている。このような形態のオフィスで望まれるのは、情報交換だけでなく都会的で活気のある仕事環境であるため、既存の建造物を再利用するデベロッパーも多く、歴史的な建造物が使用されることもある。

プロジェクトの数は他の大都市でも増加傾向にあり、これまでの都市の枠組みでは間に合わなくなってきた。例えばハンブルクの都市内開発プロジェクト“ハーフェンシティ”はエル

ベ川沿いの最高のロケーションで、従来の市街地を127ヘクタール拡大している。規模こそ小さいが、同じようなプロジェクトがケルンでもみられる。市街地に近い“ライナウハーフェン地区”では、老朽化して使用されなくなった港湾内の建物の再利用が進んでいる。ここでは斬新な建物を増築する例もある。ケルンの隣に位置するデュッセルドルフでは、ここ数年、市街地に位置するショッピング街“ケーニヒスアレー”の終点地域、シャウシュピールハウス付近で、“ケーボーゲンプロジェクト”の名のもとに再開発された。現在は“第2ケーボーゲンプロジェクト”が進められているところである。また、中央駅付近でも新たなプロジェクトが進められており、その一貫として使用されなくなった郵便局所有の遊休不動産の改築が行なわれている。

中央駅付近の再開発プロジェクトは他の大都市でもトレンドとなっている。例えばフランクフルト・アム・マインでは、不要となったドイツ鉄道やメッセフランクフルト（フランクフルト見本

市）の土地を再開発するプロジェクト“オイローパフィアテル”が進められている。敷地面積90ヘクタールという広さを誇るこのプロジェクトは、現在ドイツ最大の都市内開発プロジェクトとなっている。同じようなトレンドはシュツットガルトでも見られる。ここでは、中央駅裏側にある旧線路の跡地を利用して、新しいエリアを誕生させた。これによって、オフィス、商業施設、住宅のための土地が市街地で大幅に拡大されたことになる。そしてミュンヘンでも、今後数年間に中央駅が完全に改装され、オフィス、商業施設向けに多くのスペースが追加される予定だ。

では、どのような用途の不動産への投資が盛んに行なわれているのだろうか。大半を占めるのは、依然としてオフィスと小売業である。JLLの報告によると、2017年第1四半期の投資額の41%をオフィスが占め最多であった。オフィスではビッグ7の都市と他の数都市の人気が非常に高かったという。第2位は小売業向け不動産

ミュンヘン



“Kulturbrauerei Berlin” (Culture Brewery Berlin) – ベルリン



(18%)。これに物流不動産が続いた(16%)。オフィスと小売業向け物件は以前から人気の高いものとして知られてきたが、物流不動産のこれほどまでの人気の高まりは新しい傾向である。数年前からみられるこのトレンドはドイツだけでなく、他の国々にもある。その背景にあるのはeコマースの隆盛である。倉庫が未来のショッピングセンターとなっていくのかは、わからない。しかし、オンライン注文によって小売業の販売経路が大きく変わることは明白だ。その点からすると店頭販売の未来は暗い。同じような不安定材料はオフィス不動産にもみられる。というのも、インターネットは仕事の世界にも変化を与え得るからである。

デジタル化の波はドイツの不動産業界でもホットなテーマとなっている。他の国々と同様、デジタル化は投資行動にも影響を与えており、小売業向けスペースやオフィススペースの需要に対する懸念から、投資家の注目は物流不動産へとシフトされつつあるようだ。中央集中型倉庫や分散型倉

庫からは、それぞれの家庭へ商品がダイレクトに送られるからである。“家庭”といえば、物流不動産とともに注目が高まりつつあるのが、住居用不動産である。

機関投資家たちは、昔から商業用不動産に投資する傾向が強かったが、最近は住居用不動産への関心を高めつつある。大規模物件の人気の高さは言うまでもないが、小規模物件への直接投資や住宅不動産会社への間接的投資もますます増えてきている。また、オフィスと商業施設またはオフィスと住居、さらにはその他の用途を組み合わせた不動産物件の占める割合はこれまで11%と比較的低かったが、このような形態

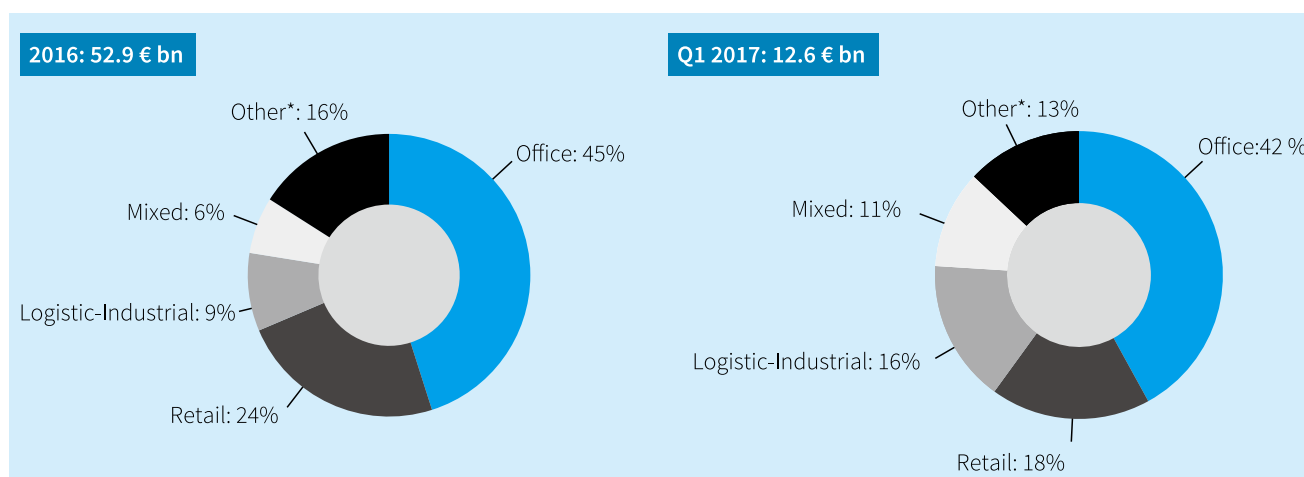
の物件への注目が今後は高まることが予想される。それは、地理だけでなく、賃料収入の中にもダイバーシティ(多様性)が求められるようになってきているからである。つまり、1つの市場セグメントが低迷しても、他のセグメントで補完できれば全体的な安定化が図れるからだ。

これほどまでに多様な市場セグメントだが、全てに共通するのが、経済性と環境は切っても切れないものとなっ

“Europaviertel “ (Europe Quarter)
- フランクフルト・アム・マイン



不動産投資用途別割合



出所: JLL

ている点である。若い世代では環境意識の向上が著しい。つまり、不動産業界では、ただ単に建築物の環境認証を行なうだけでは充分ではなくなっている。ドイツでは、環境に有意義な行動の重要性が全体的に高まってきている。

これはデベロッパーの間でも公然の事実となっている。現在、ドイツでは非常に高い不動産への投資需要に応えるために多くの物件供給が求められている。プロジェクトの開発とは(物件)商品の開発でもあること、そして既存物件の数には限りがあるため、デベロッパーにとってはこれまでにない売り手市場となっている。まだ完成していない開発プロジェクトに早期から投資を始める投資家も少なくない。当然ながら、同時に商品もそれ相応の質を備えていなければならない。依然としてロケーションは質を決める上での重要な基準であるが、これに加えられたのが環境水準だ。そ

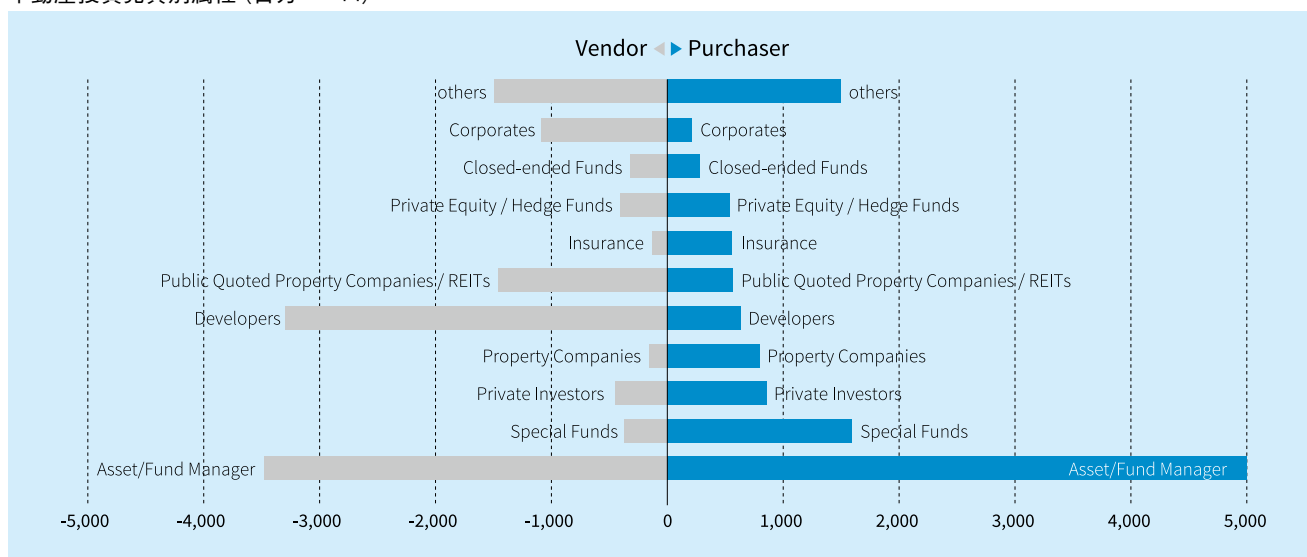
の一例として挙げられるのが、建物の密集をこれ以上増やさないため、既存建物がある土地を再利用するという動きで、その最も理想的な例が既存建造物の再利用である。つまり、既存物件の再開発プロジェクトへの注目が高まってきているのである。

では、ドイツの不動産はどのような投資家にとって魅力的といえるのだろうか。取引の大半はオープンエンド型不動産ファンド、REIT、特殊型ファンド、ファンドマネージャー等も提供する不動産会社が行なっている。これら不動産会社の多くは、最近増加傾向にあるファミリーオフィスや職能別の互助事業年金、年金基金、保険等の末端投資家を顧客としている。しかし、これら4つのグループが直接取引することもある。過去4年における不動産取引に占める外国人投資の割合は平均的に40～50%となっており、この値は2017年も変わらないと予想される。ただし、各国の不動産会社

を通してドイツの不動産市場に間接的に投資している外国人投資家はここには含まれていないため、実際にはより多くの外国人投資がいることになる。

ドイツ不動産市場の成功の鍵とは? 海外からこれほどまでに関心や信頼が寄せられる理由とは何だろうか? それは、テリーザ・メイ英首相が掲げるスローガン「強さと安定性」が、ドイツにはずっと昔から存在するからである。政治的な安定性に加えて、法的な安定性も理由のひとつだ。例えばフランスやイギリスとは異なり、ドイツは先述の分散型構造が昔から堅実に維持されてきた歴史がある。ベルリンは首都、フランクフルト・アム・マインは金融の中心地、そしてミュンヘン、ハンプルクといった大都市やブレーメン、ハノーバー、ライプチヒ、ニュルンベルクなど、その他の都市にもそれぞれ特徴があり、全体としては多様性を生みだしている。その他の多くの国々とは

不動産投資売買別属性 (百万ユーロ)



出所:JLL

異なり、全てが一つの都市に集中していないのである。

さらにドイツは、欧州連合で最大の経済規模を有する。しかし規模だけではない。ドイツ経済は全体的に好調で、今後も状況は変わらないと誰もが予想している。経済成長は今後も控え目ではあるものの、何しろ安定しているのである。同様に現在、商業用不動産の実質利回りは3～3.5%と、不動産投資による利回りも良い。ただし、これらのデータは大体のイメージをつかむためのものにすぎない。それぞれの拠点や基準に応じて、利回りは変動することが考えられる。また、住居用不動産および物流不動産の利回りにはさらにばらつきがある。いずれにせよ、不動産投資における利回りは銀行の利息よりはまだ高いと言えるだろう。

投資するなら ヨーロッパのどこに？

ヨーロッパにおける不動産投資の

チャンスとは？ヨーロッパ最大級の不動産投資見本市EXPO REALが、2017年10月4日～6日にドイツ・ミュンヘンで開催される。EXPO REALは、欧州大陸における不均一な不動産市場について、そしてさらに深い情報を入手できる最善のチャンスである。この国際的なネットワークプラットフォームでは、不動産業界における多様な側面を把握することができる。つまりここは、業界や国の境界を越えたプロジェクト、投資、資金調達について意思決定者たちが意見交換を行なう場となっている。

2016年、ヨーロッパの不動産投資業界は記録的な取引高を達成したが、2017年も引き続き活気づいたスタートをきっている。投資先としての不動産人気は2017年も衰えをみせず、多くの国際的企業や都市・地域がEXPO REALを、拠点情報やそれぞれのプロジェクトの発信の場として利用している。昨年の出展社数は1,768団体（29ヶ国）。そして今年もすでに非常に高い関心が寄せられて

いる。

国際的に活躍する多くの不動産企業に加えて、ストックホルム、ローマ、リスボン、モスクワといった多くの都市および地域がヨーロッパ中から存在感をアピールする。さらに、フランス、英国、スイス、オランダ、オーストリア、イタリア、ルクセンブルク、北アメリカ等といった各国のパビリオンも設置される。

およそ39,000名という見本市参加者たちは、既存ネットワークの強化と新たなビジネス関係の確立の場としてEXPO REALを利用する。また、経済や不動産に関する幅広いテーマについての意見交換がなされ、例えば、何年も続いた低金利時代に終止符が打たれるとの予想が聞かれる中、商業用不動産投資ブームはいつまで続くのかといったテーマで議論が交わされることになるだろう。

およそ400名もの講演者を招聘した会議プログラムでは、国際的市場におけるチャンスとリスクの徹底的な追求、数多くの都市計画プロジェクトの紹介のほか、ホテル、旅行業、物

EXPO REAL 2016の様子 - メッセ・ミュンヘン



流、商業、医療といった個々のアセットクラスに掘り下げたテーマが取り上げられる。今年、見本市の焦点は技術的革新とデジタル化にあてられる。ここでは、国際的なスタートアップ企

業、テクノロジー企業、そして不動産業が集まる新生 Real Estate Innovation Network (REIN) が中心的な役割を果たす。

EXPO REAL 2017の展望は良好

であり、全64,000㎡の展示ホールでは多くの新規出展者を迎え、興味深い議論と意見交換が活発に行なわれる中で、より一層の活況が期待される。

前売入場券購入はこちらから ⇒ <http://www.exporeal.net/Tickets>

EXPO REAL 2017

国際商用不動産・投資専門見本市

URL : <http://www.exporeal.net>

開催日時 : 2017年10月4日(水) ~ 6日(金) 9:00-19:00 最終日 16:00 まで

会場 : ドイツ・ミュンヘン見本市会場

主催 : メッセ・ミュンヘン (Messe München GmbH)

【前売入場券料金】

< Early-Bird-Ticket > 2017年8月10日までの購入に適用

3日券 EUR 445

2日券 EUR 330 ※ (10/5、10/6の入場に限る)

< Online-Ticket > 2017年8月11日以降

3日券 EUR 475

2日券 EUR 360 ※ (10/5、10/6の入場に限る)

【MatchUp!】

ビジネスパートナーやプロジェクトとのマッチング・プラットフォーム MatchUp! をご利用ください。

詳細はこちら ⇒ <http://www.exporeal.net/matchup/index.html>

【お問い合わせ先】

メッセ・ミュンヘン 日本代表部

株式会社メッセ・ミュンヘン・ジャパン

Tel. : 03-6402-4583 Fax : 03-6402-4584

e-mail : info@messe-muenchen.jp

URL : www.messe-muenchen.jp

物流施設の領域拡大： マルチユースと冷凍冷蔵



高橋 加寿子

CBRE リサーチ
シニアディレクター

- 首都圏を中心に、物流不動産の新規供給は拡大傾向にあり、エリアによっては供給過剰が懸念される。しかし、拡大を続ける e コマース関連の需要は引き続き旺盛。さらに今後は、新たな分野からの需要も広がるが見込まれる。
- 特に、倉庫の中でも高いスペックをもつ大型マルチテナント型物流施設（LMT）は、既に保管・配送以外に用途が広がり始めている。オフィス、コールセンター、研究開発、あるいは工場としての利用など、「マルチテナント」の物流施設は、今や「マルチユースのインダストリアル・アセット」へと移行しつつある。
- 一方、伝統的な保管・配送機能そのものにおいても変化がみられるだろう。これまで自社所有や BTS が中心であった冷凍・冷蔵倉庫が、マルチテナント型の賃貸施設でも利用が進むと考えられるからである。その背景にあるのは既存施設の老朽化問題、そして国内外の食生活など需要の変化である。

1-1. マルチテナント型 施設のマーケット 拡大

かつて倉庫といえば、一棟を一社が自社所有、または一棟全体を賃貸するのが主流であった。しかし2003年以降、外資系デベロッパーが日本で初めて「大型マルチテナント型物流施設」を建設したことを機に、賃貸倉庫マーケットは大きな変化を遂げてきた。マルチテナント型物流施設は、多層階の大型施設を、フロア単位、もしくは小規模のユニットに分割し、複

数の企業がひとつの物流施設を共用する形態。これにより、希望エリア内で土地を購入するまでの手間や、開発など初期投資額の軽減など、荷主やテナントにとって施設稼動までの期間とコスト削減が実現。物流施設のマルチテナント化が急速に普及した（図表1）。

1-2. マルチテナントから マルチユースへ

大型マルチテナント型物流施設と
いった場合、延床面積は10,000坪か

ら、大型のものでは50,000坪を超える規模で、ランプウェイやスロープによりトラックが直接上層階に乗り入れ可能なものが中心である。基本的なスペックとしては、天井高5.5m以上、床荷重1.5t/m²以上、BCP対策、5,000坪以上の広いフロアプレートなど。最近では、カフェやコンビニエンスストア、専用通勤バスなど、従業員の通勤の利便性や快適性を考慮した施設も増えている。従来、物流施設は、保管機能（仕分け・収納・出し入れ）のみを備えた「倉庫」として使用されてきた。その後サプライ

チェーンの効率化を目指し、流通加工作業(ラベル付け・梱包・検品・検査・修繕など)を担う「倉庫・配送センター」へ変遷。そして今日では、上記のようなスペックに着目して「倉庫・配送センター」以外にも用途が広がり始めている。いわば、「マルチテナント」の物流施設は、「マルチユースのインダストリアル・アセット」へと移行しつつあると言える。

1.3. マルチユースの事例

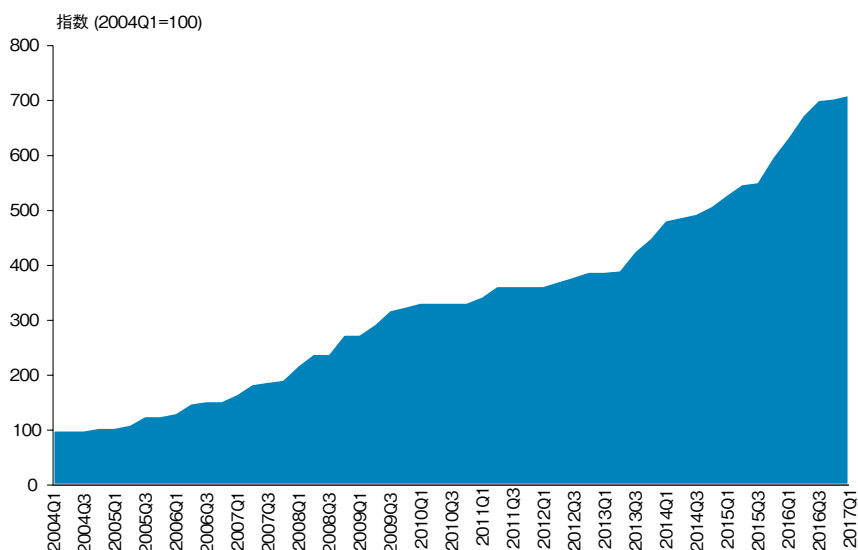
フルフィルメントサービス機能

注文処理・出荷・配送・返品・在庫管理など、通販やeコマースにおいて商品が注文されてから発送までに必要な一連の業務をフルフィルメントサービスという。アパレルセクターでフルフィルメントサービスを提供するアカ・インターナショナルは、物流施設内に商品を撮影するスタジオや、コールセンターを設置している。そして、商品画像などの情報提供や、エンドユーザーからの返品や交換の受け付けなどを、施設内で行っている。

オフィスやジム機能

米スポーツブランド販売代理店など、スポーツを核としたビジネスを展開するドームは、倉庫を改修した賃貸オフィスをも有明にオープンした。地上5階建ての施設は、1階にトレーニングルーム、2階に浴室やラウンジ、3階から5階がオフィスとなっている。通常のオフィスにはない各フロア約6mの階高を生かし、開放的

図表1 首都圏 LMT 貸床総面積の推移(指数)



出所:CBRE

* 大型マルチテナント型物流施設 (LMT=Large Multi-Tenant Properties)、延床面積10,000坪以上、原則として開発当時において複数テナント利用を前提として企画・設計された施設

なオフィス空間と、トップアスリートが活用するジムの融合を大型物流倉庫内に実現した。

工場機能

射出成形・切削加工のオンデマンド製造サービスを提供するプロトタイプは、日本に進出した2008年以降急成長を遂げている。2016年には、座間市にあるマルチテナント型物流施設を賃借し、工場機能を付加することにより、製造した商品をスピーディーに出荷できるシステムを構築した。自社で工場を建築する費用と時間の削減とともに、事業の成長ペースに合わせてスペースを拡張するという課題も同時に解決した。

インプラントを製造・販売するストローマン・ジャパンは、全国の歯科医院からの受注データを元に作成されたCAMデータを加工し、ミリングマシンと3Dプリンターで実物を作製、数日後に納品している。物流拠

点に工場機能を付加したことで、製造と出荷の流れを効率化し、納品までの期間の短縮を実現した。

1.4. 物流施設マルチユースへの課題

マルチテナント型物流施設が有する先進的かつ汎用的な仕様は、通販・研究開発・作業場、工場など、物流以外の用途のニーズを引き付けつつある。物流施設のマルチユースは、ビジネス戦略の選択肢の1つとして今後広く認知されていくだろう。

ただし、物流施設のマルチユースにあたっては、いくつかの課題に留意する必要がある。マルチテナント型物流施設は、あくまでも倉庫や物流拠点として使うことを前提に開発されているため、複合用途で使用するためには防災基準や換気など、法令に適合させるための改修工事が必要となる場合もある。また用途に

よっては、排煙設備、排水設備、防水機能、電気容量など、既存施設に新たな設備を加える必要がある。

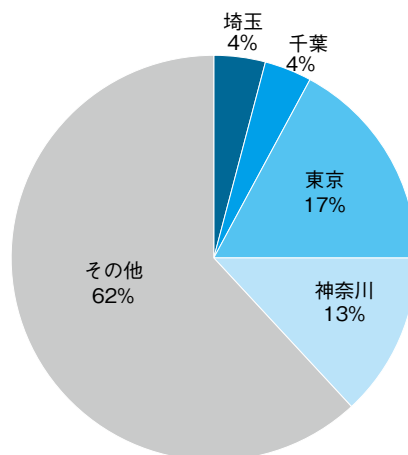
2.1. 冷蔵倉庫のマーケット

一般に倉庫という場合、大きく二つに分けられる。一つは、空調の必要がない、または空調設備により一定温に管理できる。「普通倉庫」。もう一つは、冷蔵・冷凍品を保管する「冷蔵倉庫」である^{注1}。

国土交通省が発表している倉庫統計によると、首都圏1都3県の冷蔵倉庫の保管残高(重量ベース)は、全国の冷蔵倉庫の38%を占めている。人口では首都圏は全国の約28%(2015年国勢調査)であるから、首都圏の冷蔵倉庫は、首都圏の消費量をカバーするだけでなく、国内の低温物流の要であることが窺える(図表2)。

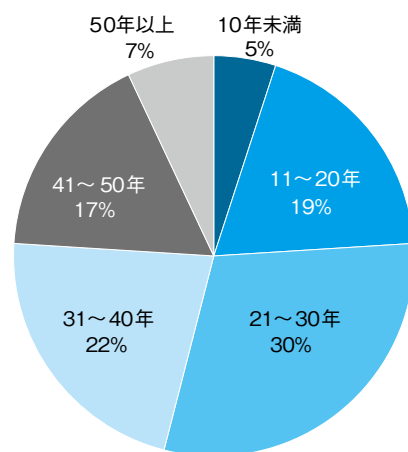
物流不動産マーケットでは開発案件が目白押しである。首都圏大型マルチテナント型物流施設(LMT)のストックは2016年末には230万坪を超えており、今後3年間で総面積はさらに50%増える見込み。ところがこれは全て、「普通倉庫」である。冷蔵倉庫は大手冷蔵倉庫・物流会社の所有やBTS型賃貸施設が多いため、冷蔵倉庫の稼動状況は把握しにくい。少なくとも賃貸市場はまだ大きいとは言えない。しかし、今後は冷蔵倉庫の賃貸市場も拡大する

図表2 冷蔵倉庫の保管残高(重量ベース、県別割合)



出所:国土交通省「倉庫統計季報 平成28年6月分」より CBRE 作成

図表3 首都圏の冷蔵倉庫のストック割合(築年数別)



出所:CBRE(2012年時点)

可能性がある。設備の老朽化という課題、ならびに需要の変化がその背景にある。

2.2. 老朽化問題

老朽化問題の一つ目は、単純に古い冷蔵倉庫が多いことが挙げられる。首都圏の冷蔵倉庫面積を築年数別でみると、約25%が竣工後40年を超えている。1960年代から

1970年代に作られたものが多く、それらの中には、耐震性能に不安があるものも含まれる。また、一般に業務用冷蔵庫の寿命は40年と言われており、古くなるほどより多くのメンテナンス費用がかかっていると考えられる(図表3)。

二つ目の老朽化問題は、「フロン類の使用の合理化及び管理の適正化に関する法律(フロン排出抑制法)」の施行と関連する。国内の冷

注1

「倉庫業」を管轄する国土交通省の分類では、ほかに「水面倉庫」もある。

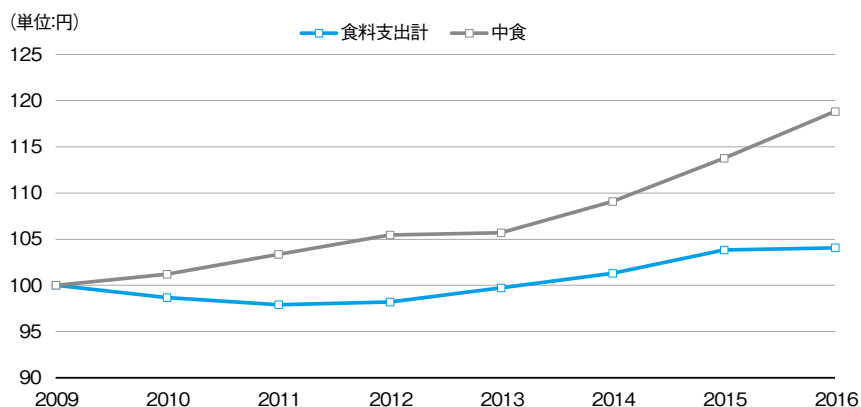
蔵倉庫の冷媒として一般的に使われてきた CFC、HCFC などの特定フロン類は、オゾン層保護のため代替フロン(HFC)への転換が図られてきた。しかし、HFC も高い温室効果があることが分かったため、同法が2015年に施行された。その結果、2020年以降は全てのフロン類の使用が制限され、2030年にはフロン類の生産そのものが全廃となる^{注2}。設備の転換は、大型施設であれば数億円程度の投資負担が発生するため、築後40年を経過した冷蔵倉庫の多くは取り壊される可能性がある。

2.3. 需要の変化

女性の社会進出などを背景に、冷凍食品や半調理品の消費が普及してきた。家計調査報告によると、2010年から2016年までの7年間で食料支出は4%の伸びにとどまっている一方、「中食」といわれる調理食材は約20%増加している(図表4)。

その他にも、大手スーパーマーケットは、インターネットで注文を受けて宅配する「ネットスーパー」機能の拡充を計っている。また大手インターネット通販事業者は、2017年4月から東京都の一部地域で生鮮食品の宅配を開始した。これらのサービスが扱う商品の多くが冷蔵・冷凍食品となることは、容易に想像できる。さらに2017年6月には、国土交

図表4 食料費支出の動向



出所: 総務省「家計調査報告」より CBRE 作成

通省が東南アジア諸国連合(ASEAN)の10カ国とともに、低温物流網(コールドチェーン)の構築を計画していることが報道された。厳密に温度管理された商品を輸送するルールを標準化することにより、日本の食品メーカーなどがアジアに進出しやすくなるという。このことは、食品輸出のための冷蔵倉庫需要が高まることを意味している。

このように、冷凍食品や生鮮食品の安定供給のための重要な社会インフラとして、冷蔵保管機能の再整備の必要性は高まっている。実際、首都圏では冷蔵倉庫の再開発が既に活発化しつつある。冷蔵倉庫業界最大手のニチレイロジグループなどを株主とする東京団地冷蔵は、2015年に1971～1976年竣工の冷蔵倉庫3棟の建て替えを決定した。2018年2月に収容容積176,000トンの大型冷蔵倉庫が竣工する。また、業界第二位の横浜冷凍は、20年ぶりに東京都内に冷蔵倉庫を新設す

ることを2017年5月に発表した。

2.4. 不動産マーケット

冷蔵倉庫業界だけでなく、食品卸売業界も多くの冷蔵倉庫を利用している。冷蔵倉庫の取得には、土地価格の上昇に加えて、普通倉庫の1.5倍から2倍かかると言われる建設費用も大きなハードルになっている。しかし今後は、普通倉庫と同じように、冷蔵倉庫についても賃貸不動産の利用が拡大する可能性がある。

BTS 型

BTS 型の賃貸冷蔵倉庫は、過去から多く建設されてきた。取り扱う食材によって容量を自由に設計できることから、食品卸売業や食品製造業の関連物流会社からのニーズが高い。最近でも、大手デベロッパーによる冷蔵倉庫の BTS 開発事例は見受けられる。例えば「プロロジスパーク仙台泉」は、食品系物流会社

注2

環境省、経済産業省、国土交通省

の専用施設で、冷凍・冷蔵・定温・常温の4温度帯での保管が可能な倉庫として2015年に竣工した。BTS型の冷蔵倉庫は、3,000～10,000坪程度の中大型規模が一般的である。

マルチテナント型

大型のマルチテナント型施設が増えるなか、分割された区画を賃借して冷蔵倉庫を設置するテナントも珍しくない。荷主の多くはコンビニエンスストアやスーパーマーケットといった、大型マルチテナント型の主要業種である。特に、配送頻度の高い冷蔵品を扱うコンビニエンスストアのような業態は、もともとマルチテナント型施設とは相性が良い。テナントの使用面積に応じて適正なコストで賃借できるマルチテナント型の冷蔵利用は、さらに広がっていくだろう。

とはいえ、既存のマルチテナント

型施設に冷蔵庫を設置するのは、必ずしも容易ではない。まず必要な電気容量が施設に確保されていることが前提であり、結露を防止するために床や壁に断熱対策を行った上で、冷蔵設備を導入する。その際、貸主・借主間の工事区分や費用負担、賃料設定といった、賃貸借契約上の厳密な取り決めも必要である。最近では、冷蔵設備を設置する場合の工事期間やテナント側のコストを低減できる設計をアピールした開発計画も出てきた。豊富な開発計画がある中で、テナント誘致を有利に進めるために差別化を図りたいオーナー側の狙いもある。

投資マーケット

自社倉庫が多いことや契約上の複雑さなどがボトルネックとなり、冷蔵倉庫の投資マーケットはこれまで形成されにくかった。しかし、テナ

ントの初期投下コストが大きいことから、賃貸冷蔵倉庫は、普通倉庫と比べて契約期間が長くなる傾向にある。従って、オーナーにとっては、普通倉庫以上に安定的なキャッシュフローが見込める資産となり得る。実際、プロロジスリート投資法人が前述の「プロロジスパーク仙台東」を竣工後に取得するなど、冷蔵倉庫を保有するJ-REITも複数みられるようになった。2015年には、京阪神ビルディングが埼玉県の冷蔵冷凍配送センターを収益物件として購入した。同社にとって、初めての首都圏での物流投資である。このように、冷蔵倉庫は投資物件としても認知されつつある。冷蔵倉庫の更新時期が迫るなか、所有と運営の分離がさらに進むことで、今後は投資市場においても一定の存在感を持つようになると思われる。

たかはし かずこ

CBRE リサーチ シニアディレクター
2002年シービーアールイー入社。2008年リサーチに異動し、日本全国の物流施設マーケットのリサーチ業務を担当。各種レポートの執筆とともに幅広いクライアントに対してマーケットの考察を提供している。

第17回

良質なストック形成にむけて
～時代とともに変化する不動産利用～

中山 善夫

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



山方 俊彦

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



鎌田 佳子

株式会社ザイマックス不動産総合研究所
マネジャー

はじめに

人口減少・経済成長率の低下など、成長型から成熟型社会に移行した日本では、建物もスクラップ・アンド・ビルドからストック型へと移行し、中長期的に不動産を保有し、利用・運用する流れになってきている。個々の建物が良質なストックとして残っていくためには、日々の適切な維持管理が欠かせない^{注1}。さらに、不動産の価値を最大化するためには、建物が時代の変化に応じた最適用途で使われていることが大切である。

写真などで過去と現在の都市や街の姿を比較してみると、時間的な変

化をイメージとして視覚的に捉えることはできるだろう。しかし、その変化の程度を定量的に把握することは難しく、それを可視化した調査は少ない。そこで株式会社ザイマックス不動産総合研究所（以下、「ザイマックス総研」）は、特定のエリア（大阪市中心部）を取り上げ、一定期間に不動産の使われ方がどのように変化したか調査を行った。本稿では、その調査結果を紹介しながら、不動産利用の変化の要因や背景、方向性、今後の課題等を概観する。

建物はいったん建つと物理的には少なくとも50～60年のもつため、現在の不動産市場の状況や利用用途

だけにフォーカスするのではなく、中長期的な視点で不動産利用を考えていくことは、ストック型社会において極めて大切なことであると考え。本稿が、不動産保有者のみならず、利用者、運営者、開発者、行政機関等多くの関係者にとって、今後の不動産のあり方を考える重要な視点となることを期待する。

1. 建物ストックにおける
中身の変化とその要因

不動産は、土地とそこに建つ建物などで成り立ち、われわれの生活と活動を支える重要な社会基盤となって

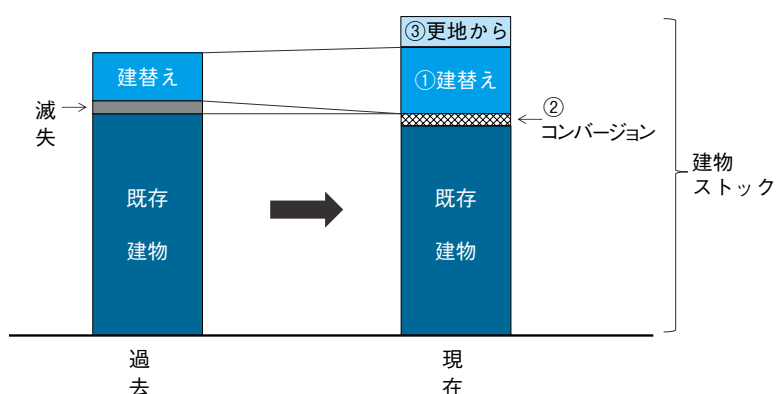
注1

本誌 2015/4、vol.24「中長期投資の時代に求められる不動産投資スタイル～リスクマネジメントから「修繕」を考える～」、2015/6、vol.25「これからの不動産市場における環境マネジメントの重要性～環境認証の経済性分析を通じて～」などで取り上げてきた。

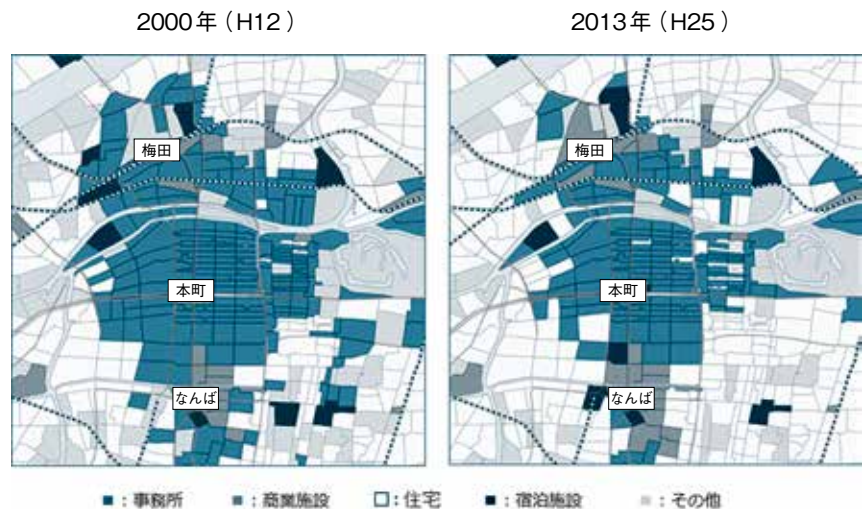
いる。不動産の使われ方は、時間の経過の中で決して固定的なものではなく、経済情勢、産業構造、ライフスタイルの変化や政策など、自然的、社会的、経済的及び行政的な様々な要因に影響を受けている。

【図表1】は、建物ストックがどのように変化するか、その中身をイメージとして表したものである。過去の特定時点と現在の建物ストックを比較してみると、多くは建替えをすることなく、既存の建物のまま存在している。しかしその一方で、一部の建物ではなにかしらの変化が起き、その変化の主なパターンは、①築古化が進んだ既存建物の建替え、②既存建物の別用途への変換（コンバージョン）がある。また、③今まで更地だったところに建物が新築される、ことも変化の一つである。

図表1 建物ストックの中身の変化（イメージ）



図表2 大阪市中心部の最多用途の変化（町丁目別）



2. 大阪中心部にみる 不動産用途の変化の実態

ザイマックス総研では、先般、「時代とともに変化する不動産利用」（以下、「本調査」）を発表した^{注2}。このレポートは、大阪市中心部について、大阪市より提供をうけた「土地利用現況調査」を用い2000年から2013年（現在の最新年）までを、2013年以降は別データと現地調査で、不動産

利用の変化の実態について調査したものである。

過去10～20年を振り返ると、大きな社会経済状況の変動を受けて、個々の不動産の使われ方が徐々に変化しているのがわかる。さらに、地域や都市レベルでみても変化の特徴や方向性を観察することができる。

【図表2】は、2000年（H12）から2013年（H25）にかけて、大阪市内における各町丁目別に建物の用途の変化をみたものである。町丁目ごとに延床面積を集計し、最も割合が多い用途別（事務所、商業施設、宿泊施設、住宅、その他^{注3}）に色分けしている。これをみると、2000年当時（左図）は事務所に中心部に集まり、住宅は周縁部に広がっているが、2013年（右図）になると事務所中心であった町丁目が、商業施設、住宅へ変化

注2

ザイマックス総研「時代とともに変化する不動産利用」（2017年4月17日）。https://soken.xymax.co.jp/2017/04/17/1704-transition_of_property_use_in_cbd-osaka/

注3

その他：事務所、商業施設、宿泊施設、住宅以外のすべての用途、学校・病院・供給施設・工業・通信運輸・官公署などをさす。

しているのが目立つ。そこで、本調査では、調査対象を更に大阪市中心部の「梅田」「淀屋橋・本町」「心斎橋・なんば」の3つのエリア【図表3】に絞り、全体の「建物ストックの変化」を把握し、「建替えられた建物」の規模や用途の変化をみていった。

(1) 建物ストックの変化

まずは3エリアを合わせた建物ストックの量的変化をみていく。対象エリアの建物数は、2000年の11,816棟から2013年の10,968棟へ848棟（7%）減少している。一方、総延床面積は2000年の1,915万㎡から2013年には2,209万㎡へと294万㎡（15%）増加した。建替え時の余剰容積率の消化や総合設計による容積率の割り増し、御堂筋の高さ規制の緩和、更地だった北ヤードの新規開発などが延床面積の増加につながったものと考えられる。

延床面積の用途別割合をみると、2000年は事務所が1,213万㎡でもっとも多く63%を占めている。しかし、2013年にかけて、商業施設、住宅、宿泊施設が大きく増え、事務所が

1,223万㎡とほとんど変わらないものの、全体に占める割合は55%まで減少している【図表4】。

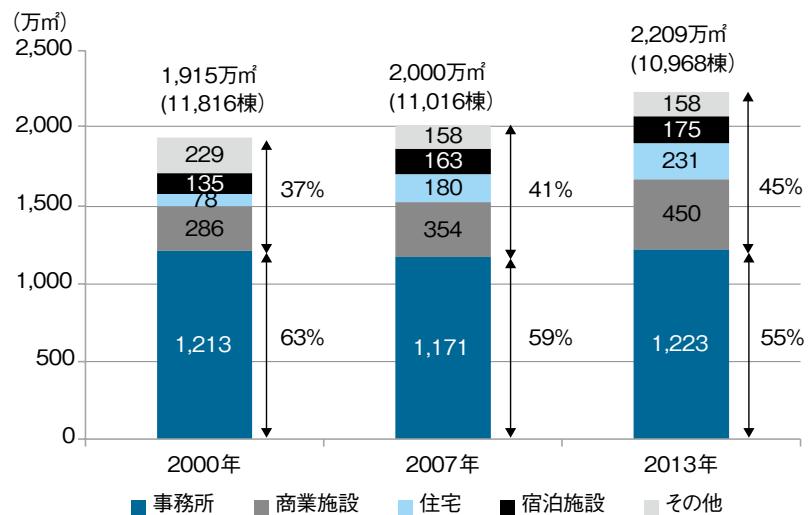
2000年から2013年までの用途別の延床面積の増減をみると、事務所は10万㎡と増加はわずかである一方で、商業施設は164万㎡、住宅は152万㎡と大きく増加している【図表5】。2000年の建物の総延床面積を100とすると、2013年の事務所は101であり、商業施設が157、住宅が294、宿泊施設が130と、特に住宅が急増していることがわかる【図表6】。

図表3 大阪中心部の調査エリア

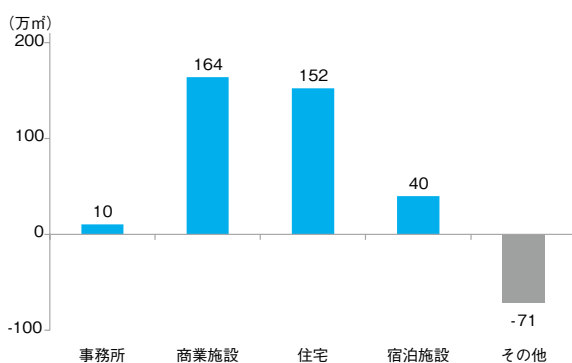


(地図出所) Google マップ

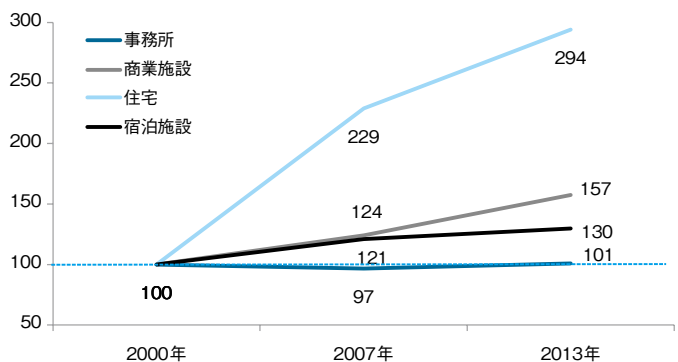
図表4 延床面積（用途別）と建物数の推移



図表5 2000-2013年の増減面積



図表6 面積の変化（2000年=100）



※小数点第一位を四捨五入しているため、増減面積が【図表4】の差と異なる場合がある。

(2) 建物の建替えによる変化

建物ストックの変化の源泉である「建替え」「更地での新築」「既存建物の用途変換（コンバージョン）」のうち、この中で変化量として最も大きい「建替え」についてみていく^{注4}。

【図表7】は、2000年から2013年にかけて建替わった建物を用途別に地図にプロットしたもので、丸の大きさは建物の規模（延床面積）を示している。これを見ると、「多くの建物は規模が大きくなって建替えられている」「建替えられた建物の使われ方は多様化している」という特徴がわかる。

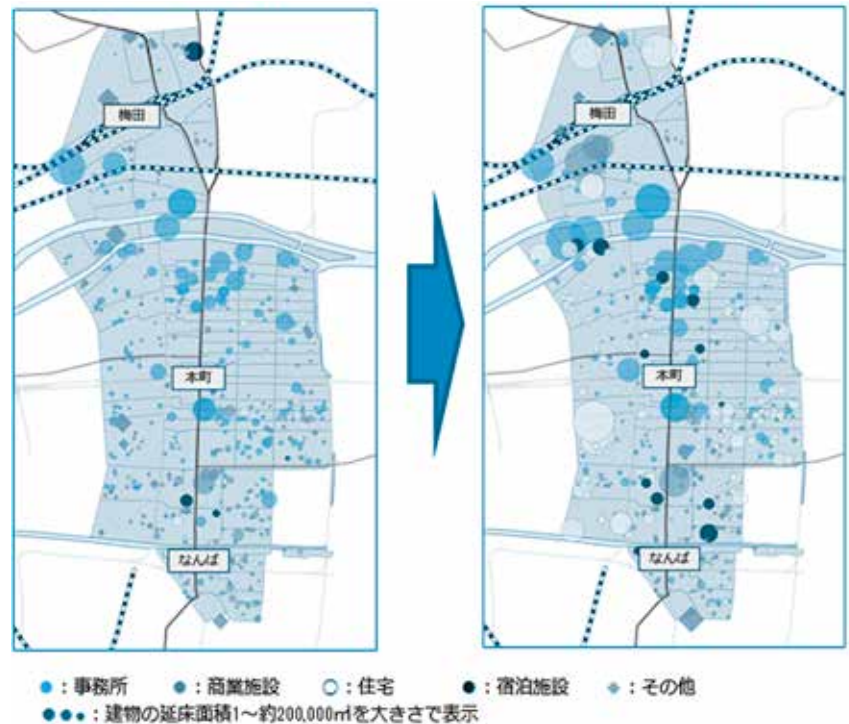
用途別にみると、事務所は「梅田エリア*」や御堂筋沿いで大型化して建替えられたものが多く、それ以外のエリアでは、他の用途への建替えが目立つ。商業施設は大阪（梅田）駅前において、大型商業施設への建替えがあったが、「心斎橋・なんばエリア*」では小規模な建替えが多い。住宅はもとより少なかったが、事務所などからの建替えにより、大阪市中心部の広いエリアにわたり建築されており、大規模なものも見受けられる。宿泊施設は「淀屋橋・本町エリア」「心斎橋・なんばエリア*」で増加している。

*各エリアは【図表3】を参照のこと

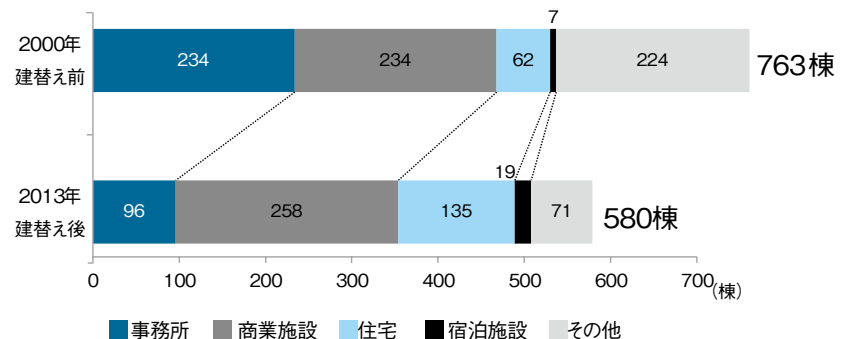
【図表8】と【図表9】は、建替えられた建物の建物数と延床面積の変化を用途別にみたものである。

2000年から2013年にかけて763棟が建替えられ、その結果、建物数は580棟に24%減少し、逆に延床面積は155万㎡から343万㎡と2.2倍に増

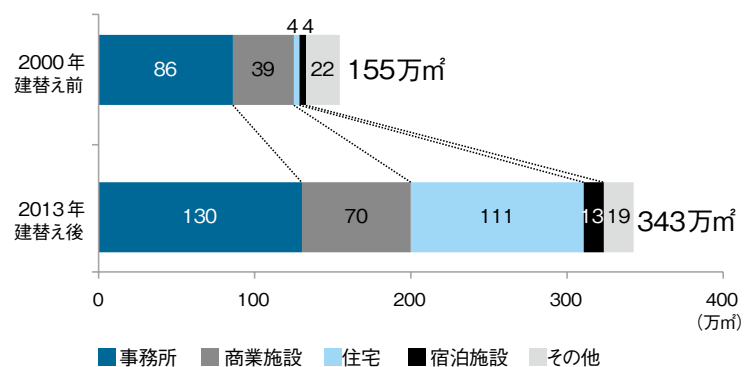
図表7 建替えられた建物（用途と規模の変化）
2000年（H12年）



図表8 建物数の変化（建替え前・後）



図表9 延床面積の変化（建替え前・後）



注4

総研レポート（注2）では「更地での新築」についても掲載しており、各エリアの特徴などについても考察している。

加した。複数の建物がまとまって一つに建替えられて建物数が減少する一方、建物の大型化が進んで全体の延床面積の増加につながっている。

用途別には、事務所は234棟から96棟と138棟（59%）減少し、住宅や宿泊施設など他の用途に建替わったものが多い。しかし、延床面積は86万㎡から130万㎡と44万㎡（51%）増加していることから、事務所ビルは大型化して建替わっていることがわかる。商業施設は24棟（10%）増加し、多くは従前と同規模で建替えられている。しかし、一部が大型商業施設に建替わり、延床面積は79%増加している。住宅は建物数が2.2倍、延床面積は約28倍と大幅に増えた。これは既存建物がタワーマンションに建替わった要因が大きい。宿泊施設は全体の中では少ないものの、建物数、延床面積とも3倍近く増加している。

（3）不動産の使われ方の変化の特徴と要因

このように大阪市中心部において、不動産の使われ方が時代とともに変化し、用途の多様化が認められた。これらの変化の特徴とその主な要因について【図表10】に整理した。

事務所は、オフィス立地の中心といえる「淀屋橋・本町エリア」では御堂筋沿いで大型オフィスビルに建替えられ、北ヤードをはじめとする「梅田エリア」では複数の大型オフィスビルが竣工し、移転してくる企業が増えて企業集積が進んだ。オフィス立地としての存在感が「梅田エリア」で増してきた。

図表 10 建物用途の変化の特徴と主な要因

建物用途	変化の特徴	変化の主な要因
事務所	・ オフィスストック（延床面積）の安定と大型化 ・ オフィスビル立地の北上化	・ 御堂筋での規制緩和 ・ 北ヤード中心とした開発 ・ 中心部周辺からの企業移転 ・ 北部のインフラ整備
商業施設	・ 梅田エリアでの大型化 ・ 心斎橋・なんばエリアでの小規模店舗の建替え活性化	・ 北ヤードを中心とした開発 ・ 商業事業者の旗艦店舗出店による大阪進出 ・ 訪日外国人の増加
住宅	・ 周辺地域から中心部への増加（共同住宅） ・ 大規模化（タワーマンション）	・ ライフスタイルの変化 ・ 家族構成の変化 ・ 都心居住の利便性 ・ 地価の安定
宿泊施設	・ エリア全体での増加	・ LCC運行増加等による訪日外国人の増加

商業施設は、百貨店・家電専門店などの大型商業施設の進出や増床が「梅田エリア」で相次ぎ、集客力が増して人の流れが大きく変わった。「心斎橋・なんばエリア」では急増するインバウンド需要を見込んだ小型店舗が数多く出店し、商店街が活性化している。関西空港の24時間稼働やLCCの就航の増加など、海外アクセスの利便性向上などを背景に、東南アジアを中心とした訪日外国人の伸びは全国平均以上で、宿泊・観光業や商業などのインバウンド需要が急増している状況である。

住宅はエリア全体で増加した。タワーマンションの建設などによって職住近接による利便性を求めた実需の購入者が増え、子育て終了世代やDINKSだけでなく、一般世帯も含めた都心回帰の流れが続いている。

宿泊施設は住宅と同様、エリア全体で増加している。急増する訪日外国人を取り込むホテル需要は高く、他の用途の建物から宿泊施設にコン

バージョンするケースもみられた。

3. 社会環境の変化に対応した建物ストックの形成にむけて

不動産の使われ方の変化は、進行する速度や特徴などに差はあるものの、大阪市に限ったことではなく、全国各地で起きている。低成長下の日本は、スクラップ・アンド・ビルドの時代からストック型社会へ移行してきており、将来の安全で豊かな社会の実現のためには、良質なストック形成が欠かせない。一方で、今まで以上にこれからは不動産を取り巻く社会的・経済的環境の変化のスピードが速くなると予測され、不動産も時代に対応した用途としてフレキシブルに適應できるかが重要になる【図表11】。

しかし、建替えやコンバージョンを計画しても、経済合理性の観点や様々な制約から容易に進まないという実態がある。今後、建物の更新がスムーズに行われるようになるためには、【図

図表 11 不動産を取り巻く主な社会環境

人口・労働力	グローバル化	産業・技術	災害・環境	まちづくり	日本経済 世界経済 政策 税制 ・ ・
- 人口減少 - 少子・高齢化 - 労働力の減少 - 働き方改革 - 高度人材の確保	- 訪日外国人の増加 - 外資企業の進出 - 外国人労働者の増加	- AI IoTの進化 - ビッグデータの活用 - 自動運転化 - e-コマースの進展	- 地球温暖化 - 災害対策の高まり - エネルギー問題 - ウェルネスの進展	- 地方創生 - 空家問題 - 交通/インフラの整備	

表12】のように、法律などの制度の規制緩和や融資基準の見直し等が必要かもしれない。

建物ストックの更新が滞り、利用者が必要とする建物とのギャップが広がれば、エリアの活性化も進まず、良質な街の形成も望めない。様々な社会環境の変化を的確にとらえ、それに適応し、既存の建物を有効に活用することが今後大切となる。良質なストックが形成されていくためには、建物所有者だけに依存する事なく、地域を含めて、様々な観点で捉え、議論し、社会的な仕組みや制度の見直し、支援などの必要に応じた対策も求められよう。

おわりに

不動産は、用途の多様性と有用性により時代毎に一定の用途に供され、われわれの生活と活動の基盤となっ

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。

図表 12 最適な不動産利用の促進



ている。不動産は限られた資源であり、これをどのように使っていくかは、極めて重要なテーマである。

高度成長期・バブル期に急増した建物はどんどん築古化が進んでいる。中長期にわたり建物を良好に保有するには、適切な維持管理と同時に、適切な用途で利活用を継続できることが大切になる。

今後、社会環境の変化が加速していく中、不動産が最適に利用され良質なストック形成が行われることは、

やまかた としひこ

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

不動産市場の活性化を通じて日本経済に寄与するだけでなく、国民の豊かな生活に繋がるものである。

本稿が、個別の不動産所有者、利用者、投資家のみならず政策決定者など多くの人にとって、今後の不動産の利用を考える一助になれば幸いである。ザイマックス総研では、今後とも不動産を取り巻くテーマについて調査分析を行い、また有用な基礎データの提供を行っていく予定である。

かまた よしこ

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

● Practical Study & Research

第 18 回

米国不動産カウンセラー協会発表

「2017～18 不動産に影響を与える
今年の 10 大テーマ」

～ 世界的な不動産専門家集団による年次報告 ～



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)

2017 年 6 月、米国不動産カウンセラー協会 (Counselors of Real Estate®) は、年次報告「CRE® が考える「不動産に影響を与える今年の 10 大テーマ」」2017-18 年版を発表した。本レポートは、原文を同協会の会員 (CRE) で国際委員会委員でもある筆者が翻訳し紹介するものである。なお、原文は "The CRE® 2017-18 Top Ten Issues Affecting Real Estate" (<https://www.cre.org/>) より閲覧可能である。

米国不動産カウンセラー協会 (Counselors of Real Estate®) は、1953 年に設立され、不動産、ファイナンス、法務あるいは会計分野における実務専門家及び政府の政策担当者、学者等からなる高度専門家集団として国際的に認知された団体であり、複合不動産や土地に起因する諸問題の解決のため、専門的・客観的な助言を行っている。また、不動産業界における論理的リーダーシップを担う中心的存在として認知されており、現に CRE® は、50 を超える多様な不動産関連分野の専門家によって構

成される団体として、不動産に影響を与える諸問題やトレンドの現状と将来について、客観的な分析、検証、提言を行っている。CRE® は選りすぐりのメンバーシップであり、会員となるには既存会員からの invitation が必須となる。当組織が発する「CRE」(不動産カウンセラー)の称号は、不動産

コンサルティングのあらゆる分野において、会員が卓越した能力を有することを保証するもので、CRE 称号の保持者は、全世界で 1,100 名しかいない。

先般発表された「不動産に影響を与える今年の 10 大テーマ」は、CRE® 会員により構成される分科会



CRE® 2017~18不動産に影響を与える今年の10大テーマ

1. 政治の二極化とグローバルな不確実性
2. テクノロジーブーム
3. 世代間の分断
4. 小売業の混乱
5. インフラ投資
6. 住宅:大きなミスマッチ
7. ミドルクラスの失われた数十年
8. ヘルスケアにおける不動産の新たな役割
9. 移民
10. 気候変動



の一つである対外委員会が検討・発表するもので、協会独自の調査、当協会の春期会合において集約された会員からの質的、相互的フィードバックの内容などの結果を総合的に加味して決定されたものである。今年の10大テーマは上の図のとおりである。

以下では、1つ1つ項目ごとに考察し、グローバルな問題が不動産市場にどのように影響しているかを見ていくことにする。ポイントとしては、不安定な環境下にもかかわらず、オポチュニティがリストのすべての課題に含まれており、それを理解するためにも、以下の内容を読みたい。

1. 政治の二極化と グローバルな不確実性

政治の二極化とグローバルな不確実性は、あらゆるレベルの政府とビジネス界全体の意思決定に影響を与え

ている。国際的には英国がBrexit（英国のEU離脱）を決めたことやフランスの立候補者がNATO（北大西洋条約機構）離脱を掲げたように、米国、フランス、オーストリア、英国などの最近の選挙は、ナショナリズムの再興を指し示し、また世界中の既存の外交関係や貿易関係の現状を試している。壊滅的な軍事的紛争はアジアで起こる可能性が高く、中東における既存の紛争はより激しさを増すであろう。

地方レベルでも、政党間および政党内での分極が継続しており、相違を解決して先に進んでいくために必要な共通の根拠を政治家が見つけることは事実上不可能である。妥協することが弱みとみなされたり、異なる視点を持つ人々が同じ議場にいることが耐えられない場合、意思決定はできない。異なる意見を表明したり、そのような意見に耳を傾けることが難しい状況では、現下の課題やこれから

起こりうる新たな問題に対処することはほとんど不可能である。

不動産へのネガティブな影響は差し迫った問題である。貿易、渡航規制、移民政策の変更に関する不確実性は、クロスボーダー（国境を越えた）投資、ホテルなどのホスピタリティー不動産、小売、製造サプライチェーンなどを脅かすことになる。金利上昇と小売物価上昇は、中産階級のマイホーム所有を難しくする。長期的な視点では影響はより厳しい可能性があり、インフラ、住宅の購入しやすさ、地方および州の年金債務、教育などの問題の解決を妨げることとなる。以上を踏まえると、政治の二極化とグローバルな不確実性の1つあるいはいずれもが、今年のリスト上のすべての問題に影響を及ぼすのである。

2. テクノロジーブーム

テクノロジー分野の起業ブームは、

不動産事業全体に革命を起こしている。今年の大きな変化の1つは、キラーアプリ（注：あるプラットフォーム（ハードウェアあるいはサービスなど）を普及させる程の魅力を持ったアプリケーションソフトウェア）ではなく、商業用不動産における技術革新で、今までにない流れであり、不動産の購入、販売、管理の仕方を変えるようなものである。2011年の商業用不動産テクノロジー関連の起業は目覚ましく、投資額は1億8,600万ドルであった。その後、投資額は急速に増加し、2016年には27億ドルに達した。マサチューセッツ工科大学（MIT）の不動産イノベーションラボでは、世界中で1,600の不動産テックのスタートアップ企業が確認されている。

ロボット学習（新しいスキルを身に付けたり、環境に適応できるロボットを研究する分野）は、職場の自動化を加速させている。既にロボットはチームとして働き、ビデオから学習し、専門プログラマーにあまり依存しないことが実証されている。今後10年間で銀行業務の30%が消滅すると予想されており、また今年には完全にロボット式のレタス栽培が日本でオープンする予定である。マッキンゼーの調査によれば、今日の仕事の最大47%を自動化で置き換えることができるという。

ビッグデータは不動産関係の企画・設計にもやってきて、空間設計の決定はリアルタイム情報によって行われるようになった。自動運転（特にトラック）は主流になると予測されている。また、自動運転によりタクシーや相乗りなどは現在の費用を85%削減できる可能性があり、これらはマイカー所有

に引けを取らないものとなる。マイカー所有から自動運転車利用へシフトが進むと、自宅のガレージ、駐車場、路面の駐車スペースなどで何か別の使い方を考える必要が出てくるであろう。ハイテクに精通したユーザーは所有するよりも信頼性のあるアクセスを優先するため、信頼性の高い迅速で完全な情報環境はシェアリングエコノミーを推進することになる。

小売業では、「あなたはオンラインで買い物をしますか?」から「今日はいくつの配送がありましたか?」に変わってきている。オンライン小売は引き続き倉庫需要を喚起しているが、オンライン小売業者によって新規にリースされた倉庫スペース1平方フィートは、8平方フィートの空き店舗面積を生み出している。賢いレンダーや投資家は、新しい建設が我々が現在なじみのあるものではなく、将来の需要パターンを反映しているものであるべきことをすでに主張している。

利用用途を変更する準備を! - 現在必要であったとしても、将来的には、駐車場や小売りスペース、その他シェアできるものはそれほど必要ではなくなる。商業用不動産の建設に融資をする場合には、このような将来を見通す力が必要となる。これらのトレンドを取り込んだ住宅（安全に宅配荷物を受け取れるシステム、ネット回線へのアクセス）も、注目を集めることであろう。

3. 世代間の分断

ベビーブーム世代（1946年～1964年生まれ）とミレニアル世代

（1980年～1997年生まれ）の、どこに住み、どこで働き、どこで遊ぶかの価値観の違いが、不動産市場にますますインパクトを与えている。約7,400万人のベビーブーム世代は約7,540万人のミレニアル世代よりも少なくなっている。今日の不動産に関する意思決定のかなりの部分は、働く場所（ワークプレイス）や消費動向に関するものも含めて、40歳未満の人々によって行われている。しかし、ベビーブーム世代は、伝統的な定年年齢である65歳を超えたとしても、依然、職場の戦力として引き続き働き続けている。ミレニアル世代は、管理職になる年齢であり、子育てや自宅の購入を考えている時期でもある一方で、ベビーブーム世代はダウンサイズ（住居縮小、所有物を減らす等）を目指したり、老後を見据えて長く自立して暮らせる生活環境の構築を目指そうとしている。何を重視しているかという違いはあるものの、各世代は、職場、住宅、地元のバーやレストランなど、あらゆる場所で顔を合わせている。

ある調査研究によれば、ミレニアル世代はベビーブーム世代と最終的には同様な行動をとると予測されるが、そのタイミングは10年遅れである。ミレニアル世代の特徴は以下のとおりである。

- 彼らが20代の頃には流動的（例：住居を転々と変えたり）で、「体験中心」なライフスタイルを志向する
- 結婚し、子供を抱え、家を購入するのは、20代ではなく30代である
- 最初は都市部に住み、その後、

より広く、手頃な金額の住宅と良い学校がある郊外（あるいは近年急激に注目を浴びる都市周辺部）に引っ越す

一方、ベビーブーム世代は、ミレニアル世代の特徴とされるような行動を示している。

- 60歳代を迎えて、それまでより流動的で「体験中心」なライフスタイルを志向
- 自宅を売却して、(子供などの若い世代の住まいと同じような)集合住宅を賃借する
- 都市で生活するために郊外を去る（あるいは郊外よりさらに遠いが都会風な場所を選択する）

不動産デベロッパー、投資家、オーナーおよび建築業者は、各世代の住宅における立地や、住戸のデザインやアメニティに関する好みについて理解する必要がある（購入するか賃貸するかにかかわらず）。ありきたりなデザインでは個々のニーズに対応できないため、供給側も急速に変化する需要に合わせる必要がある。これからは、ベビーブーム世代は年齢が上がることによる各種の選択やアメニティを求めるであろうが、ソーシャルメディアへの依存度が高いミレニアル世代は、製品知識と製品やサービスへのオンラインアクセスを提供する「ネットワーク」に優先順位を付けることになる。

職場では、ベビーブーム世代は彼ら以前の世代の伝統的なオフィスデザインや職場環境、および固定されたスケジュールを好む傾向がある。

一方、主要な労働力となっているミレニアル世代は、「コラボレーションが可能な」オフィスデザインと、いつでも働くかという柔軟性を好んでいる。特に興味深いのは、これらの多様な価値観（好み）をいかに共存させるかである。ベビーブーム世代は、職場では意思決定者であるかもしれないが、ミレニアル世代が出世し、頭角を現すにつれ、変化は起きている。彼らはもはや眺めのよい豪華な角部屋個室ではなく、“ウェルネスルーム”やキッチンやスナックバー付きのオープンスペースの真ん中にあるスタンディングデスクを好み仕事をしている。建築業者、家主、所有者およびテナントにとっての挑戦は、今もこの先も多様な利用者を魅了し、受け入れられるオフィスデザインのバランスを見つけだすことであろう。

4. 小売業の混乱

小売業を「体験」に変える傾向はますます発展しており、これは物理的な店舗での物品販売の縮小を相殺している。「体験型」の小売は、さまざまな年齢層や階層を対象とし、より多様で参加可能な環境へ消費者を動員している。小売り業は、いわば「オムニ・チャネル」（注:店舗やイベント、ネットやモバイルなどのチャネルを問わず、あらゆる場所で顧客と接点をもとめようとする考え方やその戦略のこと）へ向かっており、現在の重点は物理的な店舗に関することから、原材料調達から顧客まで商品を届けるまでのタイムリーで効率的な流れに発展している。多くの伝統的な小売業

者は、新しい倉庫、新しい流通方法、新しいフルフィルメントモデル（即日配送、簡単返品方法など）を実施する「Amazon的な」アプローチを採用している。皮肉なことに、革新的な小売業者であるAmazon社は、最近、消費者が購入したものを「見て、感じ、返品する」ことができるように、伝統的な小売モデルである物理的な店舗の開店を行っている。

米国が何十年にもわたって「小売業の過剰」の状態であることは事実である。コワン社（Cowan and Company）による最近の調査では、米国はカナダよりも1人当たりの店舗面積が40%多く、イギリスより5倍も多く、ドイツよりも10倍も多いという。収益性を確保しながら新しいマルチフォーマットへ移行することが不可能な小売業者は、物理的な店舗を閉鎖したり、仮想空間に移行したり、事業を完全に廃止したりしなければならない状況となっている。シアーズ（Sears）、メーシーズ（Macy's）、JCペニー（J.C. Penney）のような大型の老舗小売業者でさえ、無数の他の小売業者と同じく、全国的に複数の店舗を閉鎖せざるを得ず、その影響でこれらを核テナントとしていたショッピングセンターは広い空室の転換に苦戦したりショッピングセンター自身の廃業に追い込まれたりしている。

このような大規模な変動にもかかわらず、私たちはどんなに想像をたくましくしても「小売業の終焉」に直面しているわけではない。近年、レストランは急成長を遂げており、サービス重視の直売店はますます多くのスペースを占めている。食料品店舗が核テナ

ントのモールは今のところ安定しているものの、食料品業界の事業モデルも例外ではなく変化を受け入れなければならない状況にあり、改革に備えて変化は進んでいる。また、新鮮かつ魅力的でニッチな要求を満たす小売業者は生き延びている。例えば、非常に手頃な価格で、デザイン性が高いH&Mやザラ（Zara）のような「ファストファッション」が挙げられる。小売業者が、在庫、流通方法、および受注から発送までの業務モデルを改善することで、小売市場は新しい方法で生き残り、さらには繁栄していくと思われる。

5. インフラ投資

米国の共和党および民主党の両方がインフラへの多額の投資を支援しているように見えるが、米国政府がイニシアティブを取り、早期に進めることができるかどうかは明らかではない。しかし、トランプ政権が発表した最初の概念的計画は、地方政府や州政府と官民連携企業に重きを置き、連邦政府の投資は比較的限られたものになっている。政治的な側面はさておき、このアプローチは、道路、橋、トンネル、港湾、空港などの投資の必要性和、その長期的な利益を認識し、インフラ・プロジェクトに多額の資金を投入している民間セクターにとって重要な機会を提供している。ブラックストーン（Blackstone）は今年、400億ドルのインフラ基金を創設する計画だ。彼らだけではない。オルタナティブ資産業界の主要な情報源であるPrequinは、投資家は現在、米国の

インフラに3,760億ドルを投資していると報告している。

政治的にはさまざまな方向に風が吹き抜けているが、インフラへの投資の必要性は揺るぎない。物資の輸送を支える港湾から空港、倉庫、道路、高速道路、鉄道などすべてが老朽化しており、脆弱な仕組みとなっている。これらに加え、石油・ガスなどの輸送管、送電、配水管などの更新の必要性が叫ばれている。

世界的な輸送ルートの大きな変化もインフラ整備の原動力となっている。例えば、パナマ運河からの輸送ルートはヒューストン、サバンナ、チャールストンおよび米国東部の海岸沿いの都市での港湾開発を確かに触発している。

インフラの問題がどのように解決されるか（あるいは解決されないか）は、不動産にとって大きな影響がある。官民連携投資に依存していくことは、そのプロジェクトが資金を賄うだけの大きな収入を生み出すことが前提となる。つまり、地方プロジェクトや多くの水、電気、道路など事業は遂行することができず、特に貧困地域では不可能となる。

機関投資家の最も重要な投資対象の1つとして浮上している公共交通機関は、官民ファンドの収益要件を満たすことができない。当初の連邦予算は、公共交通機関投資をゼロにしており、それは、多くの地域コミュニティや不動産投資にとっては劇的な問題だ。年金支払や追加収入が限られている州および地方政府では、財源が厳しく制限されているため、単純に財源不足もまた課題

である。

6. 住宅: 大きなミスマッチ

安全で適切で手頃な価格の住宅は、都市経済、犯罪、公衆衛生に対して安定をもたらすことが示されている。現在の在庫不足は住宅価格の急騰をもたらし、その結果、多くの住宅購入者、特に低所得層にとって、住宅取得の可能性を引き下げている。住宅需要と住宅供給との間には大きなギャップが存在する。住宅価格の改善、経済成長、住宅ローンの借り易さ、賃貸住宅開発は、多くの地域で住宅の取得可能性や手頃な価格での購入を後押ししたが、複雑で継続的な需給ミスマッチが世界中の住宅市場に深刻な影響を与え続けている。ちなみに、アメリカはこれまで以上にこの問題と戦っているので、世界の300の大都市圏についての最近の調査では、北米は他の地域と比べると、手頃な価格で住宅を購入できない問題ははるかに少ないと評価されている。

特に深刻なのは、主要な大都市や沿岸部を中心に著しい雇用の伸びを見せている地域で、住宅価格が高騰し、ギャップが広がり、手頃な価格での購入がますます限られていることである。テクノロジー、ファイナンスおよびその他の賃金が高い分野で働く者が、新築住宅、中古住宅、賃貸住宅を独占しており、手頃な価格での賃貸住宅や販売用住宅の価格や賃料を押し上げ、低賃金労働者や失業者の住宅の危機を招いている。雇用機会を求めている多くの若い労働者

は、多くの学生ローン債務を負っており、住宅を購入するには程遠い。住宅の場合、土地や建設コスト（規制上の制約と同様に）が販売価格の決め手となっているが、それが初めて住宅を購入することになる人々にとっては高くなりすぎているということから、不動産デベロッパーは、（1940年代および50年代に行った）初めて住宅を購入する人向けの住宅の建設をようやく検討し始めた。

他の市場では、ベビーブーム世代は賃貸住宅を探すものの、広い面積の共同住宅が少ないことや、彼らの所有する郊外の自宅の購入希望者も少ないことから、活発で積極的に活動したいと願う、年配の世代にとってはライフスタイルを変えることはまさに困難を伴うチャレンジとなっている。公共交通機関への不十分な投資、二世帯住宅やマイクロユニット住宅（400平方フィート（37.2平米）以下の狭小住宅）に対する政府の規制、および手頃な価格で住宅が手に入れない問題に対する創造的な解決策は、住宅を持っている者と持っていない者とのギャップを大きくし、長期的にはさらに大きな問題を引き起こす可能性がある。

7. ミドルクラスの失われた数十年

景気後退期後、僅かな利益が得られた期間を経て、米国での家計所得の中央値は2015年に5.2%上昇して56,516ドルになった。しかし、このような歓迎すべき増加にもかかわらず、中産階級の所得はまだ景気後退前

の高値（2007年：57,403ドル）を回復しておらず、20年前（57,909ドル）から実際にはインフレ調整水準を下回っている。オートメーションとアウトソーシングによって打撃を受けた中産階級の雇用は、米国経済が製造業からサービス業に移行する中、依然として圧力にさらされている。中産階級が抱える幻滅感は、多くの国で現在のポピュリスト派候補者の台頭につながっている。世界的な経済的、政治的不確実性は、政府の指導者とビジネスエリートが今までに提供してきたことに失望した多くの有権者層と密接に結びついている。

主に中産階級の顧客を対象とする小売業は、店舗の閉鎖に直面している。一方、高所得の買い手を対象にするショッピングモールの商業テナントは比較的良好といえる。住居費と学生ローン負債の上昇は、若者の家の購入決定が先延ばしになることを示唆している。今後は、賃借業は最もリッチで魅力ある都市部立地において好調とは限らない。賃貸用集合住宅の供給は需要に見合ってきており、賃借人の停滞した所得水準は賃料の上昇を抑えている。

8. ヘルスケアにおける不動産の新たな役割

米国では、毎年3兆ドル以上の医療費（一人当たりでは約1万ドル）がかかっている。これは世界の先進国の平均の2倍で、米国の健康成果と効率性は他の先進国と比較して劣っている。政治的分極は、医療の質や医療を受けられるようにする問題の改

善を困難にしている一方で、不動産業界は人々の健康をコスト的にも効率良く改善する主要なプレイヤーとして浮上している。診療所、緊急ケア施設、外来手術センターでは医療サービスがますます提供されており、一方、費用のかかる通院は減っている。遠隔診療（医師と患者が距離を隔てたところでインターネットなどの通信技術を用いて診療を行うこと）は、セキュリティとアクセスの問題が解決されるにつれて急速に拡大している。応用データ分析は、この「あらゆる場所でのケア」モデルにも役立っている。建物の利用者は、彼らが占有する空間が、健康を増進させるような方法で設計し、建設し、運営されることをますます求めている。人々は建物の中で90%もの時間を費やしていることを考えると、建物が健康を増進したり、逆に悪化させたりすることが直感的に理解できる。メイヨークリニック（Mayo Clinic、米国の著名医療機関）の研究では、健康の20%のみがヘルスケアに由来し、環境や行動要因が40%を占めると結論付けている。

この傾向の重要性を示す証拠は、主要な不動産専門家グループの大部分が、最近、健康的な建物に焦点を当てているということである。健康行動を具体的に扱う建物を設計することは、「健康と幸福」へのマクロトレンドの最も先鋭的で急速に増え続けるサブトレンドになっている。

ビジネス業界が健康に急激に関心を持ったことは、このトレンドを牽引する重要な要素である。フィデリティ社（Fidelity）による企業の年次全国調査によると、企業の90%以上が健

健康管理やウェルネスプログラムを有しており、約80%がインセンティブ制度を活用している。近年の研究では、二酸化炭素のホワイトカラー作業者の認知への影響（61%から101%の増加）および高さを調整可能な机で作業することの生産性への影響（46%増加）も（企業が健康に関心を持つ理由を）部分的に説明している。また、新しくて安価な技術も企業を後押ししている。しかし、建物利用者が健康的な建物に関する動きに積極的に関与することができるようになったのは、2014年後半に、科学のおよび医学的研究に結びついた102以上の建築項目からなるWELLビルディングスタンダードが登場してからだった。国際ウェルビルディング・インスティテュート（International WELL Building Institute）は、世界28カ国の450以上のプロジェクトを登録または認定し、WELL認定を付与している。数多くの主要企業（例：Wells Fargo、TD Bank、Deloitte、EY、Microsoft、Genentech、McKesson、Oxford、Cadillac Fairview、Kilroy Realty、Hines、Lendlease、Grosvenor、AXAなど）の採用により、WELL認証は将来的にもさらに成長すると見込まれる。

9. 移民

トランプ政権は、より厳格な移民法を制定し、不法入国者に失われた雇用について懸念している有権者層に訴えつつ、治安やテロに関する懸念を強調している。一方、ハイテク企業から不動産ファイナンス企業まで

多くの企業が、優秀な労働者の不足を嘆いている状況である。デンバーなどの高い供給成長のMSA（Metropolitan Statistical Areas、米国大都市統計地域）の開発プロジェクトでは、労働力不足のため停止するケースも出ている。人口統計学者は、移民は家庭を築くもとなり、人口増加をもたらす点で、将来的にEUや日本のような人口の高齢化に向かい合う米国にとって、好都合であると指摘する。新しい移民は住む場所を賃借する傾向があり、特に最初に住む都市における共同住宅需要を高めている。最近の調査によると、移民は自宅を持つことを夢見て、当初の都市部の賃借物件から郊外の自宅へ抵抗感なく引越越し、仕事を探しに都市部に戻るといようなスタイルである。移民を制限することによって、労働者の自由な移動と住宅所有率は制限されるであろう。高度に熟練した労働者を必要とするテクノロジー産業は、外国人労働者を募集することで空きを埋めることができなければ、イノベーションを通して労働者を機会と置き換えるしかなくなり、雇用を抑制してしまう。長期的には、大家族の多い移民集団の参入が抑制されれば、高齢化社会を支える労働力は少なくなり、経済成長のための人口統計的な「恩恵」には限界が出てくる。

10. 気候変動

アメリカ海洋大気庁（NOAA）は、2017年1月、海面レベルの上昇に関する最新の科学的証拠に基づく新しい報告書を発表した。これによれば、

2100年までに予想される海面上昇が2013年時点の予測の2.2～4フィートから今回6.6～8.6フィートと倍増すると予測している。海面上昇は、温まった水が膨張する熱膨張と氷河や氷床の融解によって引き起こされる。これらの劇的な上昇は、主に海面上昇の南極の役割に関する新しい研究と予測モデルの改善により明らかになった。大西洋（ヴァージニア・コースト・ノース）とメキシコ沿岸の西海岸の海面上昇は、2100年までに世界平均よりも0.3～0.5メートル高いと予測されている。アラスカと太平洋北西は、0.1～1メートル低くなると予測されている。

海面水位が2100年までに6.6～8.6フィート上昇する可能性はだいぶ先のことだと思えるが、アメリカ海洋大気庁は、海面上昇が14インチ増加するだけで年間の洪水被害が25倍になるという計算もしている。マイアミ、ニューヨーク、ニューオーリンズ、タンパ、ボストンなどの主要都市では、最もコストのかかる問題が発生すると予測されており、そのうち南フロリダではほとんどの沿岸地域が程度の差はあれ海面上昇リスクとコストにさらされている。

潜在的な海面上昇と洪水の不動産価値への影響は、海面上昇がもたらす結果に関する情報の量と入手可能性の劇的な増加・向上により、急激に重要度を増している。ハリケーン「カトリーナ」と「サンディー」のおかげで、雇用主や商業用不動産投資家は、海面上昇の潜在的なリスクとそのようなリスクを軽減するための取り組みを詳述した地方自治体および州の報告

書にアクセスできるようになった。住宅や商業用不動産の買手、売手、不動産仲介、鑑定士は、海面上昇によって脅かされる人口、建物、インフラ、土地の詳細な評価を提供する洪水マップや海面上昇予測に自由にアクセスできるようになった。Surging Seas Risk Finderなどのウェブサイトでは、個人でも、異なる時点、異なる地点、異なる海面レベルの下で、プロパティやコミュニティの潜在的な海面上昇と洪水リスクをマッピングすることも可能である。

洪水による不動産価値への影響は、直接洪水被害を受ける可能性のある不動産だけに留まらない。たとえば、あなたが丘の上に住んでいたり、そこで仕事をしていて、使っている道

路や主要サービスが洪水被害にあった場合はどうなるだろうか？空港、交通インフラ、その他のコミュニティ施設が悪影響を受けると、そのエリアに存するすべての不動産の価値が影響を受けることになるであろう。もしテナントが地域の洪水復興活動や復興関連税制を気にして他の地域への移転を決めたら、沿岸地域の商業用不動産やその地方経済は苦しむことになるだろう。

住宅は、数多くのアメリカ人の老後の資産となっているため、洪水リスクの増加による価値低下の可能性というだけでも、特に問題である。そのようなリスクに対処するために保険があるが、ほとんどの場合、保険料が高すぎるか、もしくは利用できないケースも多い。20年後の退職時に自宅を売

却して手に入れるお金を当てにしている人にとって、海面上昇が価値に影響を及ぼさないと思う人はほとんどいないであろう。多くの人は、自宅の価値が完全に下がり切る前に売却するだろう。

Watchlist

CRE[®]は、上記以外についても、長期的にネガティブな影響を与える可能性があり、その流れの様々な段階にある問題を「CRE[®] Watch List」に置き、注視している。具体的には、税制改革と金融政策、その他のさまざまな政策事項、麻薬問題などがある。

(参考) 過去3年間の CRE[®] Top10

順位	2015 ~ 16	2016 ~ 17	2017 ~ 18
1	人口別世代構成の変化	変わりゆく世界経済	政治の二極化とグローバルな不確実性
2	資本の過剰供給	デット市場の縮小	テクノロジーブーム
3	金利上昇	人口別世代構成の変化	世代間の分断
4	不安定な国際情勢と通貨切り下げ	高密度化 / 都市化	小売業の混乱
5	都市化の進展	政治的環境	インフラ投資
6	エネルギー問題	住宅の取得可能性と貸付基準を拘束するもの	住宅：大きなミスマッチ
7	所得格差の拡大	消えゆくミドルクラス	ミドルクラスの失われた数十年
8	インフラ整備	エネルギー	ヘルスケアにおける不動産の新たな役割
9	テクノロジーとクラウドファンディング	シェアリング / バーチャルエコノミー	移民
10	変わりゆく小売業ビジネスモデル	「体験型」小売業の台頭	気候変動

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。

岡野先生の不動産歴史探訪 ②6

東京の防災



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。

このところ、梅雨前線の影響で各地で集中豪雨が発生しているほか、全国で震度5クラスの地震も頻発しており、自然災害への備えが急務となっています。明治時代に入った東京は、江戸時代とは見違えるほどの発展を遂げていきますが、それでもやはり自然の猛威の前には幾度となく大きな被害に見舞われていました。そこで、今回は明治時代から大正時代にかけて東京を襲った自然災害とその被害状況や、その後の防災について考えてみたいと思います。

さて、私達が明治から大正時代に掛けて知っている大きな自然災害といえば関東大震災（大正12年・1923年）が真っ先に思い浮かびますが、この大震災を遡ること約10年前の明治43年（1910年）8月の台風と大雨により、市街化が進んでいた東京東部を中心に甚大な水害被害が発生していました。実は江戸時代から東京は度々洪水に見舞われていますが、隅田川などの河川沿線は水上輸送に便利なことから都市化の進行と共に、南足立郡、北豊島郡、南葛飾郡（現在の足立区、板橋区、北区、荒川区、墨田区）などでは年々水害の被害が大きくなっていました。写真1は当時の水害被害のエリアを示したもので、27万戸の住宅が水に浸かり、被災者は150万人に及ぶという大変な被害でした。

江戸時代にも洪水被害軽減のために河川の付替え等行われてはいましたが、この大きな水害をきっかけに、国は、明治44年（1911年）から、墨田川（荒川）、中川、綾瀬川のバイパスとなる全長22キロにも及ぶ荒川放水路の建設を始めました。工事責任者は青山士（あおやまあきら1878～1963）さんといい、パナマ運河の工事に参加した唯一の日本人技師だそうです。途中大正6年の高潮被害や、関東大震災による堤防の決壊などにも見舞われましたが、20年近い歳月を経て昭和5年（1930年）に完成しました。写真2は、現在の赤羽岩淵付近にある、墨田川と荒川に流す水をコントロールするために当時作られた水門です。水門の色が赤く（写真は白黒で分かりませんが）、昭和57年に新たな水門（写真3）が完成されるまで使われていました。新しい水門は色が青いため、通称「青水門」と呼ばれています。



写真1 荒川知水資料館展示より
(筆者撮影)



写真2 旧岩淵水門 (筆者撮影)



写真3 現在の岩淵水門、通称青水門 (筆者撮影)



写真4 関東大震災による焼失地域 (江戸
東京博物館展示より) … 筆者撮影



写真5 区画整理前の木造住宅密集地の模型
(江戸東京博物館) … 筆者撮影



写真6 区画整理後の鉄筋コンクリート造の集合住宅模型
(江戸東京博物館) … 筆者撮影

荒川流域は、旧来2年に1度くらいの割合で洪水の被害に遭っていましたが、この荒川放水路の完成により、完成から80年以上たった現在に至るまで洪水の被害に殆ど遭うことがなく、人々が安心して暮らせ、人口が4倍以上に増加することとなりました。

一方、東京は水害だけではなく、大正12年9月1日11時58分関東大震災にも見舞われました。マグニチュード7.9を記録した地震により木造家屋が密集する下町地域を中心に大火災となり、6万6千人が焼死する大惨事となりました(写真4は震災後の焼失地域を示したものです)。関東大震災は東京に大きな被害を与えましたが、その後の復興は東京の都市造りに新しい道筋をつける結果となりました。

震災からの復興は、地震前の都市に戻すのではなく、この震災を機会に抜本的な改革を目指そうとするもので、後藤新平内務大臣・帝都復興院総裁を中心に推進されます。当時の国家予算の3~4倍の予算をかけた大復興計画でしたが、復興審議会の猛反対にあい予算こそ縮小はされましたが、幹線道路や橋梁の整備、公園の整備に加え、鉄筋コンクリート造りの小学校と隣接する小規模公園などの整備が急ピッチで進められることとなりました。

また、震災後の住宅供給を目的に財団法人同潤会が組織され、地震や火災に強い鉄筋コンクリート造の集

合住宅が東京で13箇所2,225世帯、横浜に2箇所、276世帯などが作られました。当該住宅は、電気・都市ガス・水道・ダストシュート・水洗トイレ等を備えており、当時としては最先端の仕様であったといわれています。

こうした計画を推進するため、当時の東京市内を65地域に分け、土地区画整理事業が行われ、この結果、木造住宅の密集地が、同潤会などの集合住宅に生まれ変わり、災害に強い都市へと変貌していったわけです。写真の5と6は、区画整理前と後の様子を模型で表したものです。

残念ながらこうした復興も、その後の人為的な災害により再度焼け野原となってしまったわけですが、つい最近まで青山アパートメントの面影を表参道ヒルズに見ることが出来るなど、当時の人達の復興にかけた知恵と努力を垣間見ることが出来ます。今、東京は2020年のオリンピックに向け、新たなスタートを切ろうとしています。不動産に関わる人達の英知を結集し、50年、100年先の未来に向かって安全と快適性が高い次元で両立される都市造りが行われることを期待したいと思います。

住宅宿泊事業法について



佐伯 優仁

森・濱田松本法律事務所
弁護士・ニューヨーク州弁護士



小中 諒

森・濱田松本法律事務所
弁護士

1. はじめに

平成29年6月9日、住宅宿泊事業法（いわゆる民泊新法）（以下「法」又は「新法」という。）が国会において可決され、同月16日に公布された。公布日から1年以内に施行される（法附則第1条本文）^{注1}。訪日外国人観光客は年々増加しており、その宿泊需要の受け皿として、住宅の全部又は一部を活用して宿泊サービスを提供する民泊事業が近年急速に普及している。民泊事業は、従前これを正面から規制する法律がなく、旅館業法による規制に委ねられていたが、民泊事業に関する新たな法令の制定を志向して、厚生労働省及び観光庁が主催する『「民泊サービス」のあり方に関する検討会』が発足し、平成28年6月20日に最終報告書を公表した。新法は、その内容を踏まえて作成されている。

本稿では民泊事業の規制の現状を俯瞰したうえ、新法の内容を概説し、新法施行後の民泊事業における実務上の留意点について考察する。

なお、新法に関しては、その内容の大部分が政省令に委ねられているほか、ガイドラインや地方ごとに条例で規律される事項も多いことが想定される。本稿執筆時点でこれらはまだ制定されていないため、制度の詳細は不明な点が多い。本稿は、衆参両議院における本会議及び委員会の議事録、規制改革推進会議等における政府・行政関係者の見解（以下「政府見解」という。）に依拠する記載を含むが、今後実際に制定される政省令、ガイドライン、条例等の内容がかかる見解とは異なる場合、本稿の記載内容とは異なる帰結となる可能性もあるためご留意いただきたい。本稿中意見にわたる部分は筆者らの個人的見解であり、筆者らの所属する法律事務所の見解ではない。

2. 民泊事業の規制の現状

宿泊客を反復継続して有償で宿泊させるサービスを行う場合、原則として旅館業法の許可が必要とな

注1

報道によると、早ければ平成30年1月にも施行される（平成29年6月9日付日本経済新聞夕刊）。

る。民泊事業も宿泊客を有償で宿泊させるサービスであることから、民泊事業を行うには、旅館業法上の簡易宿所営業として各都道府県知事等から許可を受ける必要がある（旅館業法3条1項）。

事業者が民泊事業を行うもう一つの方法として、国家戦略特別区域法に基づく旅館業法の特例、いわゆる「特区民泊」として事業を行う方法がある^{注2}。この制度は、指定された特区内で認定を受けた事業者が、旅館業法の許可をとらずに外国人旅行者に一定期間宿泊施設を賃貸することを認めたものである。平成29年7月12日現在、東京都大田区、大阪府、大阪市及び福岡県北九州市が特区として認められている。最低宿泊日数規制^{注3}があることに特徴がある。

上記のとおり、現時点で民泊事業を行おうとするものは、簡易宿所営業又は特区民泊のいずれかの態様により、民泊事業を行う必要がある。しかし、平成28年に厚生労働省が行った調査によれば^{注4}、民泊仲介サイトに登録されている15,127件の物件のうち、許可を受けているのは全体の16.5%にあたる2,505件のみであり、多くの事業者が無許可で民泊を営んでいる。こうした無許可営業の背景にあるのは、現行制度の使いづらさである。旅館業法上の簡易宿所営業に関しては、各地方自治体が法令の要件に上乘せして条例を定め、地域によっては玄関帳場（いわゆるフロント）の設置や、法令の規制より広い客室延床面積を確保しなければならない事態が生じて

いる^{注5}。また、旅館業である簡易宿所営業は住居専用地域では行えないため、既存住宅の活用に制限がある。特区民泊については、そもそも特区内でしか行えない。こうした現行制度の間口の狭さが、今日の無許可営業の一因となっている。

3. 新法の趣旨・内容

新法は、同法に定義する「住宅」についてホテルや旅館とは異なる取扱いをすることを認め、旅館業法の適用の範囲外とすることを認めたものである。新法は旅館業法の特則であり、新法の要件を満たさない民泊事業は、従前どおり、旅館業法の適用を受ける。なお、政府見解によると、観光庁においてワンストップの苦情窓口が設置される予定である。

新法では、民泊に関わる事業を①住宅宿泊事業、②住宅宿泊管理業、③住宅宿泊仲介業の三つに分け、それぞれに規制を課している。以下、それぞれ解説する。

（1）住宅宿泊事業

（a）住宅宿泊事業とは

住宅宿泊事業とは、①旅館業法上の営業者以外の者が宿泊料を受けて住宅に人を宿泊させる事業であって、②人を宿泊させる日数として省令で定めるところにより算定した日数が1年間で180日を超えないものの^{注6}をいう（法2条3項）^{注7}。無償で人を宿泊させる

注 2

ほかにも農家民泊やイベント民泊もあるが、非常に例外的・限定的なものであるため本稿では言及しない。

注 3

大田区のみ6泊7日であり、その他の地域は法令の下限である2泊3日である。

注 4

厚生労働省「全国民泊実態調査の結果について」

注 5

法令上は、宿泊客が10人未満であれば、客室延床面積を1人当たり3.3平米確保すれば足りる。厚生労働省通知では、宿泊客が10人未満その他一定の管理体制が確保されれば、玄関帳場の設置は不要とされている。

注 6

都道府県知事は、法14条に基づき業者より宿泊日数の報告を受ける。政府見解によると、当該報告結果と住宅宿泊仲介業者の保有する宿泊履歴を物件ごとの届出番号に基づき照合し、虚偽報告に対するチェックが行われる。

注 7

回都税の住宅用地特例措置が認められるかについては、今後の課税当局の動向を注視する必要がある。

行為は住宅宿泊事業には当たらない。旅館業法5条のような宿泊拒否制限規定はなく、営業方針に沿わない宿泊者の宿泊を拒否することができる^{注8}。また、住居専用地域でも事業を行える。

①宿泊させる施設は「住宅」であることが前提とされている。「住宅」とは、当該家屋内に台所、浴室、便所、洗面設備その他生活の本拠として使用するために必要な設備が設けられているものであって、現に人の生活の本拠として使用されている家屋又は従前の入居者の賃貸借期間の満了後新たな入居者の募集が行われている家屋で、人の居住の用に供されていると認められるものをいう（法2条1項）。これに関する政府見解は以下のとおりである。

- 省令において、常時滞在が可能なように維持管理されている別荘等を含める予定
- 空き家でも適切な維持管理をしながら賃貸又は分譲の募集等を行っていれば該当し得る
- 民泊用に新築し入居者の募集が行われていない民泊専用マンションは該当しないが、賃貸や分譲を目的として新築されたマンション等で借手や買手が付かず一時的に民泊に用いられる住戸は該当し得る（居住者の入居の合間に一時的に行う前提）

②「住宅」を宿泊の用に供する住宅宿泊事業を、旅館業法と区別する観点から180日の要件が設けられた。当該期間制限が新法の最大の特色であり、その内容によって事業可能性は大きく変わる。そのため、当該日数の算出方法を定める省令（法2条3項）の内容が重要となる。これに関する政府見解は以下のとおりである。

- 1泊を1日と数える（したがって、180泊まで可能）。なお、日をまたがずに退出しても1泊と数え

る（時間貸しの概念はない）

- 実際に宿泊客を止めた実績日数を基準とする（営業日数を基準とはしない）
- 180日の期間は連続した日数期間とすることは不要
- 特区民泊のような最低宿泊日数規制はない
- 共同住宅の居室ごとに届出を行った場合、居室ごとに180日を数える（共同住宅の他の居室の日数を合計したりはしない）

なお、都道府県等は、生活環境の悪化防止のために、合理的範囲で一定の区域^{注9}において当該日数制限を加重できる（法18条）。ただし、政府見解によると、0日というのは基本的に合理性がないものと考えられている。

（b）住宅宿泊事業の類型

住宅宿泊事業法では、住宅宿泊事業を事業者が自ら居住する住宅の一部を宿泊客に提供する類型（家主居住型）と、事業者が住宅に宿泊客が滞在する間不在となる類型（家主不在型）の二つに区別している。家主居住型はホームステイのような形態を想定しており、宿泊期間中、家主が当該住宅を管理する。他方、家主不在型は家主が自己の遊休資産である不動産を民泊として有効活用する場合や出張や旅行で不在とする場合を想定しており、家主は住宅の管理業務を住宅宿泊管理業者に委託することが義務付けられている（法11条1項柱書本文）。

（c）住宅宿泊事業者の義務

住宅宿泊事業を行おうとするものは、都道府県知事等に届出をすることで、住宅宿泊事業を行うことができる（法3条1項）。これに関する政府見解は以下のとおりである。

注8

Airbnb等の民泊仲介サイトでは、ホスト側からも宿泊者の評価を付けることができ、住宅宿泊事業者は申込みをしてきた宿泊者の情報を確認して、その評価が低い場合等には、宿泊を拒否することができる。ただし、政府見解によると、差別的な対応は認めない等の内容をガイドラインで規定することが予定されている。

注9

政府見解によると、学校の半径〇メートル以内、〇丁目に係る区域等の定めがされることが想定されている。

- 当該届出及び後記各業の登録はいずれもインターネットで可能
- 共同住宅の居室ごとに届出を行うことや、所有者だけでなく賃借人による届出も想定
- 区分所有物件では管理規約^{注10}、賃貸物件では賃貸借契約を提出書類に含め、それぞれの規定に違反することにならないか確認する想定
- 「住宅」要件との関係で、賃貸や分譲の募集がされていることを確認する想定

住宅宿泊事業者は、届出住宅について公衆の見やすい場所に標識^{注11}を掲示した上（法13条）、各居室の床面積に応じた宿泊者数の制限、定期的な清掃その他宿泊者の衛生の確保を図るために必要な措置^{注12}を講じなければならない（法5条）。宿泊者の安全確保義務（法6条）^{注13}に関しては、政府見解によると、原則としてホテルや旅館の場合と同様に消防法令を適用することが想定されており、それにより既存住宅における大幅な消防設備の拡充や建物工事が必要とされると事業遂行に支障が生じるため、今後制定されるルールが重要となる。さらに、宿泊者名簿の設置義務（法8条）^{注14}に関しては、政府見解によると、旅券の提示等による本人確認を対面又はICT等を活用したそれと同等の手段で行うことが必要とされ、本人確認時に鍵の受け渡し^{注15}も行うこと

が想定されている。また、住宅宿泊事業者は外国人観光客である宿泊者に対し、届出住宅の設備の使用方法に関する案内や交通手段等に関する情報を外国語で提供しなければならない（法7条）。また、宿泊者に対して、騒音や周辺環境への悪影響の防止に関して必要な事項^{注16}を説明し（法9条）、周辺地域の住民から苦情や問い合わせがあった場合には、これに対応する義務を負う（法10条）。当該住民に対する事前の説明義務や同意取得義務はない。

家主不在型の住宅宿泊事業では、住宅宿泊事業者に代わり管理業務の委託を受けた住宅宿泊管理業者が上記の義務を負う（標識の設置義務を除く）（法11条）。ただし、住宅宿泊事業者が住宅宿泊管理業の登録業者でもある場合、自ら当該義務を履行することは妨げられていない（法11条1項参照）。

これらの業務遂行について、都道府県知事による報告徴収及び立入検査の対象となり、また、業務改善命令、業務停止命令、業務廃止命令の監督処分に服する可能性がある（法15条～17条）。

（2）住宅宿泊管理業

住宅宿泊管理業は、家主不在型の住宅宿泊事業者から委託を受け、報酬を対価として、住宅宿泊事

注 10
管理規約に明示的に禁止する旨の規定がない場合の対応について、脚注 24 参照。

注 11
政府見解によると、省令において、住宅宿泊事業を実施している旨、届出番号、住宅宿泊管理業者の連絡先等を記載事項として定める予定とされている。

注 12
政府見解によると、1 人当たり 3.3 平米以上の床面積の確保及び定期的な換気等も想定されている。

注 13
政府見解によると、近隣の避難場所等に関する情報提供の在り方等が検討されている。また、保険の加入についてはガイドラインで規定することが検討されている。

注 14
政府見解によると、外国人については国籍及び旅券番号を記載事項とし、保管場所は住宅宿泊管理事業者の事務所等も想定されている。

注 15
政府見解によると、住宅宿泊管理事業者の営業所、受渡業務を再委託した上で近隣のホテルのフロントその他適正な業務を行うことができる 24 時間営業の店舗等での受渡しや、ICT 等を活用しナンバーキーを電子メール等で付与することが想定されている。

注 16
政府見解によると、ゴミ出しの方法も含まれる。

業の適正な実施のために届出住宅の維持保全を行う事業である（法2条5項・6項）。住宅宿泊管理業を営もうとするものは、国土交通大臣の登録を受けなければならない（法22条1項）。政府見解によると、以下に記載する義務の適切な履行を担保するため、当該登録の際に、深夜、早朝を含め常時苦情や問合せへの対応が可能であること等の必要な体制整備が確認される。

住宅宿泊管理業者は、家主不在型の住宅宿泊業者に代わって標識の設置を除いた前記（1）で述べた義務を負うほか、名義貸しの禁止（法30条）、誇大広告の禁止（法31条）、不当な勧誘等の禁止（法32条）、管理受託契約の締結前・締結時の書面交付義務（法33条、34条）、受託事業の全部の再委託の禁止（法35条）等の義務を負う。

これらの業務遂行について、国土交通大臣又は都道府県知事による報告徴収及び立入検査の対象となり、また、業務改善命令、業務停止命令、登録取消措置の監督処分に服する可能性があり、業務停止命令又は登録取消措置がとられた場合、当該措置は公表される（法41条～45条）。

（3）住宅宿泊仲介業

住宅宿泊仲介業は、報酬を得て、宿泊者又は住宅宿泊業者のために、宿泊契約の締結について代理、媒介、取次ぎ等を行う事業である（法2条8項・9項）。Airbnb等の民泊仲介業者と宿泊者をマッチングさせる事業は、これに該当する。住宅宿泊仲介業を営むには、観光庁長官の登録を受けなければならない（法46条）、これは日本に主たる事務所を有しない外国住宅宿泊仲介業者についても同様である（法61条1項参照）^{注17}。

住宅宿泊事業者は、宿泊サービス提供契約の締

結の代理又は媒介を住宅宿泊仲介業者又は旅行業法上の旅行者に委託しなければならない（法12条）。したがって、無登録の業者のサイトに物件情報を掲載等すると法令違反となる。

住宅宿泊仲介業者は、名義貸しの禁止（法54条）、不当な勧誘の禁止（57条）、住宅宿泊仲介契約の契約締結前の書面交付義務（法59条）を負う。また、宿泊者と締結する仲介業務に関して住宅宿泊仲介約款を作成し、観光庁長官に届け出なければならない（法55条1項）、住宅宿泊仲介業務に関する料金を定めこれを開示しなければならない（法56条1項）。そして、無届の違法物件をプラットフォームに掲載する等違法行為のあっせん等は禁止されている（法58条）^{注18}。

これらの業務遂行についての観光庁長官による報告徴収及び立入検査並びに監督処分は、住宅宿泊管理業と同様である（法61条～66条）。さらに、観光庁長官は外国住宅宿泊仲介業者に対しても、業務改善請求（法61条2項）、業務停止請求又は登録取消措置を行うことができる（法63条1項柱書）。

4. 実務上の留意点

（1）民泊事業を行う方法の選択肢

合法的に民泊事業を行おうとする場合、①簡易宿所営業の許可を取るか、②住宅宿泊事業の届出を行う選択肢ができた（特区民泊は対象地域が限定的であるため選択肢には加えない）。いずれも一長一短であり、いずれの方法をとるべきかは想定する事業態様をふまえてメリットの多い方を選ぶことになる。主なメリット及びデメリットは次頁の表のとおりである。

注 17

日本に事業所がない会社は旅行業等の登録義務は課されておらず、国外のプラットフォーマーに対する監督が事実上行えていなかった。

注 18

政府見解によると、都道府県等から届出住宅のリストの提供を受けるシステムの構築が検討されており、当該リストにより確認することが想定されている。

主なメリット及びデメリット

	メリット	デメリット
簡易宿所営業 (許可)	年間を通して主たる事業として行える^{注19}	- 建物の構造設備基準、消防設備基準がより厳しい可能性がある^{注20} - 住居専用地域での事業は不可 - 建物の用途変更の手続が必要となる場合がある
住宅宿泊事業 (届出)	住居専用地域での事業が可能	- 最長でも年間180日以内に限定 (家主不在型の場合)補完的・一時的事業としてしか行えない

新法の施行により、従前住居専用地域において無許可で営業をしてきた民泊事業者も、今後は住宅宿泊事業者の届出を行い、民泊事業者の数は今後増加することが予想される。民泊仲介業への参加を表明する企業も出てきており^{注21}、既に国内に有しているプラットフォームを活用して、Airbnb等の先行企業を追いかけることになるだろう。

(2) (家主不在型)住宅宿泊事業の留意点

(a) ビジネスモデル

これまで述べてきた規制内容をふまえると、最も想定されるビジネスモデルは、賃貸業を主たる事業として行いつつ、その補完的事業として住宅宿泊事業を行うモデルであろう。すなわち、入居者がいる間は賃貸を行い、その入居者が退去した後次の入居者が

見つかるまでの間で宿泊サービスを提供するモデルである。

(b) 留意点

- ①住宅宿泊事業を行う物件には、生活の本拠として使用するために必要な設備を設けなければならず、具体的内容は省令で定めることが予定されている(法2条1項)。省令においては寝具のほか、家具や家電等が定められる可能性がある。仮に省令で定められなかったとしても、宿泊事業を行う以上これらのものを設けておくことが実際上必要となろう。したがって、通常時は当該物件を家具・家電付の物件として賃貸することになるものと思われる^{注22}、事実上そのような形態での賃貸業を強制される可能性がある。
- ②本業の賃貸業に支障を及ぼさない範囲に事業運営が制限され得る^{注23}。
- ③賃貸専用で運用する場合と住宅宿泊事業を補完的に行う場合との収益性の比較はよく検討する必要がある。まず一つには、(建物の用途変更は不要と考えられるものの)建物の構造設備や消防設備の整備費用がかかることが想定され、さらに住宅宿泊管理者や住宅宿泊仲介業者の選任費用もかかるだろう。さらに、共同賃貸住宅において、他の居室が見ず知らずの宿泊者に提供される

注 19

民泊専用マンションのような営業も可能である。

注 20

両事業に対して同等の規制をかけるよう旅館業法等の改正が見込まれているが、新法施行時までには間に合わない可能性や、間に合ったとしても条例で法令の規制に上乗せした厳格な規制がかけられる可能性がある。国から各自治体に対し指導等も行われると思われるが実効性は不透明である。

注 21

楽天株式会社は、不動産住宅情報サイトを運営するLIFULLと提携して民泊仲介業務を行う子会社を設立し、平成29年7月3日には米国の民泊仲介大手のホームアウェイとインバウンドの集客面で連携することを発表した。また、KDDI傘下のロコパートナーズも宿泊サイトで民泊物件の取扱いを始める(平成29年6月23日付日本経済新聞朝刊及び同年7月4日付日本経済新聞朝刊)。

注 22

親和性を有するのは(旅館業法の適用を受けない態様での)サービスアパートメントやマンスリーマンション等短期賃貸物件としての活用であろう。

注 23

例えば、幅広い期間にわたり宿泊の予約を受け付けると、その間賃貸の募集が事実上行えなくなり、「住宅」要件(住宅宿泊事業要件)を充足しないとみなされるおそれがある。

ことに抵抗を感じる人も想定され、リーシング条件が悪化し、本業の賃貸業の収益に悪影響を及ぼす可能性がある。住宅宿泊事業も行うことによる十分な収益性の上昇が見込まれなければむしろ賃貸専用で運用した方がよいということになる。

(3) 区分所有建物における民泊の実施

国土交通省作成のマンション標準管理規約12条は「区分所有者は、その専有部分を専ら住宅として使用するものとし、他の用途に供してはならない」と定めている。「専ら住宅として使用する」とは、居住者の生活の本拠があるか否かで判断するとされているが、民泊の場合いずれと判断されるか難しいところである^{注24}。したがって、マンションの管理組合は、トラブル防止のため、区分所有者間で議論の上、管理規約上民泊の可否を明確化することが望ましい^{注25}。

(4) 賃貸物件におけるテナントによる民泊の実施

国土交通省作成の賃貸住宅標準契約書は、使用目的が居住目的に限定されている。民泊の場合居住目的使用と判断されるか難しいところである^{注26}。類似の議論がされている管理規約における考え方（前記(3)参照）はある程度参考になるものと思われるが、それとは異なり行政解釈が存在する場面ではないため、慎重な判断が必要だろう。したがって、トラブル防止のため、テナントと協議の上、賃貸借契約上民泊の可否を明確にすることが望ましい。特に、居住

用物件に投資する場合、投資家の立場としては、投資方針に照らしてテナントによる民泊を許容するか否かを決め、その内容をテナントとの賃貸借契約に反映することが肝要となろう。

(5) 民泊物件投資の留意点

(a) スキーム

居住用物件を購入した所有者が当該物件を賃貸業及び住宅宿泊事業で運用する場合には、当該所有者が住宅宿泊事業の届出を行い、その管理を住宅宿泊管理業者に委託することになる。あるいは、共同住宅等の場合各居室を一括して借り上げるマスターレシー（以下「ML」という。）がいることもあるが、その場合MLが届出を行い^{注27}、その管理を住宅宿泊管理業者に委託するか、MLが住宅宿泊管理業の登録業者でもある場合は自ら当該物件の住宅宿泊管理業を行うことも考えられる。通常賃貸物件でこのようなスキームを構築する場合、物件の管理運営（リーシング業務を含む）（以下「PM業務」という。）をプロパティマネジャー（以下「PM」という。）に委託することが多いが、PMが住宅宿泊管理業の登録業者でもある場合には、PM業務に加えて住宅宿泊管理業も併せて受託することが考えられる。スキームのイメージ図は次頁のとおりである。

注 24

平成28年12月9日付の内閣府地方創生推進事務局による通知（「区分所有建物における特区民泊の実施について」）では、管理規約が標準管理規約12条と同様の規定を設けているのみである場合は、住宅としての施設利用を前提とした制度であることから、管理組合の意思が専有部分を特区民泊の用に供することを禁じているものと認められる場合（筆者注：管理組合の総会や理事会において禁止する方針が決議されている場合等）を除き特区認定の対象としている。政府見解によると、住宅宿泊事業の届出の際にも同様の基準で確認される。なお、簡易宿所事業の許可の際は、旅館業の一類型として取り扱うことが前提とされることから、上記より厳格に判断されると考えられる。

注 25

政府見解によると、標準管理規約を改正し、民泊を許容する場合及びしない場合双方の規定例を示すことが予定されている。

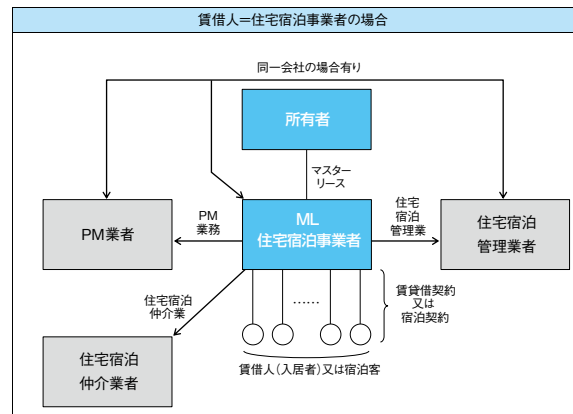
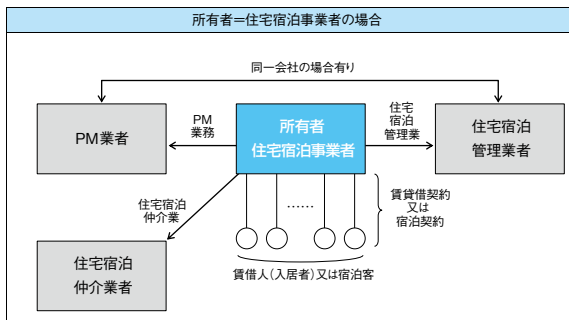
注 26

もっとも、民泊による建物の構造設備の変更等が必要な場合、増改築等の禁止条項に抵触する可能性があり、それによって事実上民泊の実施を制限できる可能性がある。

注 27

届出は建物でまとめて一つではなく居室ごとに行うことになるものと思われる。

図表2 スキームのイメージ図



上記に対して、当該物件で簡易宿所営業による民泊が行われる場合には、所有者が自ら簡易宿所営業の許可を取得して営業するか、簡易宿所営業の許可を受けた業者に賃貸又は運営委託を行うことが考えられる。基本的にホテルの投資スキームと同じになろう。

(b) 留意点

① REITや不動産私募ファンド等ファンドによる投資の場合、民泊物件投資がファンドの投資方針に反しないことが必要となる。なお、民泊物件に投資「できる」又は「できない」旨明示した規定があれば投資の可否は明確であるが、そうではなく、例えば、投資対象として専ら居住用物件とすることのみが方針とされている場合、(特に住宅宿泊事業によ

る)民泊物件への投資が可能であるかは議論となる^{注28}。類似の議論がされている管理規約における考え方(前記(3)参照)はある程度参考になるものと思われるが、それとは異なり行政解釈が存在する場面ではないため、慎重な判断が必要だろう。できる限り投資方針を変更して明確化するのが望ましい。

② 関連契約において民泊物件投資が許容されていることが必要となる。例えば、居住用物件におけるMLに対するマスターリース契約において転貸目的以外の物件使用は通常禁止されているため、民泊目的による使用も認める規定を設ける必要がある。

③ 区分所有建物の場合管理規約において民泊に使用することが許容されていることが必要となる^{注29}。

注 28

あるいは、投資対象として専ら宿泊施設とすることのみが方針とされている場合、簡易宿所営業による民泊物件への投資が可能であるかが議論となる。

注 29

考え方について、脚注 24 参照。

さえき まさひと

2004 年東京大学法学部卒業、2005 年弁護士登録と同時に森・濱田松本法律事務所に入所、2011 年コロンビア・ロースクール卒業(LL.M.)、同年シンガポール Allen & Gledhill 法律事務所(研修)、2012 年ニューヨーク州弁護士登録。不動産その他の資産の流動化・証券化業務及び REIT 業務を中心にファイナンス分野を幅広く手掛ける。日本企業による海外投資案件及び外国資本による日本投資案件を含むクロスボーダー取引についても積極的に取り組む。近時は、シンガポール REIT/ ビジネス・トラストや、インフラファンド等の新しい市場における案件にも関与する。

おなか りょう

2014 年慶應義塾大学法科大学院卒業、2015 年弁護士登録、2016 年森・濱田松本法律事務所に入所。J-REIT を中心として不動産投資、投資信託、金融規制関連の案件を手掛けるほか、M&A、独占禁止法関連、刑事事件等も手掛ける。

借地上の建物の建替・再築(後編)



齋藤 理

長島・大野・常松法律事務所
弁護士



池田 直樹

長島・大野・常松法律事務所
弁護士

4. 借地借家法上の取扱い

(1) 概要

借地借家法施行日(平成4年8月1日)以降に設定された借地権については同法が適用されることになる。建物の建替等に関する借地借家法の規定としては、借地借家法第7条及び第8条を挙げることができる。借地法においては、建替等に係る規定は借地法第7条のみであったが、借地借家法では、建物の建替等について、借地契約の更新前の場合(第7条)と更新後の場合(第8条)を分けて規定し、その取扱いに大きな差異を設けている。

以下では、借地借家法第7条及び第8条における建替等の取扱いについて論じる。

(2) 借地契約更新前における建替等の取扱い

(借地借家法第7条)

① 借地法第7条との相違点

借地借家法第7条第1項本文は、借地権の存続期間が満了する前に建物の滅失^{注1}があった場合において、借地権者が残存期間を超えて存続すべき建物を築造したときは、その建物を築造するにつき借地権設定者の承諾がある場合に限り、借地権は、承諾があった日又は建物が築造された日のいずれか早い日から20年間存続すると規定している。かかる規定は、借地法第7条に対応する規定といえるが、借地法第7条との重要な相違点として、借地法第7条においては土地所有者が異議を述べなければ借地期間が延長されることとされていたのに対し、借地借家法第7条第1項においては借地権設

注1

借地借家法第7条第1項においては、借地権者による取壊しが「滅失」に含まれることが条文中明記されている。借地法においては、「滅失」に対する概念として「朽廃」という概念があり、借地法第7条は建物が「朽廃」したような場合には適用されないと解されているが、借地借家法第7条第1項については建物が朽廃した場合においても適用があると解されている(水本浩ほか編『基本法コンメンタール借地借家法〔第2版補訂版〕』(日本評論社、2009年)28頁〔明石三郎=木村俊郎〕、稲本洋之助=澤野順彦編『コンメンタール借地借家法〔第3版〕』(日本評論社、2010年)47頁以下〔澤野順彦〕等)。建物の同一性を失う程度の大規模修繕を行う場合が「滅失」に含まれるかという点についてはなお議論の存するところである。「滅失」に含まれるとする見解として、水本ほか・前掲28頁〔明石=木村〕等、含まれないとする見解として、稲本=澤野・前掲47頁以下〔澤野〕等がある。

定者の承諾がある場合に限り借地期間が延長されることとされている点が挙げられる^{注2}。かかる変更の理由としては、建物の再築を行う場合には、通常当事者間で協議し、その後の期間を含めた権利関係の調整がなされると考えられること^{注3}、借地法第7条においては土地所有者が「遅滞なく」異議を述べた場合には延長の効果が生じないところ、「遅滞なく」異議を述べたか否かについての判断には困難を伴い、紛争を招きやすいこと^{注4}等が挙げられている。借地権者が、建替等を行おうとする場合には、借地権設定者の承諾を得るためにその旨を伝える必要が生じることになるため、かかる変更には、建物が滅失した時点で借地権設定者と借地契約について協議の機会を提供する機能があるとされている^{注5}が、その一方で承諾料を請求されることが一般化するという懸念も指摘されている^{注6}。

② 承諾の有無とその効果

以下では、借地借家法第7条第1項に基づく取扱いについて論じる。

(i) 承諾の有無(承諾があったとみなされる場合)

借地借家法第7条第2項は、借地権者が借地権

設定者に対し残存期間を超えて存続すべき建物を新たに築造する旨を通知した場合において、借地権設定者がその通知を受けた後2ヶ月以内に異議を述べなかったときは、その建物を築造することについて借地権設定者の承諾があったものとみなす旨を規定している^{注7}。

かかる通知の内容については、条文上「残存期間を超えて存続すべき建物を新たに築造する旨」を通知すれば足りるとされているが、かかる通知は借地権設定者が異議を述べるか否かを判断する資料を提供する機能をも果たすと考えられることから、新たに築造される建物の種類、構造、規模、用途について明らかにすべきであると解されている^{注8}。

かかる通知を行う時期については議論があり、借地借家法第7条第1項に規定する「承諾」は建物の建替等を行うことについての承諾ではないことから(後述するとおり、仮に借地権設定者の承諾が得られなかったとしても建替等を行うこと自体は可能である。)、建物の建替等に着手した後でも、建物完成後であってもよいとする見解^{注9}と、当該通知は紛争の事前回避のためのものであるとして、築造前に

注2

この他の相違点として、延長される期間について当事者が20年間よりも長い期間を定めたときはその期間によることとされたこと(同法第7条但書)が挙げられる。また、本文記載の変更に伴い、主張立証責任にも変化が生じている。具体的には、借地法第7条においては異議を述べたことについて土地所有者が主張立証責任を負うが、借地借家法第7条第1項においては承諾を得たことについて借地権者が主張立証責任を負うこととなった。

注3

寺田逸郎「新借地借家法の解説(2)」NBL489号(1992年)44頁参照。

注4

幾代通=広中俊雄編『新版注釈民法(15)債権(6)〔増補版〕』(有斐閣、1996年)839頁〔内田勝一〕。

注5

内田勝一「建物の再築、建物の朽廃に対する法規制の転換」澤野順彦ほか編『借地借家法の理論と実務』(有斐閣、1997年)55頁等。

注6

片山直也「借地権の存続保障」自由と正義43巻5号(1992年)65頁、藤井俊二『借地権・借家権の存続保護』(成文堂、2006年)19頁等。

注7

契約の更新後に通知があった場合には承諾擬制は発生しない(借地借家法第7条第2項但書)。

注8

幾代=広中・前掲840頁〔内田〕、稻本=澤野・前掲52頁〔澤野〕、田山輝明ほか『新基本法コンメンタール借地借家法』(日本評論社、2014年)44頁〔田高寛貴〕。

通知する必要があるとする見解^{注10}がある。

借地権設定者がかかる通知を受けた後、2ヶ月以内に異議を述べれば承諾擬制の効果は生じないことになる。異議を述べるにあたっては、単に建替等に異議がある旨を述べれば足り、特に理由や正当事由は必要ないと解されている^{注11注12}。

(ii) 承諾がある場合及び承諾があったとみなされる場合の効果

借地権設定者の承諾がある場合^{注13}、又は借地借家法第7条第2項により承諾があったとみなされる場合には、借地借家法第7条第1項により、承諾があった日又は建物が築造された日のいずれかの早い日から20年間借地権が存続することになる。借地法においては、延長される期間は、堅固建物は30年、非堅固建物は20年とされていたが、借地借家法においては建物の堅固、非堅固の区別はなく、一律に20年とされている。

かかる延長後の期間が満了した場合の取扱いについては議論がある。借地借家法第7条第1項による期間延長の法的性質を法定更新であると解し、かかる延長後の期間が満了した場合には、(既に一度更新していることになるため)10年間の更新とする見解と、かかる延長は法定更新ではなく、延長後の期間が満了した場合には初回の更新として20年間の更新とする見解がある(借地借家法第4条参照)^{注14}。

(iii) 承諾が得られなかった場合

承諾が得られなかったとしても、建替等を行うこと自体は可能であること及び期間満了により直ちに借地権が消滅する訳ではないという点については借地法において述べたことと同様である^{注15}。承諾が得られなかったとしても、借地権者は、当初の期間満了時に借地契約の更新の請求をすることができる(借地借家法第5条第1項)。もっとも、借地借家法においては、建物がある場合に限定して更新を認めていることに留意が必要である^{注16}。借地権設定者

注 9

稲本=澤野・前掲 52 頁〔澤野〕。

注 10

内田・前掲 56 頁。

注 11

稲本=澤野・前掲 52 頁〔澤野〕、田山ほか・前掲 44 頁〔田高〕。

注 12

建替等は、借地人が自ら行う必要があると解されている(稲本=澤野・前掲 48 頁〔澤野〕)。借地法においては、借地権の存続中に工事を完了する必要はないと解されていたが、借地借家法においては、借地権の存続期間が満了するまでに建物として一定程度完成している必要があるとする見解がある。この見解は、借地法第6条第1項においては、存続期間が満了しても土地の使用を継続していれば、借地契約の更新を受けることが可能とされていたが、借地借家法第5条第2項においては、存続期間満了後の土地の使用による借地契約の更新は、建物がある場合に限られていることを理由とする(水本ほか・前掲 28 頁〔明石=木村〕、稲本=澤野・前掲 48 頁〔澤野〕等)。

注 13

承諾は黙示でもよいと解されている。たとえば、借地権設定者が明らかに建替等の事実を知りながら異議を述べないような場合には借地借家法第7条第2項の通知がなくとも黙示の承諾が認められる可能性がある(寺田・前掲 44 頁)。

注 14

法定更新ではないと解する見解として、原田純孝「借地権の存続期間」ジュリスト 1006 号(1992 年)40 頁、水本ほか・前掲 29 頁〔明石=木村〕、田山ほか・前掲 45 頁〔田高〕等。法定更新であると解する見解として、稲本=澤野・前掲 49 頁〔澤野〕等。借地借家法の立案担当者は、同法第7条による借地権の存続期間の延長は更新とは異なると解している(寺田・前掲 47 頁)。

注 15

本誌 37 号(2017 年)80 頁以下参照。

注 16

土地の使用を継続することによる法定更新(借地借家法第5条第2項)の場合についても、建物がある場合に限り更新を認めている。

が異議を述べたとしても、正当事由が認められない限り、借地契約は初回の更新として更新後の期間を20年間として更新されることになる(同法第4条)。

借地契約が終了する場合に建物買取請求権を行使することができるかという点については、借地借家法においては、建物が借地権の存続期間が満了する前に借地権設定者の承諾を得ないで残存期間を超えて存続すべきものとして新たに築造されたものである場合においても建物買取請求権が行使できること、及びその場合における買取額は新建物の時価とするが、裁判所は借地権設定者の請求により、代金の全部又は一部の支払について相当の期限を許与することができることが明文で規定された(同法第13条第2項)。

③借地借家法第17条及び第18条との関係

借地借家法第18条第1項は、後述するとおり、契約更新後において借地権者が残存期間を超えて存続すべき建物を築造することに係る借地権設定者の承諾に代わる裁判所の許可について規定しているが、更新前の建替等についてはこれに対応する規定がない。そのため、更新前の建替等の場合には、建替等について裁判所に対して承諾に代わる許可を求めることができない。もっとも、借地契約に増改築禁止特約が付されている場合には、増改築の許可を裁判所に求め(同法第17条第2項)、当該裁判において契約期間を変更する余地は存するところである(同条第3項)。

(3) 借地契約更新後における建替等の取扱い (借地借家法第8条)

① 借地借家法第8条の概要

借地借家法第8条は、第1項において、借地契約更新^{注17}後に建物が滅失した場合には、借地権者は地上権の放棄又は土地の賃貸借の解約の申入れをすることができる旨を規定している。建物が滅失し、建物を使用することができない場合であっても借地権は消滅しないと解されているが、建替等を行わない期間についても借地権者は賃料を支払い続ける義務を負うことになるため、建物の建替等を断念する借地権者に契約関係の解消の途を認める趣旨の規定である^{注18}。

これに対し、同条第2項は、借地契約更新後に建物が滅失した場合において、借地権者が借地権設定者の承諾を得ないで残存期間を超えて存続すべき建物を築造したときは、借地権設定者は地上権の消滅の請求又は土地の賃貸借の解約の申入れをすることができる旨を規定している。

② 承諾の有無とその効果

(i) 承諾があった場合

建物の建替等について借地権設定者から承諾を得ることができた場合、借地借家法第8条第2項に基づく借地権設定者の消滅請求権又は解約権は発生しない。かかる場合における借地権の内容については明文の規定がないが、借地借家法第7条第1項を類推適用し、承諾のなされた日又は築造された日のいずれかの早い日から20年間存続すると解する見解がある^{注19}。

注 17

ここでいう「更新」とは、期間満了前の合意更新、期間満了時の合意更新、期間満了時における更新請求を行った場合の法定更新(同法第5条第1項)、期間満了後の使用継続における法定更新(同法第5条第2項)、さらに、同法第7条第1項に基づく期間延長(同法第7条第2項但書参照)が含まれると解されている(稲本=澤野・前掲56頁〔澤野〕)。

注 18

寺田・前掲47頁等。

注 19

幾代=広中・前掲844頁〔内田勝一〕、水本ほか・前掲31頁〔森泉章=田山輝明〕、田山ほか・前掲49頁〔鎌野邦樹〕等。

(ii) 承諾が得られなかった場合(承諾に代わる許可)

建物の建替等について借地権設定者から承諾を得ることができなかった場合、借地借家法第8条第2項に基づく借地権設定者の消滅請求権又は解約権が発生し、借地権者としては、地上権が消滅する又は土地の賃貸借契約が解約により終了するリスクを負担することとなる。

この点については、借地借家法第18条第1項が、借地権者は裁判所に対し借地権設定者の承諾に代わる許可の申立てを行うことができる旨を規定している。もっとも、かかる承諾に代わる許可については、新たに建物を築造することについて「やむを得ない事情」が認められなければならないとされている(同法第18条第1項)。借地借家法の適用される借地契約が更新されるのは基本的に平成34年8月1日以降であるため、かかる「やむを得ない事情」の要件の認定についての裁判所の運用は現時点では明らかではないところであるが、かかる要件を厳格に認定する場合には、契約更新後において、借地権設定者の承諾なくして建替等をする余地は大きく制限されることとなる^{注20}。

なお、かかる承諾に代わる許可を与える場合において、当事者間の利益の衡平を図るため必要があるときは、裁判所は、延長すべき借地権の期間を、同法第7条第1項に規定する20年以外の期間と定め、借地条件を変更し、財産上の給付を命じ、その他相当の処分をすることができる^{注21}とされている(第

18条第1項後段)。かかる規定との関係で、「やむを得ない事情」の要件の認定にあたり、裁判所が借地権者による金銭の給付をどの程度重視するかといった点も実務上大きな影響のある論点となるところである。

(iii) 承諾又は許可を得ることなく再築を行った場合

借地権者が借地権設定者の承諾又は裁判所の承諾に代わる許可を得ることなく建替等を行った場合には、借地借家法第8条第2項により借地権設定者は地上権の消滅の請求又は土地の賃貸借の解約の申入れをすることができる。そして、かかる請求又は申入れについては、正当事由は不要であると解されている^{注21}点に留意が必要である。同項による地上権の消滅の請求又は土地の賃貸借の解約の申入れがされた場合には、3ヶ月後に借地権は消滅することになる(同条第3項)。これは民法に規定されている期間(1年間)(民法第617条第1号、第618条)よりも短期間であることにも留意が必要である。

借地権が消滅する場合において建物買取請求権を行使することができるかという点については議論の存するところである^{注22}。

5. まとめ

(1) 借地法における建替等の取扱い

借地法においては、建替等について土地所有者が遅滞なく異議を述べなければ同法第7条により期

注 20

藤井俊二「借地権の存続期間」法律時報 64 巻 5 号(1992 年) 19 頁は、「やむを得ない事由」を要件とすることからして、更新後の再築は例外的なものであることが明らかであるとし、寺田・前掲 46 頁は、「やむを得ない事情」という要件は、契約更新後においては、借地権者が建物の再築を認められるのが、どちらかといえば例外的であることを示しているといえるであろうとする。また、正当事由と類似の概念であると解する見解として、田山ほか・前掲 107 頁(七戸克彦)等がある。

注 21

寺田・前掲 46 頁は、借地借家法第 18 条第 1 項の許可を求めないまま直ちに建物の建替等を行った場合には、原則として信頼関係を破壊している^{注22}と評価すべきであると述べている。

注 22

寺田・前掲 47 頁、幾代=広中・前掲 844 頁(内田)等は、建物買取請求権を否定する。これに対し、建物買取請求権を認めるべきである(借地借家法第 13 条の類推適用を根拠とする。)とする見解として、稲本=澤野・前掲 60 頁(澤野)等、不当利得返還請求を認めるべきであると解する見解として、田山ほか・前掲 50 頁(鎌野邦樹=田山輝明)がある。

間延長がなされる。仮に異議が述べられたとしても、建替等を行うこと自体は可能であり、同法第4条又は第6条による契約の更新の余地がある。そのため、借地権の存続は土地所有者が異議述べるかどうかという点及び正当事由が認められるかという点によることになる。更新拒絶について正当事由が認められる場合を限定的に捉えたとすれば、借地権者が建替等を行うことにより半永久的に土地を使用する余地を認めることになる^{注23}。

(2) 借地借家法における建替等の取扱い

借地借家法においては、借地契約の更新の前後により、借地権の保護のあり方が大きく異なる。

借地契約更新前については、建替等について借地権設定者の承諾があれば同法第7条第1項によ

り借地期間が延長され、承諾が得られない場合でも建替等を行うこと自体は可能であり、同法第5条による借地契約の更新の余地がある。この場合も、借地法の場合と同様に、借地権の存続は正当事由が認められるかという点によることになる。

これに対し、借地契約更新後については、借地権者が借地権設定者の承諾なくして建替等を行った場合には、借地借家法第8条第2項により、借地権設定者は地上権の消滅の請求又は土地の賃貸借の解約の申入れをすることができる。借地権者は同法第18条第1項により裁判所に借地権設定者の承諾に代わる許可を求めることができるが、当該許可の要件を厳格に捉える場合には、借地権者が借地権設定者の承諾なくして建替等を行う余地は大きく制限されることとなる^{注24}^{注25}。

注 23

片山・前掲 63 頁参照。

注 24

借地権者が建替等を行うことができない場合、建物が老朽化し、その使用が困難となった時点で、借地借家法第8条第1項により、借地権者が解約の申入れをすることが想定される。

注 25

大規模な地震により建物が滅失した場合の借地権の取扱いについて 2013 年 9 月 25 日より「大規模な災害の被災地における借地借家に関する特別措置法」(平成 25 年法律第 61 号)(以下「被災地借地借家法」という。)が施行されている。同法は、政令により指定された地区において、政令が指定する借地契約又は借家契約に係る特別措置が適用される旨を規定している(同法第2条第1項)。かかる政令が指定することができる借地に関する特別措置として、①借地権の目的である土地の上の建物が滅失した場合、かかる政令の施行の日から起算して1年を経過する日までの間は、借地権者は、地上権の放棄又は土地の賃貸借の解約の申入れをすることができる旨の借地契約の解約等の特別措置(同法第3条第1項)、②建物が滅失した場合には、かかる政令の施行の日から起算して6ヶ月を経過する日までは、借地権は対抗力を有し、かかる政令の施行の日から起算して3年間を経過するまでは、新たな建物が存在していなくとも、その建物を特定するために必要な事項及び建物を新たに築造する旨を掲示することにより対抗力を認める旨の借地権の対抗力の特別措置(同法第4条第1項及び第2項)、③建物が存在しない場合における賃借権の譲渡又は転賃の承諾に代わる許可の裁判を認める旨の特別措置(借地借家法第19条第1項における承諾に代わる許可の裁判は、借地権の目的である土地上に建物が存在することが前提とされているのに対し、当該特別措置は借地権の目的である土地上に建物が存在しない場合についても承諾に代わる許可の裁判を認めている。)(同法第5条第1項)、④被災地短期借地権(かかる政令の施行の日から起算して2年を経過する日までの間に、かかる政令により指定された地区に所在する土地について、存続期間を5年以下とし、かつ、契約の更新及び建物の築造による存続期間の延長がない借地権をいう。)の設定を認める特別措置(同法第7条第1項)がある。同法制定の背景については、岡山忠広編著『概説被災地借家法・改正被災マンション法』(金融財政事情研究会、2014年)3頁以下、同『一問一答 被災地借家法・改正被災マンション法』(商事法務、2014年)6頁以下参照。特例の概要については、田山ほか・前掲 340 頁以下〔小柳春一郎〕、山田誠一ほか「座談会 震災からの復興と被災関連二法」ジュリスト 1459 号(2013 年)12 頁以下、岡山忠広「被災関連二法の概要」ジュリスト 1459 号(2013 年)39 頁以下、吉政知広「被災地借地借家法における借地権に関する特例」ジュリスト 1459 号(2013 年)46 頁以下等参照。

さいとう まこと

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

いけだ なおき

2013 年慶應義塾大学法学部法律学科卒業、2015 年慶應義塾大学法科大学院修了、2016 年長島・大野・常松法律事務所入所。プロジェクト・ファイナンス、不動産流動化・証券化をはじめとするファイナンス分野のほか、コーポレート、訴訟等、多分野にわたりリーガルサービスを提供している。

投資法人の最新税務動向

第6回

インフラ投資法人



山本 恭司

EY 税理士法人
エグゼクティブディレクター
税理士



古川 英章

EY 税理士法人
エグゼクティブディレクター
税理士

今年3月の日本再生可能エネルギーインフラ投資法人の上場により、上場インフラ投資法人は3社になった。インフラ投資法人と不動産投資法人(Jリート)には同じ税法(租税特別措置法第67条の15など)が適用されるが、導管性要件の充足に関してインフラ投資法人には厳しい制約があるので、その点を中心に解説したい。

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. インフラ投資法人とは

投信法及びその関連法令に「インフラ投資法人」の記載はなく、投資信託協会の『インフラ投資信託及びインフラ投資法人に関する規則』第3条において定義されている。

インフラ投資法人	投資法人規約において、投資法人の資産の総額の2分の1を超える額を、インフラ資産等及びインフラ関連資産に対する投資として運用することを目的とする旨を規定している投資法人
インフラ資産	・再生可能エネルギー発電設備 ・公共施設等運営権 ・投資信託協会の自主規制委員会が指定する資産

インフラ資産等	A インフラ資産 B インフラ資産に伴う土地・建物、賃借権、地上権、地役権及び建設仮勘定 C A及びBの資産を信託する信託受益権 D A及びBの資産に投資する金銭信託の信託受益権 E 外国におけるA～Dの資産に類似するもの
インフラ関連資産	資産の2分の1超をインフラ資産等に対する投資として運用することを目的とするa～f a 非上場会社の株式等 b 匿名組合の出資持分 c 特定目的会社の優先出資証券 d 投資信託の受益証券 e 投資法人の投資証券 f 特定目的信託の受益証券 g 信託財産を主としてbの出資持分に投資する金銭信託の信託受益権 h 外国の法令に基づく権利及び外国で発行される証券でa～gの権利及び証券の性格を有するもの

なお、東京証券取引所における内国インフラファンドの上場の条件として「運用資産等の総額に占めるインフラ資産等の額の比率が70%以上となる見込みのあること」が求められている^{注1}。

2. 投信法上の特定資産であるインフラ資産

投信法で定める特定資産は次の12の資産であり、このうち第11号の再生可能エネルギー発電設備（以下「再エネ設備」と称することがある。）と第12号の公共施設等運営権が1で「インフラ資産」と呼ばれる資産に該当する。

特定資産（投信法施行令第3条）

- 第1号 有価証券^{注2}
- 第2号 デリバティブ取引に係る権利
- 第3号 不動産
- 第4号 不動産の賃借権
- 第5号 地上権
- 第6号 約束手形（第1号に掲げるものに該当するものを除く）
- 第7号 金銭債権（第1号、第2号、前号及び第10号に掲げるものに該当するものを除く）
- 第8号 当事者の一方が相手方の行う前各号、第11号又は第12号に掲げる資産の運用のために出資を行い、相手方がその出資された財産を主として当該資産に対する投資として運用し、当該運用から生ずる利益の分配を行うことを約す

る契約に係る出資の持分（第1号に掲げるものに該当するものを除く）

第9号 商品先物取引法に規定する商品

第10号 商品投資等取引に係る権利

第11号 電気事業者による再生可能エネルギー電気の調達に関する特別措置法第2条第3項に規定する再生可能エネルギー発電設備（第3号に掲げるものに該当するものを除く）

第12号 民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する法律第2条第7項に規定する公共施設等運営権

一般に「インフラストラクチャー」といえば、道路、港湾、鉄道、通信施設、上下水道などが挙げられるが、第3号の「不動産」は建物又は宅地建物取引業法第2条第1号に規定する宅地を指しており^{注3}、建物に伴う構築物ではない道路、橋梁、トンネル、ダム、電波塔などの施設は第3号には該当せず、他号の特定資産にも該当しないことから、投資法人が現物を保有して運用することはできないと解される。

3. 保有資産要件

保有資産要件は平成26年度税制改正により追加された投資法人の導管性要件^{注4}の一つであり、平成26年9月の投信法改正による第11号、第12号特定資産の追加に合わせて除外規定（次頁の判定式の分子における注書き）が設けられた。これは、再エネ設備（メガソーラーや風力発電など）や公共施設等運営権（コンセッション）などの特定資産が、いわ

注1
有価証券上場規程第1505条

注2
金融商品取引法第2条第1項に規定する有価証券又は同条第2項の規定により有価証券とみなされる権利をいう（投信法第2条第5項）

注3
投信法第3条第1号

注4
他の導管性要件の内容については、第5回（Vol.37のP84～P92）を参照のこと

ゆる導管性が認められる法人のメルクマールの一つであると考えられる「その運用する資産が一般の投資家が資産運用を行えるような種類の資産である」との要件に合致するとはいえないことによるものである^{注5}。

$$\frac{\text{期末時の特定資産(注)の帳簿価額の合計額}}{\text{期末時の総資産の帳簿価額の合計額}} > 50\%$$

(注) 第11号(再エネ設備)及び第12号(公共施設等運営権)の特定資産を除く。また、第1号特定資産(有価証券)に該当する商法上の匿名組合出資持分^{注6}及び第8号特定資産(第1号に該当しない匿名組合出資持分)にあっては、主として次の資産を運用する契約に係るものに限る。

- ・第1号特定資産(匿名組合出資持分を除く)
- ・第2号～第7号特定資産

この判定式は、期末時の再エネ設備の敷地(土地)の帳簿価額が再エネ設備の帳簿価額よりも大きい場合には充足できる可能性が高いが、国内のメガソーラーの運用事例を見ると、土地は保有せずに賃借するケースが多く、また土地を所有する場合であってもその比率は小さいため、達成は困難である。

そこで、この除外規定に関して、一定要件を満たせば判定式の分子に再エネ設備の帳簿価額を含めることができるという特例措置が設けられた。これは、再生可能エネルギーの導入促進といった政策的要請があることも踏まえ、時限を区切って認めることとされたものである^{注7}。

【判定式割合の計算例】

期末貸借対照表

流動資産	500	流動負債	100
固定資産		固定負債	4,800
機械及び装置(注1)	8,000	純資産	
土地(注2)	1,000	出資総額	5,000
投資有価証券(注3)	500	剰余金	100
資産合計	10,000	負債純資産合計	10,000

(注1) 再エネ設備(減価償却累計額は便宜上ネット表示した)

(注2) 再エネ設備の敷地

(注3) 再エネ設備を賃貸運用する匿名組合の出資持分

① 特例措置の適用がない場合

分子に含まれる特定資産は土地のみである

→ 判定式割合 = 10%

② 特例措置の適用がある場合

分子に再エネ設備と匿名組合出資持分も含める

→ 判定式割合 = 95%

4. 保有資産要件の特例措置

保有資産要件の特例措置 ^{注8}	
対象投資法人	次の要件を満たすもの イ) 投資口が金融商品取引所に上場されていること ロ) 投資法人規約に、再生可能エネルギー発電設備の運用の方法(その締結する匿名組合契約等の目的である事業に係る財産に含まれる再生可能エネルギー発電設備の運用の方法を含む。)が賃貸のみである旨の記載又は記録があること

注5

財務省「平成27年度税制改正の解説」P516

注6

同じ第1号特定資産(有価証券)である信託受益権については保有の制限はない。

注7

財務省「平成27年度税制改正の解説」P516。なお、今のところ第12号特定資産(公共施設等運営権)に対する特例措置はない。

注8

租税特別措置法施行令第39条の32の3第10号

初回取得 期限	対象投資法人が、平成31年3月31日 ^{注9} までに再エネ設備又は再エネ設備を運用する匿名組合出資持分を取得すること
特例措置 期間	対象投資法人が、最初に再エネ設備又は匿名組合出資持分を取得した日から取得した再エネ設備を最初に貸付けの用に供した日以後20年 ^{注10} を経過した日までの間に終了する各事業年度（特例措置を適用せずに保有資産要件の判定式割合が50%超となる事業年度を除く）
特例措置 の内容	保有資産要件の判定式割合の計算上、再エネ設備及び再エネ設備を運用する匿名組合出資持分の帳簿価額を分子に含める

ポイント1

私募によるインフラ投資法人の運用は不可能

インフラ投資法人は、土地等の比率を高めることによって特例措置の適用を不要としない限り、上場して再エネ設備を取得する必要がある。なお、上場前に再エネ設備等を取得した場合、それは「対象投資法人」が取得したものではないため特定措置期間は開始しないが、その後上場して平成31年3月31日までに新たに再エネ設備等を取得したときは、上場前の取得分についても特例措置の適用を受けることができる」と解される。

ポイント2

自ら再エネ設備により発電し、売電収入を得ることはできない。

特例措置の適用を受けるためには、規約に再生可能エネルギー発電設備の運用の方法が賃貸のみである旨を記載する必要がある。すなわち、再エネ設

備は第三者に賃貸し、賃貸収入を得る方法しか選べない。なお、規約に「賃貸のみ」と記載しながら自ら発電を行うと「規約違反」になる。

ポイント3

投資先の匿名組合も自ら発電することができない。

規約には、投資先である匿名組合が保有する再エネ設備の運用方法も賃貸のみである旨が記載されているため、匿名組合においても再エネ設備を賃貸する方法を取る必要がある。規約に匿名組合に関するカッコ書きを記載しなければ規約違反にはならないが、記載がなければ特例措置の適用もない^{注11}。

なお、再エネ設備を運用しない匿名組合（いわゆる「ダブルTKスキーム」における親SPCの匿名組合など）の出資持分を持つこと自体は特例措置の要件に抵触するものではないが、特例措置の対象にはならないので、その出資持分の帳簿価額は判定式の分子には含まれない。

ポイント4

20年経過後は、再エネ設備の帳簿価額を判定式の分子に含めることができなくなる。

「特例措置期間」における「20年」は、税制改正により当初の「10年」から延長されたものであるが、今のところそれ以上延長される見通しはない。したがって、何らかの方策を取らない限り、20年経過後は保有資産要件（導管性要件）を充足できずに通常課税されることになる^{注12}。

注 9

平成29年度税制改正により2年延長された。

注 10

平成28年度税制改正により「10年」から「20年」に延長された。

注 11

投資法人が現に匿名組合の出資者でない場合又はその締結する匿名組合において現に再エネ設備を運用していない場合にはカッコ書きは不要（財務省「平成28年度税制改正の解説」P514）

注 12

特例措置なしで判定式割合を50%超にするためには、減価償却を進めて再エネ設備の帳簿価額を下げる（相対的に土地の比率を高める）、匿名組合契約以外の方法によるソーラー発電会社への出資を行う（例えば特定目的会社の優先出資証券は第1号特定資産に該当する。ただし会社支配禁止要件を充足するため出資比率を50%未満にする必要がある）、新たな上場インフラ投資法人と吸収合併させる等の方法が考えられる。

ポイント5

20年経過前であっても、減価償却が進むと判定式を満たせなくなる可能性がある。

太陽光発電設備の法定耐用年数は17年であり、経済的耐用年数等の採用により耐用年数を若干延ばせたとしても、不動産投資法人と比べて減価償却は早く進むことになる。その結果、特例措置の適用期間中であっても、判定式の分子に加算できる再エネ設備の帳簿価額が小さくなり、判定式割合が50%に満たなくなる可能性がある^{注13}。

5. ファイナンス・リース問題

税法の要請によって再エネ設備の賃貸(リース)が必須とされたことに伴い、特に会計面においてファイナンス・リース問題が浮上した。

「ファイナンス・リース取引」とは、リース契約に基づくリース期間の中途において当該契約を解除することができないリース取引又はこれに準ずるリース取引(以下「ノンキャンセラブル要件」という。)で、借手が、当該契約に基づき使用する物件(以下「リース物件」という。)からもたらされる経済的利益を実質的に享受することができ、かつ、当該リース物件の使用に伴って生じるコストを実質的に負担することとなるリース取引(以下「フルペイアウト要件」という。)をいい^{注14}、動産に限らず建物や設備に関する賃貸借契約についても対象となる^{注15}。

太陽光発電設備の場合、その想定運用期間(=使用可能期間)が約20年間であることを踏まえると、

解約不能(ノンキャンセラブル)とされる賃貸借期間が20年の場合には、借手が資産をその資産における使用可能期間にわたって賃貸借契約を通じて使用することとなり、これをもって借手がフルペイアウト要件を満たすと判断されることから、当該賃貸借契約についてはファイナンス・リース取引と判定され、賃貸開始時において通常の売買取引に係る方法に準じて会計処理を行うことが求められる。

このノンキャンセラブル要件の判定については、「賃貸借期間」ではなく「解約不能(ノンキャンセラブル)期間」のリース料総額をもって判定することから、解約不能期間を短くすることによりこの要件を外すことは可能であると考えられる。しかし、不動産の賃貸と異なり、再エネ設備については一般的には借手が交代する可能性が低いと考えられるため、仮に解約不能期間がその物件の使用可能期間に比し相当短い場合であっても、会計上はその実質で判定される可能性があることは否定できない^{注16}。

なお、再エネ設備の賃貸がファイナンス・リース取引に該当した場合、貸手である投資法人における会計処理、特にP/Lに使用される勘定科目は、一般的な賃貸借契約で用いられる「賃料収入」と「減価償却費」ではなく、通常の売買取引を準用し、「売上高」と「売上原価」といった勘定科目が使用される。また、各期における利益の計算についてもファイナンス・リースについては利息相当額を、原則、利息法により賃貸借期間に渡って各期に配分することから、通常の賃貸借処理とは異なるため、影響が出ることが予想される。さらに貸手である投資法人では減価

注 13

50%以上を維持するためには、新たに資産を取得するか、または利益超過分配や借入金返済によって現預金残高を減らす必要がある。

注 14

企業会計基準第13号『リース取引に関する会計基準』第5項

注 15

なお、土地は使用可能期限がないので、原則ファイナンス・リース取引の対象外とされる。上場リートでは、オリックス不動産投資法人の所有物件の建物部分に対して所有権移転外ファイナンス・リース取引の実例がある。

注 16

税務の観点からは、基本的には契約上の解約不能期間においてフルペイアウト要件に該当しなければファイナンスリース(税務上のリース取引)には該当しないものと考えられる。

償却費が計上されないため、投資信託協会の規則に基づき、利益超過分配ができないことになる。

投資信託協会『インフラ投資信託及びインフラ投資法人に関する規則』

第43条 クローズド・エンド型の投資法人は、計算期間の末日に算定された減価償却累計額の合計額から前計算期間の末日に計上された減価償却累計額の合計額を控除した額の100分の60に相当する金額を限度として、税法上の出資等減少分配に該当する出資の払戻しを行うことができるものとする。

ただし、再生可能エネルギー発電設備に係る減価償却額の内、匿名組合から収受する配当金に当該減価償却額に相当する金額が含まれる場合には、減価償却額の100分の60に相当する金額に加えて、当該配当金額を限度として、税法上の出資等減少分配に該当する出資の払戻しを行うことができるものとする。

発生したときに、有形固定資産の除去に要する割引前の将来キャッシュフローを見積り、割引後の金額(割引価値)を負債として計上することが求められる^{注17}。再エネ設備に限らず、定期借地権付き建物などについても同様であるが、借地契約上、賃貸借期間が定められ、期間満了をもって更地にして返還する必要がある場合には、その設備や建物の解体工事費用は資産除去債務の対象となりえる。

一方で、税務上は債務確定基準により、その設備や建物が実際に解体されるまでは工事費用の損金算入が認められないことから、次の税会不一致が生じる可能性がある。

- ①割引現在価値を資産計上するため、会計上の取得価額が税務上の取得価額より大きくなる結果、減価償却超過が発生することがある
(借)機械及び装置 xxx (貸)資産除去債務 xxx
(借)減価償却費 xxx (貸)減価償却累計額 xxx
- ②借地期間満了までの間、時の経過による資産除去債務の調整額を利息費用として計上するが、税務上その損金算入は認められない
(借)利息費用 xxx (貸)資産除去債務 xxx

6. 資産除去債務

資産除去債務は、有形固定資産の取得、建設、開発又は通常の使用によって生じ、その有形固定資産の除去に関して法令又は契約で要求される法律上の義務及びそれに準ずるものをいい、資産除去債務が

なお、これらの税会不一致については、一時差異等調整引当額(ATA)の分配により、課税の回避が可能である。

注 17

企業会計基準第 18 号『資産除去債務に関する会計基準』第 3 項、第 6 項

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49回

のれんの会計処理



清水 毅

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



太田 英男

PwC あらた有限責任監査法人
パートナー
公認会計士



藪谷 峰

PwC あらた有限責任監査法人
ディレクター
公認会計士

はじめに

本連載は、不動産ファンドに係る国際財務報告基準(「IFRS」)の動向およびIFRSの基本的な考え方を解説することを目的として連載しています。今年に入ってから、「のれん」の減損を計上する企業が新聞やニュースで取り上げられることが多くなっています。今回は、IFRSおよび日本基準における「のれん」についても一度整理してみたいと思います。なお、文中意見に関する箇所については、筆者の個人的な見解です。

1. 「のれん」の計上

日本基準において、「のれん」は「取得原価としての支払対価総額と、被取得企業から受け入れた資産及び引き受けた負債に配分された純額との間」に生じる差額(企業結合に関する会計基準)としての概念であり、個別に識別して測定されません。

一方、IFRSにおいては、「のれん」を「企業結合で取得した、個別に識別されず独立して認識されない他の資産から生じる将来の経済的便益を表す資産」と定義した上で、移転した対価と取得した識別可能資産・負債および偶発負債の公正価値に対する取得企業の持分との差額として算定することになります。基本的には、日本基準と同じ「購入のれんアプローチ」により「のれん」を計上することになります。IFRSではこの他に、100%取得ではない企業結合において非支配持分全体を公正価値で測定する「全部のれんアプローチ」も認められています。

なお、被取得企業の取得原価が、取得した資産および引き受けた負債に配分された純額に満たない場合に貸方に発生する「負ののれん」については、IFRS および日本基準のいずれにおいても、発生時に利益として即時認識することになります。(以上: PwC「IFRSの基礎知識」より抜粋)

2. のれんの会計処理

「のれん」について、もう少し、具体的に会計処理をみてみます。

会計上、いわゆる「のれん」が計上されるのは、大きく次の3つに分けられます。

- 1) 会社(ファンド)が合併した時
- 2) 会社(ファンド)が他の会社から営業譲渡を受けた時
- 3) 会社(ファンド)が他の会社(ファンド)の株式を取得して子会社とした時

(＜設例1＞＜設例2＞＜設例3＞参照)

「設例」にあげた基本的な取引における「のれん」の計上は、日本基準もIFRSも同様の処理になります。

＜設例1＞合併の会計処理

- 不動産ファンドAは不動産ファンドBと合併した(ファンドAがファンドBを取得)。
- ファンドBの株主は、ファンドAの株式(公正価値=150)を合併により取得した。
- ファンドBの資産・負債の公正価値は土地=60、建物=60、その他の無形資産=10、負債=0であった。

(借方)		(貸方)	
土地	60	資本金	150
建物	60		
その他の無形資産	10		
のれん	20		

＜設例2＞営業譲渡の会計処理

- 不動産ファンドAは不動産ファンドBより不動産を含む事業を営業譲渡により150で譲り受けた。
- 当該営業譲渡に含まれる資産・負債の公正価値は土地=60、建物=60、その他の無形資産=10、負債=0であった。

(借方)		(貸方)	
土地	60	現金預金	150
建物	60		
その他の無形資産	10		
のれん	20		

＜設例3＞株式の取得

- 不動産ファンドAは不動産ファンドBの株式の100%を現金150で取得した。(注：J-REITでは現在不可能)
- 不動産ファンドBの資産・負債の公正価値は土地=60、建物=60、その他の無形資産=10、負債=0であった。

＜単体の会計処理＞

(借方)		(貸方)	
子会社株式	150	現金預金	150

＜連結上の振替処理＞

(借方)		(貸方)	
土地	60	子会社株式	150
建物	60		
その他の無形資産	10		
のれん	20		

3. 不動産における事業の取得と資産の取得

IFRSにおいて、不動産を資産として取得した場合、当該取引は付随費用を含む取得原価で認識され、「のれん」および「その他の無形資産」が計上されることはありません。一方、ファンドや会社が、不動産を含む事業を取得した場合や、不動産を運用している他のファンドをファンドごと取得する場合、通常当該取得は、「事業の取得」とみなされ、取得した資産・負債は公正価値で計上され、前述したように「のれん」が計上されることになります(<設例4><設例5>参照)。

<設例4>固定資産の取得の会計処理

- 不動産ファンドAは不動産ファンドBより不動産(土地・建物)を120で取得した。
- 不動産の公正価値は土地=60、建物=60であった

(借方)		(貸方)	
土地	60	現金預金	120
建物	60		

<設例5>事業の取得の会計処理

- 不動産ファンドAは他社より不動産を含む事業を150で取得した。
- 当該事業に含まれる不動産の公正価値は土地=60、建物=60、その他の無形資産=10であった。

(借方)		(貸方)	
土地	60	現金預金	150
建物	60		
その他の無形資産	10		
のれん	20		

4. のれんの償却

日本基準において、「正ののれん」は20年以内のその効果の及ぶ期間にわたって、定額法その他の合理的な方法により規則的に償却されることとされています。当該「のれん」の償却に関する取り扱いは、企業結合の成果たる収益と、その対価の一部を構成する投資消去差額の償却という費用の対応が可能になり、また「のれん」は投資原価の一部であることから、「のれん」を規則的に償却する方法は、投資原価を超えて回収された超過額を企業にとっての利益とみる考え方とも首尾一貫していると考えられています。加えて減損の兆候がある場合には、減損損失の認識の検討を行うことが要求されています(<設例6>参照)。

これに対し IFRSでは、「正ののれん」は償却せず、減損の兆候の有無にかかわらず少なくとも年に一度は減損の検討を行うことが要求されています(<設例7>参照)。

<設例6>のれんの償却ー日本基準

- <設例5において>
- 不動産ファンドAは計上した「のれん」について、その効果の及ぶ期間を10年と見積もり、償却を計上した。
- なお、当期末において、当該事業に関して減損の兆候は見られなかった。

(借方)		(貸方)	
のれん償却費	2	のれん	2

＜設例7＞ののれんの減損

- ＜設例5おいて＞
- 期末において、不動産ファンドAは、取得した事業の公正価値を140と見積もった
- 当期末において、各資産の簿価は、土地＝60、建物＝58、その他無形資産＝9、であった。
- ファンドAは期末に「のれん」の減損損失を計上することになった。

IFRSを適用すると計上された「のれん」について、「償却しなくてよい」＝「将来損益の負担がない」と誤解している方も多いように思えます。IFRSを適用すると、購入した事業について、每期公正価値を見積もり、当該事業の取得価額と公正価値を比較し、前者が後者を下回る場合、「のれん」の減損損失を計上する必要があることに留意が必要です。

(借方)		(貸方)	
のれん減損損失	7	のれん	7

しみず たけし

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

おおた ひでお

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

やぶたに たかし

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

第12回

ARES マスターコンベンション開催報告

当協会は、毎年、マスターコンベンション（資格者大会）を開催し、多くのマスターが一堂に会する機会を設けています。本年は7月10日（月）に帝国ホテル東京におきまして、平成18年より数えて12回目となるARESマスターコンベンションを開催いたしました。当日は千名以上の方が来場され、ネットワーキングや情報交換の場となりました。ご来賓の挨拶の内容や講演録などについては次号に掲載予定です。

日 時：平成29年7月10日（月）16時30分より

会 場：帝国ホテル 東京



【プログラム】

■セレモニー・講演（孔雀東西の間 16:30～）

■ 主催者挨拶

岩沙 弘道（フェロー） 一般社団法人不動産証券化協会 会長
三井不動産株式会社 代表取締役会長

■ 来賓挨拶

中島 淳一氏 金融庁
総務企画局 審議官

海堀 安喜氏 国土交通省
建設流通政策審議官

■ フェロー授与式

米澤 康博氏
早稲田大学大学院 経営管理研究科 教授
一般社団法人不動産証券化協会 投資家小員会 委員長



※お肩書きは7月10日時点のものです。

■ 表 彰

● 平成 28 年度マスター養成講座成績優秀者

佐伯 俊輔氏 (A1700298)	井上 克彦氏 (M1707574)
佐久間 誠氏 (M1707182)	篠原 誠氏 (M1707353)
高田 順氏 (M1707474)	今村 浩之氏 (A1700302)
吉田 傑氏 (A1700312)	細田 望美氏 (M1707450)
富山 裕章氏 (M1707508)	吉岡 淳氏 (M1707199)
上田 裕展氏 (M1707364)	駒井 義仁氏 (M1707670)



● 平成 28 年度継続教育ポイント取得上位者

飯島 中夫氏 (M0902413)
吉松 晃士氏 (M0600193)
齊藤 洋一郎氏 (M0902724)
山方 俊彦氏 (M1506272)



■ 講 演

ガバナンスをめぐる最近の動向と不動産の証券化

牛島 信氏 (フェロー)

牛島総合法律事務所 代表弁護士



■ ネットワーキングパーティー (富士の間 立食形式 18:10 ~)

■ 乾 杯

田邊 信之氏 (フェロー)

宮城大学 事業構想学群 教授

一般社団法人不動産証券化協会 教育・資格制度委員長

(会食、歓談)



■ 閉 会 (19:10)

ARESマスターフォーラム 実施報告

平成 29 年度第 1 回目のマスターフォーラムを 6 月 28 日（水）に開催いたしました。勉強会の講師には株式会社タスの藤井 和之氏にお越しいただき、さまざまな指標を用いて東京を中心に賃貸住宅市場を中心にこれまでの考察とこれからについてお話をいただきました。

● 開催概要

日 時 平成 29 年 6 月 28 日（水） 17：30 ～ 19：30

テーマ 賃貸住宅市場が直面する市場の変化と東京圏の賃貸住宅市場の現況

講 師 株式会社 タス 新規事業開発部長 藤井 和之氏



不動産投資運用業のコンプライアンス研修 開催報告

応用編第 1 回 不動産運用業者・助言業者における「フィデューシャリー・デューティー」と「顧客本位原則」への対応

● 開催概要

日 時 平成 29 年 6 月 8 日 10：00 ～ 12：00

会 場 都市センターホテル 3 階「コスモスホール I」

講 師 長島・大野・常松法律事務所 弁護士 梅澤 拓 氏

受講料 10,000 円（税込、資料代込）

会員情報

入会

第95回理事会（平成29年7月14日開催）において、次の通り入会が承認されました。

敬称略

<正会員> ※賛助会員からの種別変更

- ヘルスケアアセットマネジメント株式会社
代表者：代表取締役社長
吉岡 靖二
所在地：東京都千代田区神田小川町 3-3



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>

- | | |
|--|--|
| ●三井住友信託銀行株式会社
取締役社長
橋本 勝
平成29年4月1日付 | ●大和証券株式会社
代表取締役社長
中田 誠司
平成29年5月31日付 |
| ●野村證券株式会社
代表取締役社長
森田 敏夫
平成29年5月31日付 | ●野村不動産株式会社
代表取締役会長
沓掛 英二
平成29年5月31日付 |
| ●三井住友信託トラスト・ホールディングス株式会社
代表取締役社長
大久保 哲夫
平成29年5月31日付 | ●三菱地所株式会社
取締役会長
杉山 博孝
平成29年5月31日付 |
| ●近鉄不動産株式会社
代表取締役社長
善本 烈
平成29年6月22日付 | ●安田不動産投資顧問株式会社
代表取締役社長
須藤 知明
平成29年6月23日付 |
| ●株式会社イデラ キャピタルマネジメント
代表取締役社長兼CEO
山田 卓也
平成29年7月1日付 | ●東急アセットマネジメント株式会社
代表取締役執行役員社長
森 英樹
平成29年7月1日付 |

<賛助会員>

- | | |
|---|--|
| ●MCUBS Mid City株式会社
代表取締役社長
渡邊 豊太
平成29年6月1日付 | ●東京キャピタルマネジメント株式会社
代表取締役社長
曾我 彰彦
平成29年6月5日付 |
| ●大和不動産鑑定株式会社
代表取締役
渡邊 茂雄
平成29年6月8日付 | ●森トラスト・アセットマネジメント株式会社
代表取締役社長
八木 政幸
平成29年6月23日付 |
| ●株式会社イー・アール・エス
代表取締役社長
古澤 靖彦
平成29年6月26日付 | ●株式会社シンプレクス・リート・パートナーズ
代表取締役
橋本 幸治
平成29年6月28日付 |
| ●関電不動産開発株式会社
代表取締役社長
勝田 達規
平成29年6月29日付 | ●森トラスト・ホテルアセットマネジメント株式会社
代表取締役社長
坂本 周
平成29年6月29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 6 月～ 7 月

6 月 7 日	第 75 回市場動向委員会 第 90 回税務・会計委員会
6 月 8 日	平成 29 年度第 1 回不動産投資運用業のコンプライアンス研修～応用編
6 月 9 日	第 79 回制度委員会
6 月 15 日	第 31 回 J リート実務委員会
6 月 19 日	J リート普及全国キャラバン (岩国市)
6 月 20 日	J リート普及全国キャラバン (大和郡山市)
6 月 22 日	第 76 回企画委員会正副委員長会議
6 月 27 日	第 45 回企画委員会
6 月 28 日	第 91 回税務・会計委員会 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」(福岡) 平成 29 年度第 1 回 ARES マスターフォーラム
6 月 29 日	第 80 回制度委員会
6 月 30 日	第 87 回運営委員会
7 月 7 日	J リート普及全国キャラバン (大阪淀屋橋)
7 月 10 日	第 12 回 ARES マスターコンベンション
7 月 11 日	J リート普及全国キャラバン (札幌市) 会員限定研修会「拡大する J リート市場と投資家との対話」
7 月 12 日	第 9 回広報推進委員会
7 月 13 日	J リート実務委員会第 1 回 IR 部門分科会 J リート実務委員会第 1 回総務人事部門分科会
7 月 14 日	第 95 回理事会
7 月 19 日	J リート実務委員会 第 1 回コンプライアンス部門分科会
7 月 20 日	J リート実務委員会第 1 回投資運用部門分科会
7 月 21 日	J リート実務委員会第 1 回リスク管理部門分科会
7 月 25 日	第 96 回市場整備委員会
7 月 28 日	平成 28 年度第 1 回不動産投資運用業のコンプライアンス研修～基礎・体系編

第12回

『会員対象 不動産私募ファンド実態調査』 (2016年12月) 結果を公表しました

一般社団法人不動産証券化協会（会長：岩沙弘道 三井不動産㈱代表取締役会長）は、当協会会員を対象に不動産私募ファンドの運用状況に関するアンケート調査を実施しました。

【調査概要】

国内不動産私募ファンド市場の実態把握を目的として、当協会正会員および賛助会員を対象に2005年より毎年実施

調査基準日：2016年12月末

調査時期：2017年1月～2月

回答社数：61社（不動産私募ファンドを運用する会員に限る）

調査方法：Eメールによる調査票の送付・回収

調査結果のポイント

◆ 市場規模

当協会の会員が運用する不動産私募ファンド（私募REIT含む）の資産額およびファンド数は、リーマン・ショック後（2009年以降）、概ね横ばいで推移し、2016年12月末時点において資産額は10兆9千億円、ファンド数は653ファンドとなった。物件数は、リーマン・ショック後、2014年まで一貫して低下した後、2015年から上昇に転じ、2016年には1,983物件となった。

◆ 運用戦略

インカムリターン重視のコアファンドの割合が75%以上となった（資産額ベース）。

※コアファンドの割合（資産額ベース）：2014年63% → 2015年72% → 2016年75%

◆ 保有物件の用途

伝統的な3用途（オフィス、住宅、商業施設）以外の比率（物流施設、ホテル、ヘルスケア及びその他の合計）の増加が継続した（保有物件の用途の多様化が進展）。

※伝統的な3用途以外の比率（資産額ベース）：2014年20% → 2015年23% → 2016年26%

◆ 有利子負債比率（LTV）

レバレッジの低下傾向が継続した。

※LTV50%未満のファンド：2008年11% → 2016年43%

第12回『会員対象 不動産私募ファンド実態調査』調査項目一覧

1. 概況	6. 保有物件の用途	11. 終了ファンド
2. 予定運用期間	7. 保有物件の所在地	12. その他最近の動向
3. 物件組入れ方針	8. 保有物件の形態	13. 資金調達環境動向指数
4. 運用戦略	9. 有利子負債比率	
5. スキーム	10. 新規組成ファンド	

■ 「第12回『会員対象 不動産私募ファンド実態調査』（2016年12月）結果（会員限定版）」は、協会ホームページ <http://www.ares.or.jp/investigation/action/index.html> からご覧ください。

調査結果の詳細（全体版）は、ARES会員のみの開示となりますのでご了承ください。

■ 編集後記

ASEAN 創設 50 年やアジア通貨危機から 20 年という節目の今年、アジアの発展を振り返り課題を考える機会が多くありました。今後も日本と ASEAN 諸国の経済的な結びつきは一層強まり、ARES 会員社の進出も活発化するものと思います。今号の特集では、会員社の ASEAN でのプロジェクト紹介や、法制的解説などから、ASEAN 不動産事業の可能性を探ってみました。是非ご覧ください。
(七沢)

■ マスター資格制度に関するお問い合わせ

マスター資格制度事務局

TEL：050-3816-3695

受付時間：10:00～17:30（土・日・祝日を除く）

ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.38 平成 29 年 8 月 1 日発行

編集発行 一般社団法人不動産証券化協会

〒107-0052

東京都港区赤坂 1 丁目 1 番地 14 号 野村不動産溜池ビル 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