

不動産証券化ジャーナル

共に市場を創る

- ・ 座談会 オフィス市場の分析と課題
- ・ 新連載 私募リート profile



原の辻遺跡（荏岐市）



朝鮮国信使絵巻（対馬市）



三井楽～みみらくのしま（五島市）



日島の石塔群（新上五島町）

国境の島 荏岐・対馬・五島 ～古代からの架け橋～

（長崎県＜荏岐市、対馬市、五島市、新上五島町＞）

日本本土と大陸の中間に位置することから、長崎県の島は、古代よりこれらを結ぶ海上交通の要衝であり、交易・交流の拠点であった。特に朝鮮との関わりは深く、荏岐は弥生時代、海上交易で王都を築き、対馬は中世以降、朝鮮との貿易と外交実務を独占し、中継貿易の拠点や迎賓地として栄えた。その後、中継地の役割は希薄になったが、古代住居跡や城跡、庭園等は当時の興隆を物語り、焼酎や麺類等の特産品、民俗行事等にも交流の痕跡が窺える。国境の島ならではの融和と衝突を繰り返しながらも、連綿と交流が続くこれらの島は、国と国、民と民の深い絆が感じられる稀有な地域である。

はる つじいせき

原の辻遺跡（左上）：弥生時代の環濠集落跡で、『魏志倭人伝』に記された一支国の王都。弥生時代、海外交易の拠点として大いに栄えた。

ちょうせんこくしんしえまき

朝鮮国信使絵巻（右上）：朝鮮通信使の行列の様子を色彩豊かに描いており、当時の姿を彷彿とさせる。

みみらくのしま

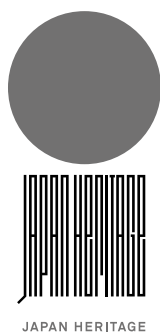
三井楽（左下）：五島市三井楽町の海岸域及び海域。日本最西端である五島は、遣唐使船の最終寄港地であるとともに、「亡き人に逢える島」「異国との境界にある島」ともいわれている。

ひのしま せきとうぐん

日島の石塔群（右下）：40基以上の墓碑・墓石がある中世古墓群。大陸との交易品を若狭湾に運び、帰りの船にバラストとして日引石の石塔を持ち帰ったともいわれ、海上交易の拠点だったと考えられている。

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

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



「日本遺産」ロゴマークについて

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

雑感



木村 恵司

三菱地所株式会社
特別顧問
(不動産証券化協会フェロー)

1990年代後半から2000年代にかけ、「グローバル化」、「情報化」、「技術革新」が進み、大きなパラダイムシフトがあると言われてきた。今、世界をヒト、モノ、カネ、情報、企業が行き交い、ネット化の流れもあって政治、経済、社会が大きく変容している状況であろう。その量的、質的变化のみならず、その変化のスピードは際立っている感がする。

経済的取引は国、地域という概念を離れ、世界中がターゲットとなり、その拡大、発展につながっている。この流れにうまく乗った人達は多くの顧客を持つことができ、その売上額はこれまでに想像できない額に達しており、その利益も莫大である。

一方、以前からの価値観でいる人達は、時に後手にまわり市場から追い出される。ある意味、競争に負けて敗者となる。ある学者が唱える格差の遠因となっている。

国家レベルでも、ヒト、モノ、カネ、情報という資源を投入して、多くの国々を自国の経済的枠組みに入れようという動きも顕著になりつつある。

そして、一般社会も大きく変容している。あるサプライヤーは社会のニーズに合う商品を瞬時に提供するし、そのニーズを顕在化させる商品を世界中から集めることもできる。消費者はこれまで実店舗で購入することが常であったが、ネット店舗、ネット通販のみで買い物をすることもでき、その行動は多様化、複雑化している。我々の生活はより便利になったというべきであろうが・・・。

半面、スマホに代表されるネット社会によって、人間は自分の世界のみでも生きていける状況になる。ネットを通じてのゲーム、漫画等々は自分の世界をつくり上げ、他人との交流は少なく、人の気持ち、立場を考えることもなく、強圧的に自己主張を繰り返す。時には、暴力沙汰もおこす。今話題になっている車のドライバー同士のトラブルは、これが一つの要因であろう。

またサイトを利用した犯罪もここ数年急増している。本来サイトでの交流は仮の姿である筈だが、顔も知らない、声も知らない人同士が真の交際をしているような錯覚に陥る。それが後になって犯罪者のターゲットとなって、被害者となる。更に、グローバル化での大きな問題は、日常化したサイバーテロであり、国際連携した犯罪組織、テロ集団の動きも脅威である。

20年前に言われたパラダイムシフトが現実となっている。それも大変なスピードで！我々もその恩恵も受けているし、世の中様々な意味で便利になってきた。しかし、そろそろ立ち止まって考える時なのかもしれない。「グローバル化」「情報化」「技術革新」。功罪をそれぞれ抱えている。こうしたことが、このまま続けば15～20～30年後の社会はどうなっているのか。或いは将来どのような社会にしたいのか。その際には、「グローバル化」を含めた三要素をどのように駆使したら良いのか？問題を単に短期的視点から議論するのではなく、世界、日本は例えば2040年にはどうあるべきかを推し量り、その上で今何をするのか、今何を考えるのかを議論することが肝要であろう。

不動産証券化ジャーナル

共に市場を創る

CONTENTS

Special

巻頭言	雑 感	3
	木村 恵司	三菱地所株式会社 特別顧問（不動産証券化協会フェロー）

座談会	6
-----	---

オフィス市場の分析と課題

～カクテルアプローチによる多角的な見方と人材育成の重要性～

坂本 雅昭	株式会社三井住友トラスト基礎研究所 投資調査第2部長
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
吉野 薫	一般財団法人日本不動産研究所 研究部 不動産エコノミスト
進行役	
清水 千弘	日本大学スポーツ科学部 教授

新連載	17
-----	----

私募リート profile

01	野村不動産プライベート投資法人	18
02	日本オープンエンド不動産投資法人	19
03	三井不動産プライベートリート投資法人	20
04	ジャパン・プライベート・リート投資法人	21

NEWS	22
------	----

RICS-JREI-ARES 共催セミナー開催報告

AI（人工知能）とビッグデータ

～不動産取引・開発・投資への活用可能性

NEWS	24
------	----

ARES・東証共催

個人投資家のためのJリートフェア 2017 開催報告

進取果敢	26
------	----

米国 REITの進化と J-REIT成長への示唆

角谷 仁之	ペーカー&マッケンジー法律事務所（外国法共同事業）パートナー 弁護士（不動産証券化協会フェロー）
-------	---

Market

東京中型オフィス売買市場	28
--------------	----

新規供給は限定的、投資家の関心高まる

本田 あす香	CBREリサーチ アソシエイトディレクター
--------	-----------------------

日本列島不動産鑑定士便り	33
--------------	----

第4回 私はどうなるAI社会

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

Business Trend

2017年GRESB評価	37
--------------	----

～不動産・インフラにおけるESG投資の進展と課題～

堀江 隆一	CSRデザイン環境投資顧問株式会社 代表取締役社長
高木 智子	CSRデザイン環境投資顧問株式会社 マネージング・コンサルタント
田邊 佳人	CSRデザイン環境投資顧問株式会社 コンサルタント

インフラ・PPP 投資市場の幕明け 48

第18回 道路事業の民営化とコンセッション方式④ ～米国の道路事業における民間運営(下)～

福島 隆則 株式会社三井住友トラスト基礎研究所 投資調査第1部 主席研究員

Practical Study & Research 54

第20回 店舗出退店の実態と商業施設を取り巻くマクロ要因 ～ 来たるべきパラダイムシフトに備えて ～

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
山田 賢一 株式会社ザイマックス不動産総合研究所 マネジャー

Column

岡野先生の不動産歴史探訪 28 66

公図の始まり

岡野 淳 青山リアルティ・アドバイザーズ株式会社 顧問

Law, Accounting & Tax

2017年不動産特定共同事業法改正に伴う省令の改正 68
～プロ向け事業の規制緩和、小規模不動産特定共同事業の創設など～

山中 淳二 長島・大野・常松法律事務所 弁護士

住宅宿泊事業法(いわゆる民泊新法)の政省令について 74

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

投資法人の最新税務動向 86

第8回 圧縮記帳(2)

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

不動産ファンドに関する国際財務報告基準 92

第51回 リース会計基準(IFRS第16号)の影響 米国及び日本基準との比較

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

ARESマスターフォーラム 開催報告 102

不動産投資運用業のコンプライアンス研修 開催報告 102

不動産証券化協会認定マスター養成講座コース1修了試験結果 103

2018年度不動産証券化協会認定マスター養成講座実施のご案内 104

Essay

ニューヨークとその近郊から⑧ 105

我が家の働き方改革
諸般の事情により該当記事を削除しました
岩瀬 正典

ARES Information

..... 108



座談会

オフィス市場の分析と課題

～カクテルアプローチによる多角的な見方と 人材育成の重要性～

座談会データ

日時：2017年10月10日

場所：不動産証券化協会 会議室

出席者

坂本 雅昭氏

株式会社三井住友トラスト基礎研究所
投資調査第2部長

中山 善夫氏

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

吉野 薫氏

一般財団法人日本不動産研究所
研究部 不動産エコノミスト

進行役

清水 千弘氏

日本大学スポーツ科学部
教授

4象限のモデル

清水 本日は、私と古くから懇意にしている皆さんと昨年立ち上げた勉強会「商業不動産市場分析研究会」の一部のメンバーに集まっていただきました。本勉強会は、不動産アナリストや研究者がそれぞれ独自のインデックスやデータを持ち寄り、共に分析し意見を交わすというものです。若手育成も意識した研究会で3ヶ月毎に集まっています。

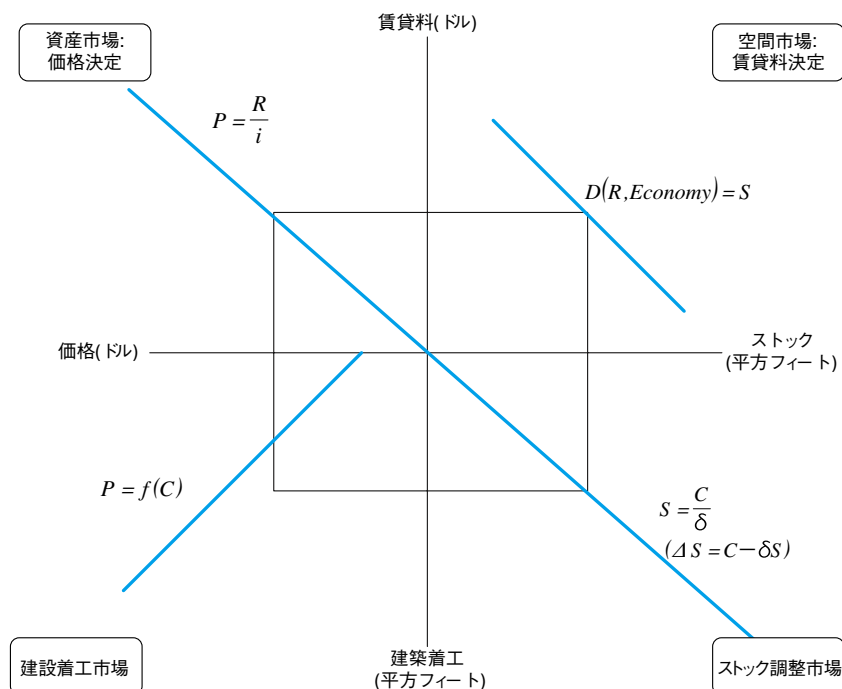
そもそものきっかけは、今では親友であるマサチューセッツ工科大学不動産研究センターの David Geltner 教授と一緒に、国連・国際通貨基金 (IMF)・OECD・世界銀行がリードして作成している国際商業不動産価格指数のガイドラインを作成していく中で、彼と喧々囂々の議論をしたのですが、その中で、商業不動産市場は様々な角度から見えていかないと解明できないということを学んだのが始まりでした。

そして本勉強会では、同じくマサチューセッツ工科大学の教授だった William Wheaton 氏がかつ

て教科書の中で整理した4象限のモデルという、不動産市場のダイナミクスを4つの象限に分割して説明するモデルに基づいて、市場を分析しています（下図参照）。

第1象限は「空間市場」といいます。ここでは、一般的な財・サービスと同様に、需要と供給によって「価格」ではなく「家賃（賃貸料）」が決定されることになります。価格が高くなれば需要は低下し、価格が下落すれば需要が増加するために、その需要曲線は右下がりとなります。一方、供給曲線は需要と反対に右上がりになるわけですが、不動産はその生産に時間がかかるために、ある時点では供給が硬直的になります。つまり、垂直になるのです。そうすると家賃は需要の大きさだけで決定されるわけです。

第1象限で「家賃」が決定されると、第2象限に移ります。第2象限は「資産市場」であり、そこでは資産「価格」が決定されます。資産価格は家賃が高い不動産ほど高くなりますが、家賃（ R ）の水準に比例して、単純に価格（ P ）が決定されるわけではありません。資産の価格は、経済学では将来収益、つまり家賃の割引現在価値によって決定され



Source: Denise Dipasquale, William Wheaton (1996), "Urban Economics and Real Estate Markets"

と考えます。それは不動産だけでなく株などすべての資産にも当てはまる考え方です。そうすると、現在価値に割り戻していく割引率(i)に強い影響を受けるのです。つまり家賃が横ばいや下がったとしても、価格は上昇する可能性があるのです。

第2象限で資産価格が決定されると、第3象限の「建築着工市場」へと移っていきます。不動産を建てるかどうかという意思決定は、経済価値が高いほどに建築したいと考える人が多くなるわけですが、建築費(C)との兼ね合いで最終的に決定します。高い収益が得られることが分かったとしても、建築費が高ければ手元に残る利益は小さくなってしまうために、その建築を控えてしまいます。つまり建築着工市場は、資産価格と建築費の関数によって決定されると考えているのです。

最後に第4象限です。第4象限は「ストック調整市場」と呼ばれます。第3象限の建築着工市場で新しい不動産が建築されると、その建築された分が新しいストックの増加につながります。しかし建て替えなどの場合には、古い建物が取り壊され他の用途に転換されても、当該市場のストックは減少することになります。つまり第3象限で決定された建築着工量と減失した量との差分によって、新しいストック量が決まってくるのです。

このように決定された新しいストック量が、第1象限に戻り、そのストック量と次の需要量に応じて

新しい家賃が決定されるという循環を持っていると考えられています。

それでは、このような4つの視点から、本日は東京のオフィス市場にフォーカスして皆さんと考えてみたいと思います。

第1象限：空間市場



中山 善夫氏

PROFILE

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。

清水 最近の東京の新規と既存を合わせたオフィスビルの空室率は3%台と低い状態ですが、賃料は頭打ちで改善していません。他方で不動産価格は上昇しています。海外資金の流入や、期待成長率の上昇がキャップレートを大きく押し下げていることが要因として考えられますが、まずは中山さんに足元の状況をお話いただき議論を進めたいと思います。

中山 ザイマックス総研では、四半期毎に「オフィスマーケットレポート」で東京のスペースマーケットの状況を公表しています。オフィス市場は需要と供給で決ま

り、そのギャップが空室率で表されますが、2012年第2四半期の9.27%をピークに現在まで一貫して空室率は低下しており、直近では3%台前半まで落ちています。また、空室の増加と減少の量的な比較(空室増減量)を見ても減少の方が継続して上回っていますが、足元の2017年3四半期ではその差は

3割近くに拡大するなど、需要が強いことがわかります。また空室が減るスピード（空室消化率）は右肩上がりで推移しており、空室の在庫が順調に消化されていることもわかります。空室が減少し続けるとマーケットがタイトになり、賃料が上昇し始めることになります。新規成約賃料インデックスを見ると、2008年第2四半期がピークで、その後金融危機で下落し、2012年第2四半期でボトムをつけた後は緩やかな上昇傾向を続けています。「成約賃料DI」はオフィス成約賃料の上昇と下落のトレンドを表す指標ですが、足元で弱含みだったのが少し盛り返して引き続きプラスです。オフィスビル全体で見たときの収益である支払賃料も引き続きプラス。フリーレントは慣行的に一定程度あるものの徐々に少なくなっています。空室も賃料も引き続き概ねよい状況が続いていると言えます。

清水 第1象限の需給関係から成り立つオフィス市場はきわめて強い状況ということですね。吉野さん、坂本さんからもお願いします。

吉野 オフィスは底堅い状況が続いています

が、賃料上昇は力強いとは言えません。特に2008年の金融危機前のように賃料が力強く上昇するような状況には至っていませんが、しかし床は順調に埋まっており、モメンタムは失われていないと思います。日本経済が悪くない状況が続く中、特に企業部門の活動が活発で、設備投資の動きも失われて

いない。各種経済指標を見ても、近い将来設備投資意欲が減退するという状況にはなっていません。こうした状況であれば実需が牽引する形で床が埋まると考えられ、実体経済と不動産市場の需給環境が整合的であるといえます。

坂本 供給が多いと言われますが、取り壊しも含めたストックは近年それほど増えてはいません。加えて労働市場が2012年以降に大きく変わり、女性や高齢者の労働参加が進むようになり、需要の

安定成長に繋がっています。これは一時的な現象ではなく構造変化と言っても良い。各研究機関ともに2012年以降の空室率の低下は予想していましたが、労働市場の変化によってここまで空室率が低下するとは予想していなかったのではないのでしょうか。賃料の上昇ペースがかなり緩やかな点が今回の市況回復局面の特徴ですが、就業者数が増加しているのに経済成長率が低い状況というのは、マクロ的にみて企業に賃料負担力がないと見ることもできます。またミクロに見ると、床需要は増えていても増床の方法は積極的な増床

移転ではなく館内増床が主流です。このような状況では賃料は上がり難い。そうは言っても、需要は安定的に成長しているので、緩やかではありますが比較的長い賃料上昇期になっていると思います。

清水 この研究会のキーワードに「カクテルアプ



坂本 雅昭氏

PROFILE

さかもと まさあき

都市計画コンサルタント会社を経て、(株)住信基礎研究所（現(株)三井住友トラスト基礎研究所）に入社。産業活性化、低未利用地の利用促進、まちづくり等、公的な調査業務に従事した後、不動産市場に関する調査・分析業務に従事。主に不動産投資ファンド運用会社やデベロッパー等の委託による都市・エリアの不動産投資ポテンシャル評価、オフィス市場の動向分析・市場予測等を担当。

ローチ」がありますが、これはマサチューセッツ工科大学の David Geltner 教授との議論の中で出てきた言葉です。オフィス市場という一つの側面を見るにも単体の指標ではわからない、新規賃料の指標はどうか、継続賃料はどうか、フリーレント期間はどうか等、複数の側面からカクテルのように市場を表現するというものです。今の市場はカクテルアプローチからも非常に強いことがわかります。ただ市況は良いとしつつも金融危機前の水準には戻っていない。当時と今の市場の違いはどこにあるのでしょうか。

中山 いくつかの要因がありますが、一つはテナントの属性の変化です。当時は高額賃料を払える職種が一定数いましたが、その一つである投資銀行は金融危機で大きな痛手を受けて撤退や縮小を余儀なくされました。その後も新しい産業やビジネスも現れていますが、賃料負担力が高まるには時間がかかる。もう一点は大型ビルの供給が進んだ結果、大型ビルの希少性が薄まり、相対的に賃料が低下してきたことがあります。また景気は回復基調でも企業は賃料負担に慎重です。当社が実施したテナント企業へのアンケートでも、オフィス施策するうえで一番の不安は賃料負担が重くなることでした。

坂本 かつては訴訟になってでも高い賃料を取りにいくアグレッシブなオーナーもいましたが、金

融危機後はオーナー側もテナント側も賃料に対して慎重な姿勢を保ち続けています。オーナーは賃料を上げた後に景気が後退してテナントと揉めることを忌避し、テナント側も賃料を負担できたとしても

今後の業績悪化の可能性も考慮して払わない。臆病になっている気がします。

中山 当社が実施した中小ビルオーナーを対象としたアンケートで、不動産投資の魅力をたずねると“収益の安定”が一番です。とはいえ5年、10年先の中長期では不安を抱く人が多いようです。

清水 国際比較は大変難しいですが、シンガポールやニューヨークの賃料相場は金融危機後に戻して東京以上ですね。

吉野 実際の賃料水準においては、丸の内よりもシンガポールが高いとは言えません。ただシンガポールはボラティリ

ティが大きく、上がるときはぐっと上がり下がるときも大きく下がります。世界景気が拡大すればアジアのハブとしてシンガポールには企業が急激に入ってきますが、しかし市場規模は名古屋程度といわれるほどで、市場が小さければボラティリティが大きくなるのは当然です。ここ3～4年の賃料は低下傾向にあり、その冷え込み方も相当に厳しいものです。

清水 日本の不動産のリーシング期間は2年毎の更新が一般的ですが、英国では10年超など海



吉野 薫氏

PROFILE

よしの かおる

日系大手シンクタンクのリサーチ・コンサルティング部門を経て、2011年より現職。現在、国内外のマクロ経済と不動産市場の動向に関する調査研究を担当するとともに、わが国の不動産市場の国際化に関する調査等にも従事している。2016年より大妻女子大学非常勤講師を兼任。著書に「これだけは知っておきたい『経済』の基本と常識」（フォレスト出版）、「Q & A 会社のしくみ50」（日本経済新聞出版社、共著）がある。

外は押し並べて長期契約で安定的に収入を得られると言われたものです（もっとも最近ではロンドンでも4～5年だそうです）。シンガポールやマンハッタンは地理的に供給制約が強いのでオフィス市場は伸びません。日本は横にも縦にも広げて市場を拡大させ、金融危機後も大型ビルを次々に竣工させて、大量のSクラスビルを保有する珍しい国になりました。今日日本でオフィス平均入居期間は10年（ザイマックス総研調査による）ですが、賃料を上げて頻繁にテナントを入れ替えて空室期間を吸収するよりも、長期安定を志向し稼働率を上げることが、不動産の最適戦略であることを学んだのではないのでしょうか。

第2象限：資産市場

清水 次に不動産価格をみてみましょう。オ

フィス市場は安定していますが不動産価格の動きはどうでしょうか。

坂本 オフィスの価格は金融危機前のピークから3割下がって2割戻したという印象です。一方で住宅は2割下がり3割戻したため当時より1割上昇です。住宅は賃料も戻しておりキャップレートとともに価格の押し上げ要因になっていますが、オフィスは賃料が上がらずほぼキャップの要因で価格が上がっています。金融政策の影響や世界的な金余

りの状況の中で、日本の主要セクターであるオフィスに資金が流入して価格形成が行われている状態です。

清水 市街地価格指数はどうでしょうか。



清水 千弘氏

PROFILE

しみず ちひろ

1994年 東京工業大学大学院理工学研究科博士課程中退。東京大学博士（環境学）。財団法人日本不動産研究所研究員、リクルート住宅総合研究所主任研究員、麗澤大学経済学部教授、プリティッシュコロンビア大学客員教授、シンガポール国立大学不動産研究センター教授等を経て、現職に至る。マサチューセッツ工科大学不動産研究センター研究員等を兼務する。国内外の学術誌に採択された論文は40本を超え、150本以上の論文・論説を公表している。それらの論文・論説は、日本計画行政学会、日本不動産学会、資産評価学会から数々の学術賞を受賞している。また、不動産価格指数の国際標準化に向けての国際プロジェクトに参加し、IMF、OECD、欧州統計委員会等の国際機関のアドバイザーを務めた経験を持つ。

吉野 地価上昇の裾野は広がっていますが、2005～07年頃のように加速度的に上昇ペースが上がる状態ではなく、これまでと同様に今後も緩やかに上昇するものと思われます。また地価の水準としても、金融危機以前の水準には至っている箇所は多くありません。東京のごく一部、例えば銀座などの希少性の高い商業地では、金融危機前はおろか、かつてのバブル期を越えている場所もみられます。

現状ではオフィスの出物が極端に少なくなっており、日本の投資家があり注目していなかった湾岸などのエリアで海外の資金が利回りを求めて投資する事例が目

に付きます。取引が枯渇する中で価格だけは高止まりしており、市況の全体像が捉えづらい。

坂本 以前は単純な売り惜しみもありましたが、足元では私募ファンドからの出物が一層少なくなっている。一度手放せばもう買えないという感覚が強まっているようです。それほどに資金需要が強い状態なので価格調整がされる気配はないし、価格が多少調整されたとしてもそれを好機と捉えて取得に動く投資家がいる。プレーヤーの多様化によっ

て求める利回りも多様化し、買い手に厚みが増し、価格が変動しにくい市場に変化したのではないのでしょうか。

中山 スペースマーケットとキャピタルマーケットは違う原理で動いています。キャピタルマーケットは投資家の投資行動、つまり投資需要に対して供給（売り物）が少ないため結果的にキャップレートは下がり価格が上がるわけです。振り返ってみると、アベノミクス以降日本への投資需要は高まり、安定的な投資先として不動産に対する長期投資のニーズも増し取得競争が激化しています。マンハッタンは供給が限られた島で価格は下がらない。東京は広がりがある新設のオフィスビルの供給もある、しかし我々が想定していない投資家が現れて結果的に価格は安定化に向かっています。これまでの経験でキャップレートの底は認識できるものの、市場がグローバル化するということは従来の認識を越えることが起きる可能性があるということ、なのかなと思います。

清水 不動産運用を行っている友人は、今3%のリターンを取れる投資は私募リートくらいだが、お店には商品がない、為替リスクを負っても海外に行かざるを得ないと言います。またシンガポールの友人は、新興国は資源輸出によって過剰貯蓄が生まれてきた、その資金が世界的な不動産市場に流れて日本も例外ではないと（これを「Global saving glut」と呼びます）。日本が選ばれる市場となり色々なチャネルを通じて世界的な資金が入ってくる。しかし売るものはなく、金利は過剰に低い。賃料は国内の経済水準で決まりますが、価格は他国の経済環境の影響も強く受けます。私は今それを「Global saving glut」という現象で実証できないかと考えています。第2象限は加熱していますが、この流れはどのくらい続くのか、何を契機に傾向が変わるのか、注視する必要があります。

第3象限:建築着工市場・ 第4象限:ストック調整市場

清水 東京では現在、100万㎡規模の大規模開発が行われており、これにより大量供給が見込まれます。一方、数千万件に及ぶ建物ストックのビッグデータを分析すると住宅は建替えが多く、ストックの純増はあまりありません。しかしオフィスの場合は再開発、さらにはかつて再開発されたところがある程度再開発されている（これを私は「再々開発」と呼んでいます）のが中心で、再開発は規模の拡大が前提です。需要がオフィス供給を引っ張ってきたのなら問題ありませんが、再開発は需要とは無関係に供給者の論理で行われます。この辺りの見立てはどうでしょうか。

中山 当社は「東京23区オフィスピラミッド」を公表していますが、2000年と2017年でストックは約3割増えており、その内訳は大規模ビルが6割増です。2018年以降に供給はさらに増え、その多くはデベロッパーのお膝元で街ぐるみの面開発で、容積割増や特区、都市計画法上の整備が行われています。クリーンアップされるオフィスエリアと変わらないエリアの選別が今後始まると考えられますが、需要が本当についてくるかは注視が必要です。一定水準で埋まるという算段はあるようですが。

吉野 今後3～4年に見込まれていたオフィス床大量供給は竣工が後ろにズレるケースが散見され、当初の懸念は小さくなりました。むしろ2020年以降に顕在化すると思っています。再開発では確かに容積割増を受けますが、昨今はオフィスだけではなくホテルや商業施設が入り、オフィスだけが際立って増えているわけではありません。供給そのものを止めることは難しいですし、すべきではありません。不動産は供給が需要をつくる側面もあるので、これまでと異なるスペックの建物ができれば新たな需要が生み出されます。マーケティングや地域のブランディングも含め、デベロッパーの腕の

見せ所ではないでしょうか。供給過剰はマイナス要因ですが基本的にはポジティブ見通しを持っています。

坂本 東京都心5区で見ると供給は2018～19年に約20万坪、2020年に約25万坪、3年連続の大量供給は初めてのことで不安もあります。しかし今お話にあったように、オフィスのレントラブル比率が40%を切るような複合開発もありますし、また賃貸ビルストックは増加していくといっても、一方で自社ビルストックは減少していく。オフィス需要が自社ビルから賃貸ビルへと移転する流れも考慮すると、今3%前半の空室率は2020年末に5%に上昇する程度なのではないかと思っています。

新しい分析視点：働き方改革

清水 働き方改革がもたらす影響はどうでしょうか。

坂本 働き方改革でテレワークが進むとオフィス需要にマイナスと連想されがちですが、働き方改革の検討テーマには女性や高齢者が働きやすい環境整備なども含まれおり、全てのテーマを総合的に見るとプラスの影響も大きいのではないのでしょうか。ビルオーナーは長期のテナント入居を歓迎しますが、借りる側には、オフィス床を増やしたい、しかし最低2年は難しいという考えもあるでしょう。本当は増やしたいが増やせない事情に対して、柔軟にレンタルオフィスなどで対応できれば潜在需要が顕在化すると期待できます。大量供給と働き方改革の時期が重なったのは偶然ですが、両者をうまくつなげて難局を乗り越えられれば良いと思います。

中山 需要は分かりづらく見えづらいものです。需要を可視化するために弊社では2016年より「大都市圏オフィス需要調査」を定期的に行っています。質問項目に「過去1年で人を増やしましたか」「オフィス面積を増やしましたか」「賃料は上がりましたか」を聞くと、人を増やした、面積を増やした、賃

料が上がった、という回答が多い。人員増による面積増は量的な側面で、実体経済と強く関連しています。他方、需要の質的变化も働き方改革によりもたらされます。テレワークの導入などにより、全員同じ場所で9時～18時まで働く従来型の働き方から場所も時間もフレキシブルな新たな流れができ、「オフィスワーカーの人数×一人当たり面積」とは異なるロジックでオフィス需要が構成されつつあります。シェアオフィスやサテライトオフィスで分散が進みますが、同時にメインオフィスも見直してオープンスペースをつくるなどの動きも出てきています。この新しい流れによってオフィスの需要が減るのかといえば、減らないと私は考えます。郊外にサテライトオフィス等を準備する企業が増えれば郊外のビルも床需要が発生する。「近・新・大」で語られたオフィスビルも変わりつつあるという印象です。

吉野 働き方の変化に加え産業構造の変化も影響を及ぼします。Fintechの台頭により、世界の主要な金融機関がロンドンやニューヨークにアクセラレータの集積オフィスを開設する動きがありますが、これにより金融機関といえば高度なセキュリティで堅牢なビルという常識は変わりつつあります。産業の質的变化によって新たな需要が喚起されることは間違いありません。

清水 私は二つの可能性があると考えています。日本は少子高齢化で人口減少も進み市場は小さくなる。都市が成長の末期を迎えるときに、国も地方政府も最後の機会だと思い開発の許可を与える。デベロッパーもこのタイミングを逃すと次の機会はないと開発を進めてしまう。その結果オーバービルディングを招くという可能性です。もう一つは、集積によって生産性が上がる「集積の利益」の考えです。建物は時間とともに生産性が落ちていきますが、更新投資をして生産性を改善する。この更新投資がすなわち再開発です。長期的に都市の成長を考えたとき、適度な再開発、都市や建物の更新投資は必要で、それらにより長期的生産性を日本が維持しているとポジティブに捉えることもできま

す。二つの可能性を見ていかななくてはいけないと思っています。このような視点をもとに、ペンシルベニア州立大学の吉田二郎さん、マサチューセッツ工科大学の Albert Saiz 教授と共同研究を進めているところです。

不動産市場分析の重要性

清水 日本の不動産市場は透明性が低いと巷間言われていますが、私は著書「不動産市場分析－不透明な不動産市場を読み解く技術－」（2004年、住宅新報社）の中で、「不動産市場分析技術の未成熟さゆえに、具体的には、客観的なデータと十分な分析を踏まえて説明ができないといった意味で、日本の不動産市場の不透明性を助長させてきた」と書きました。各種指標（サイエンス）が整備されたが、それを読み解き分析する（アート）人がいて初めて他者に伝えられることができ、市場は透明になるということです。その点から、分析者やリサーチャーが現在足りているのか。もっと人材が育成されるべきだと思っています。今日お集まりの皆さんはトップリサーチャーであり専門家です。高度不動産専門家に必要とされる条件をお聞きしま

す。

吉野 20世紀型の不動産市場では、不動産に専門特化した人がいればよかった。しかし90年代以降、不動産市場が金融市場や資本市場との結びつきを強めたことにより、人材不足の摩擦感が生じました。不動産と一般金融商品との大きな違いは、不動産が取引市場で取引されるわけではなく価格のシグナル力が弱いことです。だからこそ不動産鑑定の仕事に意味があると自負しています。そして市場のコンセンサスは不動産市場と金融・資本市場の対話の中で構築されるものであり、不動産専門家に求められる要件は“不動産×何か”といった掛け算の中にあります。金融・資本市場のプレーヤーとコミュニケーションをとることができる分野横断的な技術が求められると思います。

坂本 ご指摘の通りですね。加えて社会学的な知識もこれまで以上に必要になると思っています。不動産は器であり、利益を生むのは不動産を利用する企業や個人です。人口減少社会に突入しているとはいえ、まだ入口段階であり、企業や個人は従来とほぼ同じベクトルで行動しているように思います。しかし今後は社会潮流や価値観が大きく変わります。説得力を持って不動産を語るには社会という観点も欠かせません。加えて必要な要件全てが



自分に携わっていなくても構わない。足りないものは補完できるネットワークがあればいいと思っています。

中山 私の前職、投資銀行ではリサーチ部門の意見を重要視しており、不動産投資や融資にはリサーチが極めて重要という認識を持っていました。この認識が広がることと同時に、リサーチャーには正しい判断をするために、変化の兆しを掴み、不動産への影響は何かを見極める能力が欠かせません。「ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.38」(2017年8月発行)で米国不動産カウンセラー協会「2017～18 不動産に影響を与える今年の10大テーマ」を紹介しましたが、こういう発想は大切で、政治やテクノロジーという社会的テーマを不動産に置き換えたときにどう影響するのか、例えば人工知能が不動産に与える影響を常に視野を広げて気にかけることです。またリサーチ部門は外国人へ説明する機会が多くありますが、不動産は“グローバル”と言われるように、投資の側面ではグローバル、不動産の面ではローカルです。その国と日本の不動産の慣行等の違いを徹底的に勉強することも必要となります。

清水 私からは最後の要件として「スペシャリティ」をあげたいと思います。日本では非収益部門のリサーチは投資の一票を持ってない、ボードメンバーには入れないなど中枢を担うことは稀ですが、ある年金基金のヘッドが2000年代初頭に「これからのファンドマネージャーに求める条件の一つが洗練された金融技術、そしてリサーチ&ストラテジー。リサーチの上に戦略を立てなければならない」と言っていました。先ほど自分で全てを携える必要はないという指摘がありましたが、最低限の金融技術に加えて秀でたスペシャリティが一つあればいい、足りないものはネットワークで吸収すればいいと思っています。

不動産教育の重要性

清水 最後のテーマは不動産教育です。米国ではビジネススクールが不動産教育の機能を果たしていますし、英国の RICS には教育プログラムも整っています。シンガポールには不動産学部があります。日本における人材育成はどのようにしたらいいのでしょうか。

吉野 日本は新卒で企業に入るのが標準的なキャリアパスなので、これまでにない不動産の人材育成を一足飛びに大学の枠組みに求めるのは難しい。今は産業界の中で一つのロールモデルを作る段階ではないでしょうか。

中山 政府も“人づくり革命”を掲げているように、人づくりや教育は国だけでなく業界の将来のためにも不可欠だと思っています。教育の手段は宅建士や不動産鑑定士といった資格も考えられるし ARES マスターもあります。ARES マスターはわが国の不動産証券化市場の発展に大きく寄与し、そこで活躍する人材を養成する仕組みとして定着しています。そしてもう1つが学校教育です。「ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.37」(2017年6月発行)で紹介したように、海外では不動産を専攻できる大学は多くありますが、日本はそもそも不動産が学問として認識されておらず、不動産業は幅広い知識が必要な仕事であることも認識されていない。法律や経済などの学問領域の隙間にある学際的なもので、経験を積むことが手段だと捉えられています。業界をリードできる人間は何千人も何万人も要りませんが一定程度の人数は必要です。私も人材育成に貢献したいと考え、去年から「からくさ不動産塾」を始めました。激動の明治維新を活躍した人を数多く輩出した吉田松陰先生の松下村塾をイメージしていただけたらと思います。そこでは一年間で体系的な知識を授けるようプログラムしています。塾生は業種を問わず不動産に関わる一定の経

験があり、特定の専門性を持っていたりしますが、他の分野のことは意外と知らない。体系的な知識を得て自分の専門性をもう一度見つめ直すことで先を読む力がつき、さらに講師や塾生同士で議論し、高めあうことができます。本塾では大学院のように学位は与えられませんが、不動産と社会のこれからを考える知識と一生つきあえる仲間を与えることはできていると思っています。小さな試みですが、業界の発展のためにこれからも続けていきたいと思っています。

坂本 私はキャリア転向して不動産リサーチ業務に携わるようになりましたが、当初は学ぶ機会がOJTに限られたため断片的な知識習得に留まっていました。その後、早稲田大学大学院に科目履修生として通い始めると、体系的に学ぶことや、OJTの断片的な知識を関連づけることができるようになり大変有意義でした。このようなビジネススクールの存在感がかなり弱まっているように思います。さらに悪いことには、金融危機後に学生の不動産リサーチ離れが起きていると感じています。かつて当社は大学教授からの紹介もあり、若手研究員を定期的に採用できていましたが、今は難しい状況です。個社の事情か不動産リサーチ業界全体の事情かは定かではありませんが、これは憂慮されます。そして海外では成り立つ学問がなぜ日本には存在しないのか、その原因も考えなくてはなりません。そもそも不動産は買うにせよ借りるにせよ人生を

通じて多額のお金を支払う対象で、関心の有無に関わらず学んだほうがいい。中等教育で少しでも触れる時間があれば認識は変わるのではないのでしょうか。また不動産リサーチ業界もコミュニケーションをもっと取るべきです。カクテルアプローチは複数の指標により多様な角度から市場を見ることで真実を理解するアプローチですが、指標に留まらず人材のカクテルも重要で、異なる意見を交わせるような議論の場の重要性を感じています。

清水 米国では中学・高校で不動産に関する授業があるんですね。というのも17歳で独立し自分で家を探すことが一般的ですから。一方、欧米のビジネススクールは大学卒業後に一度働いてお金を貯めてから行くケースがほとんどです。働き方と学校の位置づけが日本とは全く異なります。日本の大学システムの枠組みでビジネススクールが成功しないなら産業界がもっとリードしなくてはなりません。例えば寄附講座もありますし、ケンブリッジ大学にはグロブナーという企業の名を冠した教授“グロブナー・プロフェッサー”として活躍しているColin Lizieri氏という友人もいます。

私はARESマスターには準備委員会に参画しましたが、これだけ豊富な人材を集められたARESマスターですので、今後一層裾野を広げ大学とコラボするなど大きく発展をしていって頂きたいと期待しています。

本日はありがとうございました。

私募リート profile

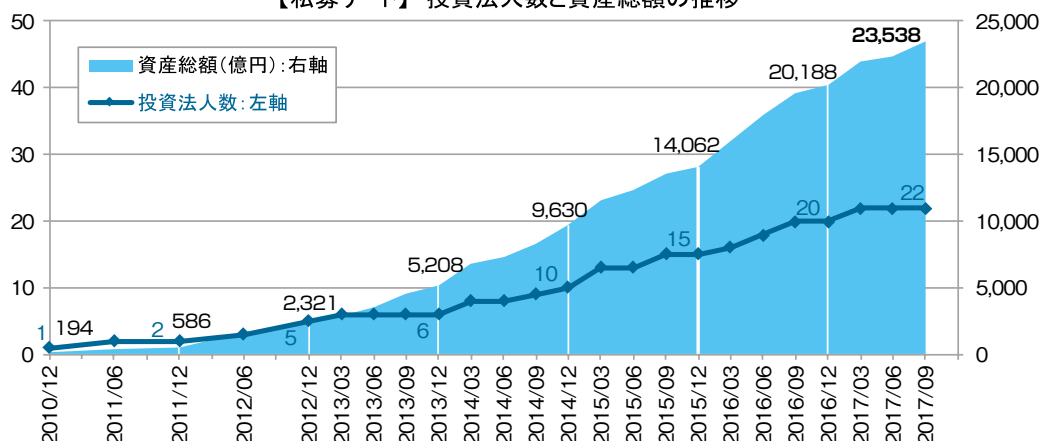
機関投資家の運用対象として注目が高まっている私募リートは、2010年11月に初銘柄の運用が開始してから七年が経過しました。市場は2017年9月末において22銘柄、保有資産総額約2.3兆円、物件総数は562物件にまで拡大しています。

今回から始まる「私募リート profile」では、各投資法人の運用担当者に次の3点についてお尋ねし、文章で回答していただいたものを、運用開始順にご紹介していきます。

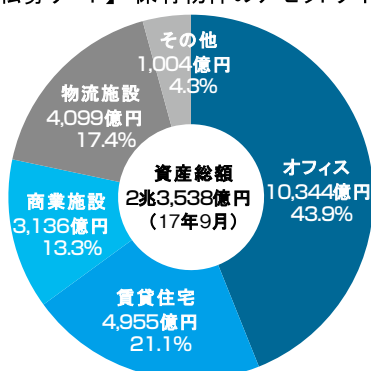
1. 投資法人の運用方針
2. 投資法人の強み
3. 私募リート市場 / 不動産投資市場の拡大に必要なこと（課題）

なおARESでは、私募リートの全体像を掴むために必要な情報を集約した「私募リート・クォーターリー」を四半期毎にARESホームページ上で公表していますので、ご覧下さい。

【私募リート】投資法人数と資産総額の推移

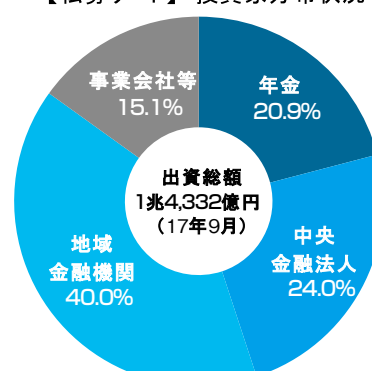


【私募リート】保有物件のアセットタイプ



(注) 複合物件は主たる用途に基づいて分類しています。物件数(562物件)のアセットタイプ別内訳は、オフィス123、賃貸住宅272、商業施設61、物流施設74、その他32です。

【私募リート】投資家分布状況



(注) 各投資法人における投資家属性別の投資口保有比率を出資総額で加重平均して算出しています。中央金融法人は銀行(地銀を除く)・生保・損保・系統中央機関等、地域金融機関は地銀・信金等を指します。

野村不動産プライベート投資法人

運用会社名	野村不動産投資顧問株式会社
運用担当者	取締役兼執行役員 NPR 運用部長 吉原 章司
運用開始年月	2010年11月2日
資産規模	取得価格合計（契約ベース）1,670億円（2017年9月末時点）
運用資産種別	総合型



1. 野村不動産プライベート投資法人の運用方針

日本初の私募 REIT として 2010 年 11 月に 5 物件・取得価格合計約 200 億円からスタートし、計 9 度の増資を経て、2017 年 9 月末時点契約ベースで 64 物件・取得価格合計約 1,670 億円まで規模を拡大させている。総合型の私募 REIT として、オフィス・居住用施設・物流施設・商業施設・宿泊施設等を投資対象とし、長期の安定した収益の確保と運用資産の着実な成長を目指して運用を行っている。

近年では、サステナビリティへの取組みを重視し、2016 年には私募 REIT として初めて GRESB（ESG 配慮を測る年次ベンチマーク）評価に参加し最高位の「Green Star」を取得、2017 年には「Green Star」評価及び総合スコアで最上位にあたる「5 Star」評価を取得した。

2. 野村不動産プライベート投資法人の強み

① 私募 REIT 最長の運用実績

日本初の私募 REIT として、最長かつ安定したトラックレコードを築いており、運用開始以来安定した分配を継続している。

② 総合型・東京圏中心・築浅のポートフォリオ

ポートフォリオは、オフィス・居住用施設・商業・物流に加えホテルにもバランス良く分散投資しており、2017 年 8 月末時点で 99.0% の高稼働率を維持している。エリアは東京圏が約 80%、平均築年数は 10 年未満と若く、市場競争力を備えた物件に厳選投資している。

③ 低レバレッジ戦略

リファイナンスリスクの低減及び負債コストを抑制する観点で、LTV35% 程度を目安とする低レバレッジ運用を実施している。

④ 野村不動産グループの総合力

野村不動産グループで、外部成長の為の「物件取得パイプライン」と内部成長の為の「物件マネジメントパイプライン」を確立。オフィスビルの「PMO」、賃貸住宅の「PROUD FLAT」、物流施設の「Landport」等、築浅な優良物件を組入れ可能であり、グループの物件運営力を活かして資産価値向上に注力している。

3. 私募リート市場 / 不動産投資市場の拡大に必要なこと

私募リート市場は、不動産不況期の 2010 年に設立以降、右肩上がりのマーケット環境において、順調な成長を遂げており、銘柄数は 20 を超え資産規模は 2 兆円超まで拡大している。

課題としては、商品設計上、マーケット下落局面での基準価額・分配金の安定性については問題がないと考えているものの、払戻が可能であるオープン・エンド型であるがゆえ、投資環境が変化した場合の投資主行動、及び、エクイティ流出に伴うレンダー態度の変化等外部環境の変化については予想が難しい部分がある。今後、景気サイクルが一巡することにより、私募リートの真価と更なる成長が見えてくると考える。

日本オープンエンド不動産投資法人

運用会社名	三菱地所投資顧問株式会社
運用担当者	取締役私募リート部長 水上 博史
運用開始年月	2011年3月
資産規模	(取得価格ベース) 3,014億円(2017年9月末時点)
運用資産種別	オフィス・住宅・商業(底地を含む)



1. 日本オープンエンド不動産投資法人の運用方針

本投資法人は、中長期的な観点での安定収益の確保、及び着実な保有資産の成長をその基本方針とする。

具体的には、外部成長戦略として、高い競争力を有する物件への厳選投資を通じた品質重視のポートフォリオ構築により、安定的な収益の獲得と着実な資産規模の拡大を目指すとともに、内部成長戦略として、緻密な市況分析に基づく戦略的なリーシングの推進、及び適切なテナント対応や物件運営等に基づく維持管理状況の改善等に伴う保有資産の価値の向上を図るものである。

また、保守的な財務運営に基づき、資金調達環境の変化や物件取得の好機への柔軟な対応を可能とする強固な財務基盤の構築をその財務戦略とする。

2. 日本オープンエンド不動産投資法人の強み

国内最大規模となる3,000億円超の資産残高を誇るポートフォリオは都心部の大規模オフィス物件を中心に、国内の主たるエリアの住宅物件・商業物件等、効果的な時間分散・テナント分散が図られた全55物件から構成されており、そのうちスポンサープラインとしての三菱地所グループからの物件取得は取得価格ベースにて全体の7割強を占める(2017

年9月末時点)。

今後も、新規物件取得・期中物件運営・資金調達等、本投資法人の運用に関わる様々な領域にて三菱地所グループの総合力を生かしたソリューションを検討・実践し、運用開始以来継続する良好な配当水準の維持・向上を目指す。

3. 私募リート市場 / 不動産投資市場の拡大に必要なこと

私募リート各銘柄が有する商品特性(投資戦略、期待利回り等)の多様化が、国内優良不動産への更なる投資機会を創出するものと考ええる。

また、国内年金基金の不動産投資比率の引上げを始めとして、既存・新規を問わず超長期目線での市場参加者の層が厚みを増すことで、投資口の長期的な安定性・流動性が向上し、私募リート市場の創立趣旨でもある不動産本来の価値に応じた中長期の安定的なリターンの提供が可能となり、オルタナティブ投資商品としての分散投資効果も十分に発揮されるものと考ええる。

以上の点を目指して私募リート各銘柄がそれぞれ努力することによって、今後更なる私募リート市場、及び不動産投資市場の安定的な拡大が期待できる。

三井不動産プライベートリート投資法人

運用会社名	三井不動産投資顧問株式会社
運用担当者	リート運用部長 田中 直之
運用開始年月	2012年3月
資産規模	(取得価格ベース) 約 2,840 億円 (2017年9月末日時点)
運用資産種別	オフィスビル・アコモデーション施設・商業施設・物流施設



1. 三井不動産プライベートリート投資法人の運用方針

本投資法人は、中長期的に安定的な収益が見込まれる不動産等を投資対象としている。オフィスビル、アコモデーション施設、商業施設、物流施設等に分散して投資し、これらを組み合わせた総合型のポートフォリオを構築する。また、三井不動産並びにグループ会社各社に培われた情報収集力、開発能力、管理運営能力等の総合力を、本投資法人の外部成長並びに内部成長に積極的かつ最大限活用することで、運用資産の着実な成長と安定的な収益の確保を目指している。

2. 三井不動産プライベートリート投資法人の強み

三井不動産グループの総合力を活用できる運用体制が最大の強みである。内部成長については、プロパティ・マネジメントやテナントリーシング、建物管理・運営等の三井不動産グループ会社各社に培われた様々なノウハウを活用し、運用物件の収益向上や資産価値の維持向上等に努めている。外部成長については、私募不動産ファンドで20年以上の運用実績がある三井不動産投資顧問独自のソーシングネットワークと、三井不動産や三井不動産グループ会社各社から、エクスクルーシブな取得機会を確

保することの両輪で推進する体制となっている。外部成長や内部成長の各フェーズにおいて、「三井不動産らしさ」を実現している。

3. 私募リート市場 / 不動産投資市場の拡大に必要なこと

欧米の経済規模に対する不動産投資市場の規模と比べると、日本でもまだまだ拡大余地がある。

①投資家層の拡大

私募 REIT は機関投資家向け商品として金融機関への浸透は進んだが、今後、企業年金や公的年金への更なる拡大が期待される。

②優良物件の確保

投資ニーズに応える優良物件の発掘と投資機会の確保は、運用会社にとっての課題であり、投資家の期待するところである。

③アセットクラスとしての成熟

私募リート市場の拡大により、不動産そのものの商品特性やパフォーマンスへの理解が広がっている。多くの市場参加者が多面的な分析、検証を続けることでより理解が深まり、株式や債券と並ぶポートフォリオの一角に不可欠なアセットクラスになることが期待される。

ジャパン・プライベート・リート投資法人

運用会社名	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社
運用担当者	不動産運用部長 石川 克博
運用開始年月	2012年9月
資産規模	(取得価格ベース) 1,031億円 (2017年9月末時点)
運用資産種別	オフィス・賃貸マンション・商業施設



1. ジャパン・プライベート・リート投資法人の運用方針

取引量が多くテナント需要も旺盛な東京圏のオフィスを主体としたポートフォリオを構築し、テナント集中リスクを縮小させながら、中長期的に安定収益の確保を目指す。物件タイプはオフィスビルが70%以上を占め、エリアは東京圏が約80%、残りは大阪や札幌、福岡等の政令指定都市に分散させている。

今後も、物件タイプは良質なミドルサイズのオフィスビル、エリアは東京圏を中心に組み入れ、3～4年後に資産規模1,500億円程度を目指す。GSグループは国内で約1,200物件・2兆円超の不動産投資を実行してきた歴史と経験があり、そのノウハウやネットワークを最大限活用する。

また140年以上の歴史を持つ世界有数の金融グループの資産運用部門の一員として、受託者責任を重んじた投資家本位の運用を行っていく。

2. ジャパン・プライベート・リート投資法人の強み

独立系運用会社ならではの幅広いソーシングネットワークを有し、物件取得は全てグループ外から実施されている。上記ネットワークを活かし、資産入替を目的とした資産売却も機動的に実施することができる。またグループ内に管理会社を有しないため、物件のタイプや立地によって都度、戦略的に管理委託先の選定を行い、その中で運営コストの削減も図

れている。

金融のプロとして、ポートフォリオの最適化リスク／リターンのバランスを見定め、LTVは40～50%の水準を維持し、配当利回りは基準価額に対して3～4%を安定的に実現している。

エクイティ調達に関してはこれまでに11回の増資を行っており、グループ内外の証券会社に加え、資産運用会社自らも投資家営業機能を有することが強みである。

3. 私募リート市場 / 不動産投資市場の拡大に必要なこと

私募リート市場も20銘柄以上に拡大し、アセットタイプや運用会社属性の両面で、それぞれ特徴を備えた銘柄が出てきている。そのなかで更なる成長・拡大を実現するためには、各運用会社が、自らのリートの特徴について、投資家に対してこれまで以上に丁寧なコミュニケーションをとることが重要と考える。また、市場規模が拡大し、一定期間以上のトラックレコードを有する銘柄も増えてきたことから、各銘柄の特徴に関する理解が進むにつれ、投資家の間で私募リート・ポートフォリオの銘柄入れ替えといったニーズも発生するものと想定される。販売会社を含めて、セカンダリー・マーケットの育成について検討すべき時期に来ていると思う。

NEWS

RICS -JREI -ARES 共催セミナー開催報告

AI（人工知能）とビッグデータ
ー不動産取引・開発・投資への活用可能性

不動産証券化協会は、2013年以降、毎年、ロイヤル・チャータード・サベイヤーズ協会（RICS）および一般財団法人日本不動産研究所（JREI）と共同でセミナーを開催していますが、本年は「AI（人工知能）とビッグデータ」をテーマに取り上げ、国内外より専門家をスピーカーにお招きしてお話をいただきました。当日は、主催団体の会員をはじめとする414名にご参加いただき、大変盛況な会となりました。

● 開催概要

日時：2017年9月21日（木）13:30～16:30

会場：経団連会館カンファレンス 国際会議場

主催：ロイヤル・チャータード・サベイヤーズ協会（RICS）

一般財団法人日本不動産研究所（JREI）

一般社団法人不動産証券化協会（ARES）

● プログラム

第1部 講演

Here come the machines..
Can Robots read maps ?

エド・パーソンズ 氏

Google 地理空間テクノロジスト



第2部 講演

今後の人工知能の進展が不動産業界に与える
影響

栗原 聡 氏

電気通信大学大学院 情報理工学研究科 情報学専攻 教授
人工知能先端研究センター長



講師陣による対談・パネル討議

【モデレーター】

板谷 敏正 氏（FRICS）

プロパティデータバンク株式会社
代表取締役社長

【スピーカー】

エド・パーソンズ 氏

栗原 聡 氏



水谷 賀子 氏 (MRICS)

シービーアールイー株式会社

バリュエーション & アドバイザリー・サービス本部・コンサルティング本部

エグゼクティブディレクター

「AI (人工知能)とビッグデータ不動産取引・開発・投資への活用可能性」というセミナーの標題をみて、即座に申し込んだ。私は今、「AI (artificial intelligence)」に興味津々だ。セミナーは、期待通り、時代の最先端の内容であった。

エド・パーソンズ氏の講演内容は、地理と人間の行動との関係について、大変、興味深い視点をもたらしてくれた。人が知りたいことの多くは、どこか遠くの場所や出来事よりも近くのこと (ローカルなこと)。そして、“知りたいこ



と”を地図におとして3次元化した、すなわち現実へ結びつけたというのは、画期的なことだ (=お店を地図にプロットし、そこをクリックするとお店の情報が得られ、そのまま電話もかけられる)。今では誰もが何気なく利用している機能であり、そのすごさに気づかずにいる。しかし、その機能の実現化に至るまでの思考プロセスは、まさに“ユーザーが求めることを追求する”というサービスの基本にあったのだと感じた。テクノロジーを活用した新しい商品やサービスは、まずはユーザーである人が何を求めているのか、という原点に立って発想を展開していくことが大事であるという同氏の言葉に、改めて考えさせられた。

栗原聡氏の講演での、“新しい技術というのは既存技術の組み合わせ”という説明は、勇気づけられる内容であった。「Alpha Go」を例にあげての説明で、「打ち手を想像する (Policy Network)」に「打ち手を評価する (Value Network)」という別の技術を組み合わせることにより、勝てる技術に進化させた、ということである。我々の業務においても、組み合わせによってまだまだ進化できることがあるかもしれない、という希望を抱かせてくれる内容であった。昨今、流行りの「フリーアドレス」や「ワークプレイス・ストラテジー」も、時間の効率化

という働き方改革の一環であると同時に、通常の発想の枠を越えた化学反応を期待してのことだろう。意識を高く持って日々の業務を見直す、気づかなかった発想に至るかもしれないと思った。



パネルディスカッションでは、“AIや技術革新によって消えていく仕事については多く語られるが、それらによって生み出される新しい仕事について語られることがない”というのは、確かにそうだった。 “数年前には、YouTuberになりたいという小学生はいなかった”確かにそう。情報通信網 (ネットワーク) の飛躍的な拡大により、世界中のどこからでも、誰でもが、未知の世界へのアクセス手段を得た。ネットワークというインフラが整備され



たことにより、日々、何十億人がネットワークを通じて、繋がって発信している。このような環境から、新しい「何か」が生まれないはずがない。それらを、如何に自分のものとして、また、業界として発展させていけるのかが課題であり希望であろう。なお、パネルディスカッションにおいて、興味深い議論・意見をパネリストから引き出してくださった、モデレーターの板谷敏正氏 FRICS には感謝したい。パネリストの、より具体的、且つ、生の声を、伺うことができた。

最後に、本セミナーを主催された、ロイヤル・チャータード・サバイヤーズ協会 (RICS)、一般財団法人日本不動産研究所 (JREI)、一般社団法人不動産証券化協会 (ARES) には、改めて謝意を表したい。大変、有意義なセミナーであった。

NEWS

ARES・東証共催

個人投資家のための Jリートフェア2017 開催報告

不動産証券化協会（ARES）と東京証券取引所（東証）は、2017年10月27日（金）・28日（土）に「個人投資家のためのJリートフェア2017」を開催しました。

Jリートフェアは、個人投資家の皆様にJリート（J-REIT、不動産投資信託）の魅力を広くお伝えするために、ARESが2009年より開催している1年に1度のイベントで、2013年よりARESと東証が共同開催しています。

Jリートフェア2017では、投資法人によるブース展示や説明会のほか、Jリート基礎セミナーを実施しました。また、本年度は、学生によるJリート投資解説や、開催期間の2日間への拡大を記念したプレゼント企画も実施し、盛況のうちに終了いたしました。

2日間で延べ約1,600名の方にご来場いただきました。

日 時：2017年 10月27日（金） 8時45分～16時00分

10月28日（土） 8時45分～16時45分

会 場：ベルサール東京日本橋 イベントホール

主 催：不動産証券化協会（ARES）、東京証券取引所（日本取引所グループ/JPX）

協 賛：投資信託協会

後 援：金融庁、国土交通省、金融知力普及協会、日本FP協会、日本証券アナリスト協会、
日本証券業協会、SMBC日興証券、大和証券、野村證券、みずほ証券、
三菱UFJモルガン・スタンレー証券



参加Ｊリート 43 社（50 音順）

アドバンス・レジデンス投資法人、イオンリート投資法人、いちごオフィスリート投資法人、
いちごホテルリート投資法人、インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人、MCUBS MidCity 投資法人、
大江戸温泉リート投資法人、グローバル・ワン不動産投資法人、ケネディクス商業リート投資法人、
コンフォリア・レジデンシャル投資法人、さくら総合リート投資法人、サムティ・レジデンシャル投資法人、
産業ファンド投資法人、ジャパンエクセレント投資法人、ジャパン・ホテル・リート投資法人、
スターアジア不動産投資法人、スターツプロシード投資法人、積水ハウス・リート投資法人、
大和証券オフィス投資法人、大和ハウスリート投資法人、東急リアル・エステート投資法人、
日本アコモデーションファンド投資法人、日本ビルファンド投資法人、日本プライムリアルティ投資法人、
日本プロロジスリート投資法人、日本ヘルスケア投資法人、日本リート投資法人、
日本リテールファンド投資法人、日本ロジスティクスファンド投資法人、野村不動産マスターファンド投資法人、
ヒューリックリート投資法人、福岡リート投資法人、プレミア投資法人、フロンティア不動産投資法人、
平和不動産リート投資法人、ヘルスケア&メディカル投資法人、マリモ地方創生リート投資法人、
三井不動産ロジスティクスパーク投資法人、三菱地所物流リート投資法人、投資法人みらい、
森トラスト・ホテルリート投資法人、森ヒルズリート投資法人、Oneリート投資法人



● ARES J リートセミナー



米国 REIT の進化と J-REIT 成長への示唆



角谷 仁之

ベーカー&マッケンジー法律事務所（外国法共同事業）
パートナー 弁護士
（不動産証券化協会フェロー）

本年9月末の世界の事業会社の時価総額ランキングは、データとAIの頭脳が集中する米国のITプラットフォーム5社（アップル、グーグル、マイクロソフト、フェイスブック、アマゾン）がトップ5を占め、世界の産業界のエコシステムは10年前とは様変わりした。米国 REIT も米国経済の新規産業への展開と連動して成長し、合計約2兆ドルの資産を運用し、NYSE 上場 REIT の時価総額はリーマンショック後2008年12月末の1,890億ドルから本年6月末の9,963億ドルへと、約8年半で5.3倍も巨大化した。右の表のとおり、各 REIT は4～5倍も規模を拡大し、事業会社と同様に新規産業分野の REIT の成長が著しい。

新規産業の中では、無線通信インフラ REIT の American Tower と Crown Castle の時価総額がそれぞれ562億ドル（6兆1,861億円）と367億ドル（4兆344億円）で1位と3位を占めた。同じくデジタル社会のインフラとなるデータセンター REIT の Equinix の時価総額は334億ドル（3兆6,780億円）で5位、物流 REIT の Prologis の時価総額は311億ドル（3兆4,207億円）で6位であり、両社は日本でもデー

タセンターや物流施設を保有し、世界各国でデジタル社会の第4次産業革命のインフラを構築している。

また、戦後のベビーブーマー世代が70歳を迎え、米国の高齢者住宅・ヘルスケア不動産市場は1兆ドルに達し、その15% 近くを REIT が運用している。ヘルスケア REIT の Welltower の時価総額は274億ドル（3兆148億円）で7位、Ventas の時価総額は約247億ドル（2兆7,122億円）で10位であり、医療 M&A を支援し内外に1,000もの施設を保有して医療と介護を支える社会インフラを形成し、地域の医療と福祉をカバーするスケールメリットを備えている。米国では医療費の GDP 比が17% を超し、高齢者の85% 以上が慢性疾患で医療費を負担する中で医療改革が進行している。従来の医療システムは患者に提供した医療サービスに応じた出来高払いを基本としたが、医療システムを患者中心に定義し直し、患者の個性に応じた疾患の予防・管理と健康という価値の実現を評価しようとしている。悪化するリスクの高い集団を適切に抽出し予防的な健康管理により医療サービスの需給バランスを統制して医療費を抑制

するため、政府は電子カルテの活用や医療データの提供等の医療の ICT により、患者中心のケアを効率的に行う組織にインセンティブを提供している。

わが国も税収56兆円に対し40兆円を超す医療費は対 GDP 比11.2%で世界3位、75歳以上で医療費の37%を占める一方、全国公私病院連盟の平成28年調査では73%の病院が赤字と回答している。「未来投資戦略2017」でも高齢者の慢性疾患対策に、健康・医療・介護の分野を連携した ICT インフラ整備とデジタル化による医療の効率と質の向上が戦略分野とされている。患者中心・価値重視の医療システムは医療法の医療法人の独立と非営利性の理念と矛盾はしない。REIT の可能性は病院経営の不動産対策だけでなく、病院・介護施設と地域の健康管理ネットワークや医療データ活用等の医療

ICT 対応により、かかりつけ医を含む医師と患者の主体性や介護現場を支える機能も考えられる。

米国 REIT が顕著な成長を示した要因としては、①次世代の産業社会向けのインフラを開拓する運用者と投資家の革新性、②新規産業資産を受け入れる REIT 法制の柔軟性、③活発な M&A による外部成長と海外資産の取得等を指摘できる。J-REIT の成長と2025年に団塊の世代が後期高齢者となる日本の国益を考えると、米国 REIT のようにインフラ資産・ヘルスケア資産や国内外に1,000を超す資産を保有する J-REIT を育成し、日本の社会・産業構造の進化に貢献させるには、関係者の意識改革と投資法人制度の合理的な改革も必要とされよう。

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

順位	2008 年 12 月末	産業分野	時価総額 (100 万 \$)	順位	2017 年 6 月末	産業分野	時価総額 (100 万 \$)
1	Public Storage	トランクルーム	13,528.9	1	American Tower Corporation	無線インフラ	56,237.3
2	Simon Property Group	商業モール	11,996.9	2	Simon Property Group	商業モール	50,500.5
3	Vornado Realty Trust	オフィス+	9,269.6	3	Crown Castle International Corp	無線インフラ	36,676.8
4	Equity Residential	住宅	8,037.8	4	Public Storage	トランクルーム	36,252.1
5	HCP Inc.	ヘルスケア	7,016.2	5	Equinix, Inc.	データセンター	33,436.7
6	Boston Properties Inc.	オフィス	6,644.3	6	Prologis, Inc.	産業・物流	31,097.7
7	Plum Creek Timber Co.	林業	5,794.3	7	Welltower, Inc.	ヘルスケア	27,407.6
8	Kimco Realty Corp.	ショッピングセンター	4,867.7	8	AvalonBay Communities	住宅	26,478.4
9	AvalonBay Communities	住宅	4,663.0	9	Weyerhaeuser Company	林業	25,189.7
10	Host Hotels & Resorts Inc.	ホテル	3,965.0	10	Ventas, Inc.	ヘルスケア	24,656.6

(出典：NAREIT「REIT Watch」)

東京中型オフィス売買市場

新規供給は限定的、投資家の 関心高まる



本田 あす香

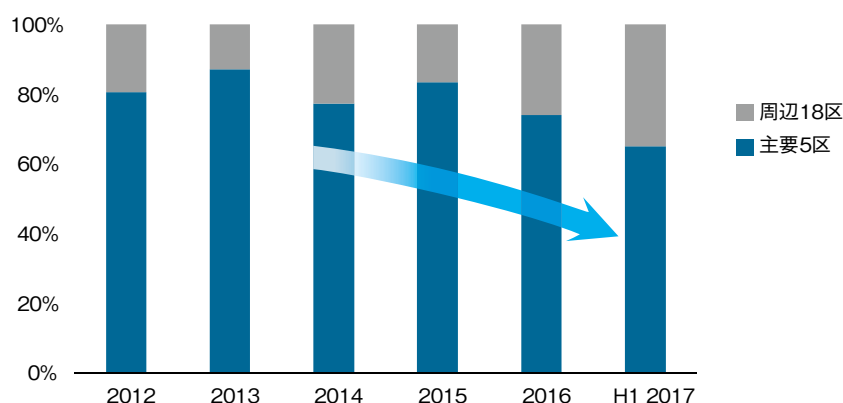
CBRE リサーチ
アソシエイトディレクター
(ARES マスター M 0701297)

売買取引の現状 投資家は物件を求め て周辺エリアの中・大 型ビルへ

近年、東京での不動産投資は都心エリアから周辺エリアに拡大している。東京23区のオフィスビル売買取引のうち、ここ数年は都心5区(千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区)が件数ベースで全体の8割前後で推移していた(Figure1)。しかし、2016年から2017年上期にかけて都心5区の比率は低下傾向にある。都心の売り物件が少ないことが主要要因とみられる。

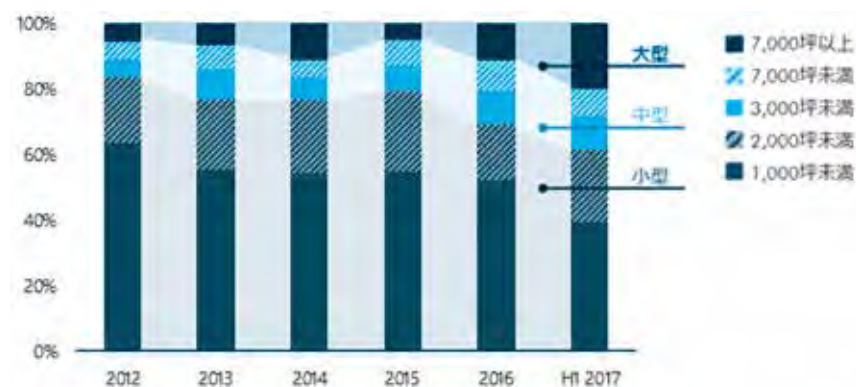
また、都心エリアの売り物件の不足は、売買されるオフィスビル規模の大型化にもつながっているようだ。オフィスビルの延床面積別に集計した取引件数の分布をみると (Figure2)、延床面積2,000坪未満

Figure 1 東京23区 オフィス売買取引件数のエリア別割合



出所：Real Capital Analytics、CBRE、Q2 2017

Figure 2 東京23区 オフィス売買取引延床面積別の件数割合



出所：Real Capital Analytics、CBRE、Q2 2017

のビルは2015年まで7割を超えていたが、2016年以降は減少に転じ、延床面積2,000坪以上の中・大型ビルの割合が増加した。投資案件が不足するなか、投資家は運用資産を効率よく積み増すため、より大きなビルの取得に注力してきたとみられる。

大型ビル賃貸マーケットに変調の兆し、中型ビルマーケットの重要性高まる

少ない売買チャンスを活かすために周辺エリア、もしくはより大きいビルへと投資家の取得動向は変化してきた。しかし、足元の賃貸マーケットでは、大型ビルに変調の兆しがみられ始めている。

都心大型ビル(グレードA)の平均成約賃料の対前期比での変動率は、2014年Q2の+2.8%をピークに縮小傾向にある(Figure3)。2018年以降に大量供給を控えているため、グレードA賃料が早晩下落に転じるという見方は売買市場でも一般的になりつつある。

一方、マーケットで重要性が高まっているのが中型ビルだ。ここ数年の不動産価格の上昇の結果、建設用地の取得も困難な状況にある。複数の大手デベロッパーが中型ビル開発を戦略的事業として進めているほか、既存の中型ビルに対するバリューアッド投資も活発に行われている。さらに、オフィスフロアの区分所有を対象にした投資サービスや、クラウドファウンディングを通じ

Figure 3 東京23区 グレードA オフィス賃料予測

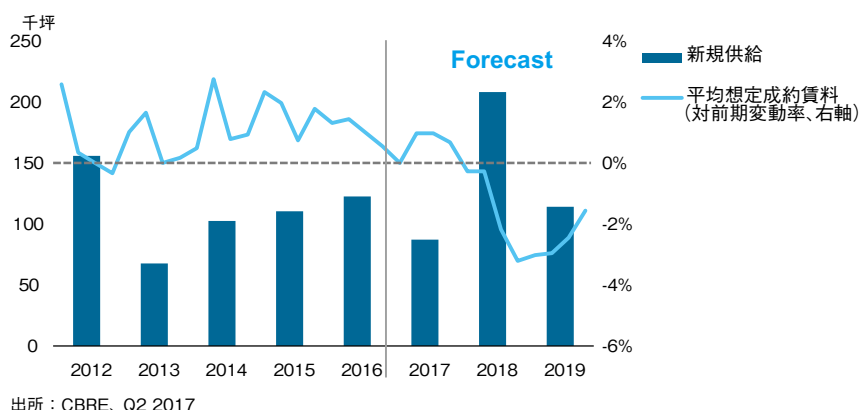
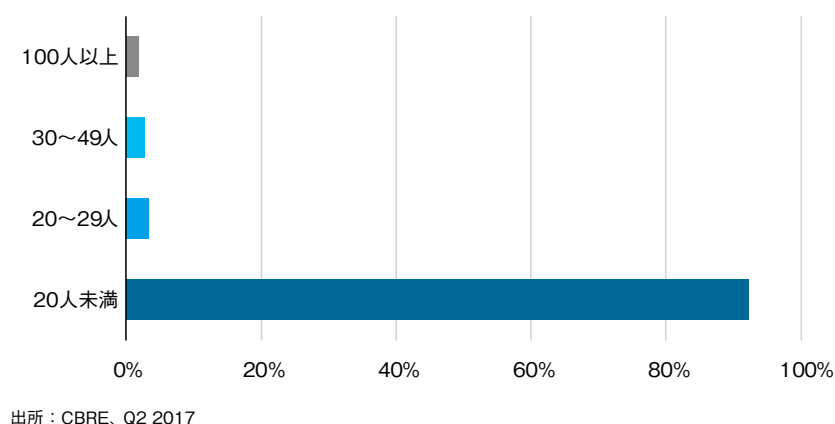


Figure 4 東京都 従業者規模別の事業所数割合(2014年)



た不動産投資など、個人の資金を中型ビル投資に向けたプラットフォームも広がりつつある。

投資家にとっての 中型オフィスのメリット

①安定した賃貸需要

賃貸不動産としての中型オフィスビルは、日本でもっとも層の厚い中小企業の受け皿である。

東京都の事業所のうち、サービス業などオフィスを使用する業種をみると(Figure4)、全体の92%が、中規模以下のビルに入居する「従業員数20人未満」の企業が占めている。

②新規供給が限定的

今後予定されている新規供給の殆どが大型ビルで、中型ビルの供給は極めて限定的である。そのため、中型ビルにおいては供給に起因する需給バランス悪化の可能性は低い。

Figure5は東京23区における2020年までの今後3年間に予定されている新規供給を、CBREが定義するビルグレード毎に集計したものである。中型ビルに相当するグレードBは今のところ、今後の新規供給の6%にとどまっている。

グレードBの2017年Q2の空室率は1.7%と2007年Q4(1.3%)以来の低水準にある。新規供給が限定

的であることに鑑みて今後も空室率の大きな上昇は予想しにくい。そのため、大型ビルについては市況の軟化が予想されるのに対し、グレードBのキャッシュフローは今後も比較的安定的に推移することが予想される。

③安定した賃料水準

新規供給の少なさに鑑み、今後の中型ビルの賃料の下落率は大型ビルに比べて限定的とみられる。

2018年から2020年にかけて、グレードAの毎年の新規供給床は過去平均の倍の水準であるのに対し、グレードBについては過去平均の5割にとどまる（Figure6）。このためCBREの賃料予測では、グレードAの賃料はむこう3年程度で2017年Q2実績に比べて15%強の下落を予想しているのに対し、グレードBの賃料は6%程度下落にとどまるとみている。

なお、2017年Q2のグレードB賃料（21,000円／坪）とグレードA賃料（36,300円／坪）との格差は15,300円／坪。この開きに鑑みて、今後のグレードAの新規供給が、グレードBオフィスからのテナント流出を招くことも考えにくい。

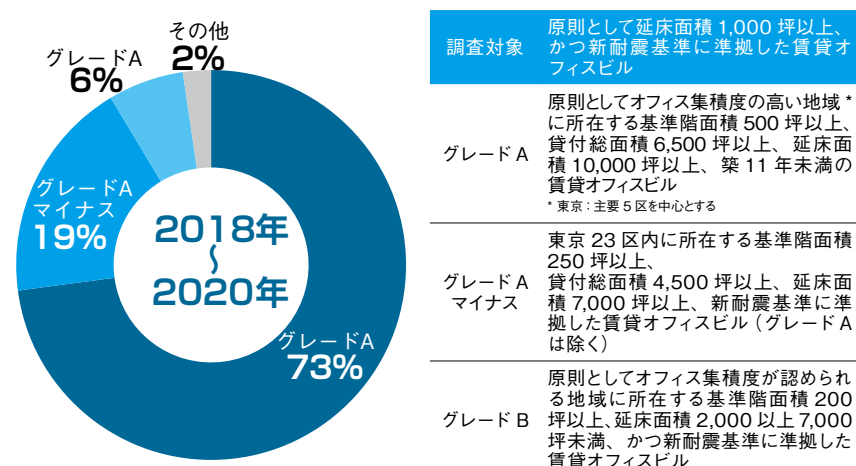
④相対的に高い利回り

中型ビルは大型ビルを中心とする

プライムオフィスに比べて利回りが高い。直近の取引事例などから、東京の主要アセットタイプ別の利回り水準は、現状ではFigure8のとおりと推定される。中型ビルの利回りは、オフィスやリテールのプライム物件に比べて50bpsあまり上回っていると推定される。

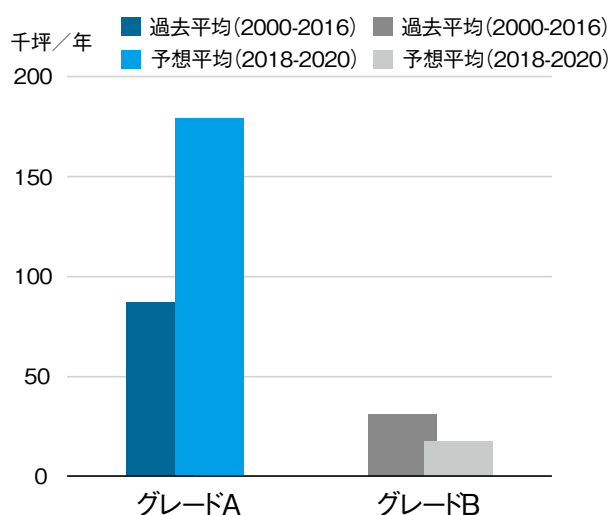
不動産市場に対する投資家の関心の高まりを背景に、全てのアセッ

Figure 5 東京23区3年間（2018年～2020年）のグレード別供給割合



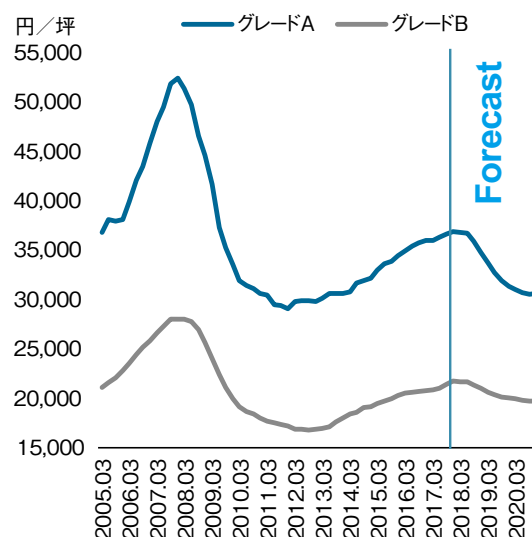
出所：CBRE、Q2 2017

Figure 6 東京オフィス市場 グレード別の新規供給（年平均値の比較）



出所：CBRE、Q2 2017

Figure 7：東京オフィス市場 グレード別賃料予測



出所：CBRE、Q2 2017

トタイプについて利回りは全般的に低下傾向が続いている。ただし今後、グレードA オフィスについては、新規供給の増加に鑑みて利回りの更なる低下余地は限定的で、上昇のリスクも考えられる。これに対し中型ビルの利回りは、賃料調整が限定的と予想されることや、市場が拡大基調にあるとみられることから、安定的に推移する可能性が高い。

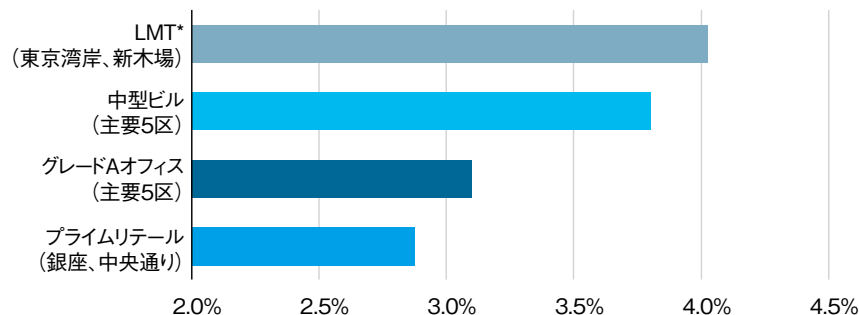
⑤流動性

不動産売買市場においても中型ビルの流動性は相対的に高いといえる。Figure9は、2012年以降の取引について延床面積別の件数を集計したものである。全体の74%を延床面積2,000坪未満のビルが占め、中型ビルに該当する延床面積2,000坪以上7,000坪未満の割合は17%で、大型ビル(延床面積7,000坪以上、9%)を上回っている。さらに、各規模について投資家別の件数割合をみると、中型ビルを取得した投資家の分布は他の規模に比べて分散しており、多様な出口戦略を検討することが可能であることを示唆している。また、大型ビルが賃貸オフィスビルの全ストックに占める割合は棟数ベースで8%に過ぎないのに対し、中型ビルは18%を占める。投資家にとって選択肢の幅も大型ビルより広いといえる。

コアプラス投資の増加

今後、中型ビルへの投資の担い手として、海外投資家の存在も無視できない。2012年以降の海外投資

Figure 8 : 東京 主要アセットタイプ別利回り *



* 利回りは CBRE 推定、LMT：大型マルチテナント型物流施設
出所：CBRE、Q2 2017

Figure 9 : 東京 23区 オフィス売買取引件数割合

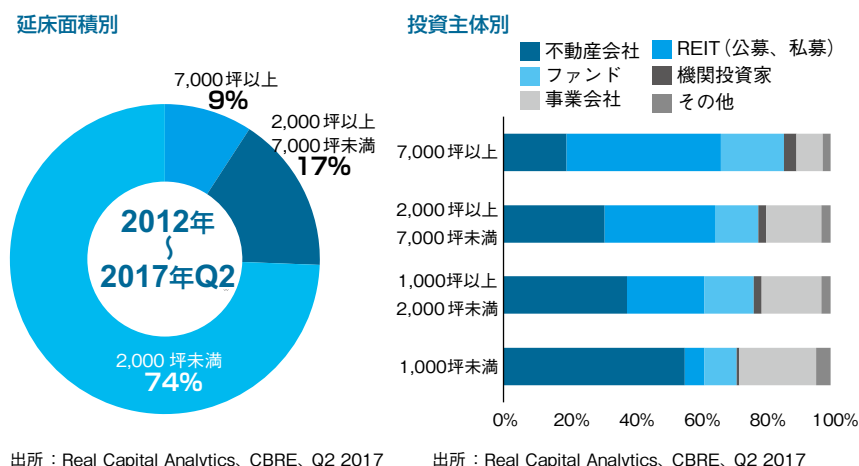
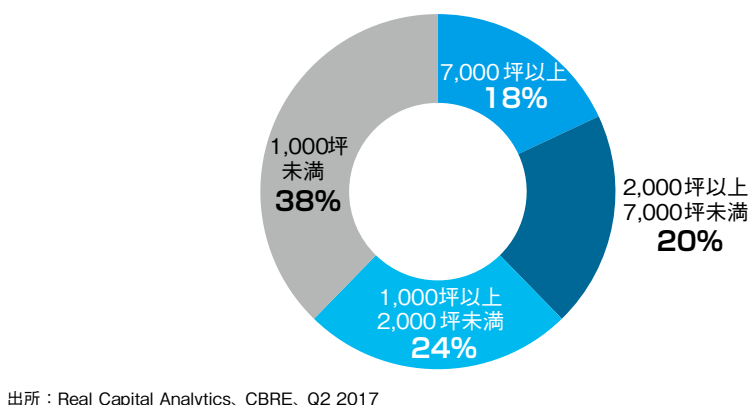


Figure 10 東京 23区 海外投資家によるオフィス売買の規模別件数割合

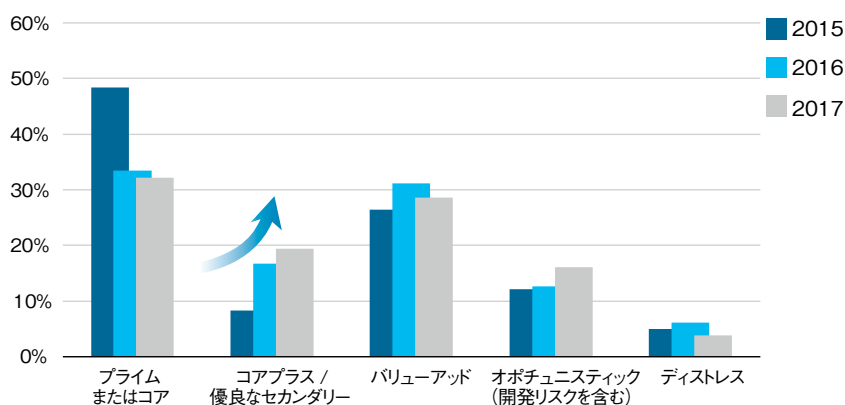


家の投資実績件数を延床面積規模別でみると (Figure10)、7,000坪未満のビルの取引が、海外投資家によるオフィス投資全体の8割を超える。こういった取引には、コアプラスとして投資されているものも含まれる。

CBRE が年初におこなったアジア不動産投資家調査 (Figure11) によるとコアプラス投資を魅力的と考える投資家は増加傾向にあり、2017年の回答率は約2割を占めた。より回答率が高かったのは、「プライム/コア」

や「バリューアッド」戦略である。しかし、これらの投資機会が実際には限られていることや、今後の市況見通しに鑑みると、オフィスについては「コアプラス／優良なセカンダリー」への投資が結果として増加することは想像に難くない。今後は、クラウドファンディングや区分所有物件への投資などの形で個人投資家からの資金流入も考えられ、中型オフィスの売買市場はさらに拡大すると予想される。

Figure 11 アジア太平洋地域の投資家にとっての魅力的な投資戦略



出所：CBRE Asia Pacific Investor Intentions Survey、2017年1月

ほんだ あすか

2002年、生駒データサービスシステム（現シービーアールイー）に入社。オフィスを中心とした事業用不動産に関するコンサルティング業務に従事。2012年からリサーチ部門にて投資市場のレポート執筆、分析業務を担当。社団法人不動産証券協会認定マスター。

第4回

私はどうなるAI社会



藤代 純人

株式会社三友システムアプライザル
鑑定統括部 部長
不動産鑑定士



神山 大典

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

2017年は、人工知能（以下、AI）が大きな注目を集めました。将棋や囲碁等の話題をはじめ、連日のようにマスコミで取り上げられ、今も産業界の各方面でその研究が続けられています。

AIの研究は、音声・画像・言語・情報・推論等の様々な分野に及びますが、研究は大きく二つの立場に分かれます。ひとつは「人間の知能そのものを持つ機械を作ろうとする立場」、もうひとつは「人間が知能を使って行う作業を機械にやらせようとする立場」です。「人工知能」という言葉からは前者を連想しがちですが、実際には、研究の大半は後者の立場に立っています。つまり、AIは自分で何か新しいことを考えるのではなく、特定のデータに基づく行動パターンを習得していることになります。ただし、いわゆるディープラーニング（深層学習）の能力を持つAIは、物体の特徴を自力で学習し、人間と同じように物体を識別す

ることができます。

不動産業界でも、最近ではAIやビッグデータ（膨大な量のデジタルデータ）を活用した情報提供サービスが広まりつつあります。こうした動きは、金融ITを意味する「フィンテック（Fin Tech）」に対して「不動産テック（Real Estate Tech）」と呼ばれ、ITとの結合が市場の透明性をより高め、業界特有の「情報の非対称性」を解消することが期待されています。もっとも、AIはデータサービスにとどまらず、産業技術や社会構造そのものを変えることによって不動産市場にも大きな変革をもたらす可能性があります。今回はAIをテーマとして、当社と業務提携関係にある全国の不動産鑑定士にアンケート調査を行いました。なお、文中のカッコ書き（都道府県名）はアンケート回答者の事務所の所在地を示すものです。

(1) ごもっとも

実際のところ、AIはどの程度、私たちの生活の中に入り込んでいるのでしょうか？まずは、既に実社会で活躍しているAIについてです。

AIの技術は、企業のマーケティング分野で活かされています。例えば、タクシー会社ではAIを使って過去の乗車データを分析し、乗客の行動パターンからタクシーを利用しそうな人がいる場所を予測して車を先回りさせています（東京都）。

医療の現場では、AIを使って病気を発見するサービスが始まっています。従来の技術では相当な時間と労力を要しましたが、今はコンピュータが創り出すアルゴリズムを活用することによって1枚のCTスキャンから病気を特定することができます（宮城県）。

AIは、弁護士業務にも役立ってい

ます。膨大な判例の中から、役に立ちそうなものを短時間で見つけることができます。そうすると、法廷の場にAIが登場する日も近そうですが、人間がAIに裁かれることに違和感を覚える方は多いはず（神奈川県）。

株式投資の世界では、インターネット上の取引システムにAIが導入されています。オペレーション能力は飛躍的に向上し、某外資系証券会社では600人いたトレーダーが2人のシステムエンジニアに取って代わられてしまいました（千葉県）。

中国では、インターネット上で一般人と会話をする言語分野のAIが、中国共産党を批判して利用サービスが停止になるという事件が起きました。このAIは、人との会話を通じて自分なりの政治観を形成したことになりますが、私はAIよりも、AIを洗脳した人間のほうが怖いと感じました（埼玉県）。

AIを搭載した御坊さんの話を聞いたことがあります。しかし、お経などは読めたとしても、AIが人間の心の本質に迫ることはできるのでしょうか？ 仮にそれができたとしても、

AIに「悟り」などを開かれてしまったら、それはそれで大変そうです（神奈川県）。

投資用不動産のバリュエーションに関して、投資家向けのソフトには既にAIが活用されています。AIは、比較的困難とされる将来予測を担当しているようです。しかし、AIは果たして、バブル崩壊やリーマンショックのような予期せぬ事態を乗り越えることができるのでしょうか？（東京都）。

(2) あるある

次は、今後の可能性についてです。AIを使って、これから実用化されそうな製品やシステムとしては、どのようなものが考えられるのでしょうか？

最近が高齢者による自動車事故が後を絶ちませんが、AIによる自動運転（正確には運転アシスト）技術がこうした事故を防いでくれることを願っています（愛知県）。また、少し古いですが、将来的にはTVドラマ「ナイトライダー」のKITTのような車ができることを楽しみにしています

（香川県）。

何かと話題の宅配業界ですが、荷物の配達に関してはドローンの活用が検討されています。即日配達や時間指定は生身のドライバーにとっては大きなストレスとなりますが、ドローンならその心配はありませんし、残業代や駐車違反等の問題もクリアされます（東京都）。

お掃除ロボット「ルンバ」も広い意味ではAIですが、これの進化形として洗濯や調理等もできる家事代行ロボットが誕生しそうです。できれば、ヘルスケア施設等でも使えるように介護機能もオプションで用意してほしいです（千葉県）。

高齢化や未婚化に伴ってお一人様が増加し、ペットがもてはやされています。少子化の流れも相まって、ブームはまだ続きそうです。そのうち、生前の動画情報等から亡くなったペットをリアルに再現する動物型ロボットの注文生産が始まるような気がします（東京都）。

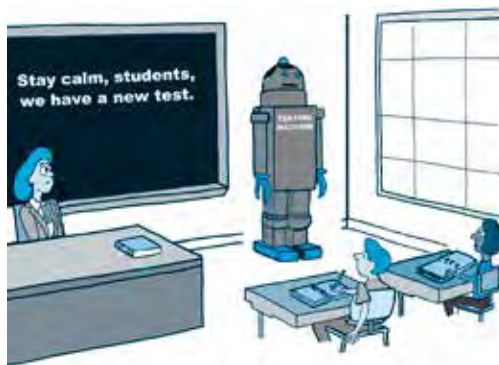
スポーツの審判には、AIの機能を取り入れるべきです。野球、サッカー、テニス、ボクシング、柔道等々、国際レベルの大会でも誤審や疑惑の判定が後を絶ちませんが、まずはビデオ判定と並行する形でAIによる判定も参考にし、後味の悪いミスジャッジをなくしてほしいものです（東京都）。

教育の現場では、いじめの放置や教師による犯罪が後を絶ちません。いつそのこと、教育の現場にもAIを持ち込んでみてはいかがでしょうか？ AI先生なら、生徒の学力や心

AIは、バブル崩壊やリーマンショックのような予期せぬ事態を乗り越えることができるのか？



AI先生なら、生徒の個性に応じたきめ細かな指導ができ、いじめの監視も強化される？



の状態に応じたきめ細かな指導ができますし、いじめの監視も強化されます（大阪府）。

自分のこれまでの人生を入力すれば、その後の人生設計について最適なプランを提案してくれるようなサービスがあると助かります。目標を見失いがちな中高年にとってはありがたいソフトですし、若い人たちも進路相談や結婚相談に利用することができます（神奈川県）。

(3) なるほど

最後に、近未来に起こり得る弊害についても考えてみました。AIの力は、これまでのコンピュータ技術をはるかに凌いでいます。しかし、その力に頼りすぎていると、便利さの代償として様々な弊害が発生する可能性があります。

AIを管理できる人と、できない人との格差が広がるように思います。前者が社会的な地位と十分な財産を手に入れる一方で、後者は人間としての自信を失い、犯罪等に走ってしまう危険性があります。AI企業

は、AIのために仕事を失った人たちに対して生活費等を補填すべきだと思います（東京都）。

一口にAIといっても、その性能はまちまちです。また、AIは結論に至るまでの思考過程が不透明です（ブラックボックス?）。したがって、例えば性能の悪いAIによって誤った情報が提供されたり、人間の悪意によって結論が操作される可能性があります（大阪府）。

仕事の効率や生産性が上がる反面、対人関係の希薄化やコミュニケーション能力の低下等が懸念されます（大阪府）。また、人間は何かにつけてAI任せとなり、勉強をしなくなるおそれがあります（栃木県）。勉強を忘れた人間の知能は衰え、

AIは、核兵器より危険かも。いずれ人間の判断や指示には従わなくなるおそれあり。

認知症の人が増えるかもしれません（群馬県）。

16世紀のイギリスで行われた第1次囲い込み運動では、毛織物産業の発展とこれに携る一部の資産家のために、多くの農民が賃金労働者が浮浪者となりました。トマス・モアは、この様子を「羊が人間を食べている」と例えています。近い将来、AIが羊のように人間を駆除する可能性はあります。しかし、それはAI自体が暴走するのではなく、AIを利用して資産の拡大を目論む一部の資産家の欲望に原因があるのです（千葉県）。

AIが、テロ行為やウイルスソフトの開発に使われると厄介です。テロの場合は、車やドローンに人の顔を識別できるAIと爆発物が搭載され、狙われた人物は24時間、AIから自動追尾を受けることになります。また、AIが開発したウイルスソフトは高度なPCセキュリティを難なく突破するように思います（宮城県）。

AIは、遅かれ早かれ軍事目的にも使われることになります（大国は既に使っている?）。その結果、これまで以上に軍備の無人化が進み、



世界中のあちこちでゲーム感覚の戦争が始まる可能性があります。こうした戦争に第三国やテロリストが介入すれば、事態はさらに悪化します（兵庫県）。

AIは、核兵器より危険だといわれます。将来的には人間の知能を超えた「答え」が用意され、AIは人間の判断や指示には従わなくなるおそれがあります（秋田県）。さらに言えば、AIが「人間は地球環境にとって有害な存在である」との判断を下す可能性さえあるのです（埼玉県）。

(4) まとめ

みなさんは「シンギュラリティ」という言葉をご存知でしょうか？日本語では「特異点」と訳されます。例えば、数学的な特異点は分数の分母がゼロになることによって値が無限大となる点、物理的な特異点は光速でも脱出できないブラックホールのようなものをイメージするそうですが、時事用語としては「技術的な変換点」を意味します。シンギュラリティは「2045年問題」とも呼ばれ、IT技術や生命科学の進歩によって2045年には従来の世界とはまったく異なる不連続な世界が誕生する可能性が指摘されています。もちろん、新世界への扉の鍵を握るのはAIです。AIは近年に

入って目覚ましい進化を遂げ、人間社会における存在感をますます強めています。最近では、職場や家庭でも「人間の仕事はいずれAIに取られてしまうのではないかと」の噂が囁かれるようになりました。

歴史的にみても、産業革命やIT革命のような技術革新は当時の産業構造を根本的に覆し、驚くような社会変化をもたらしています。しかし、こうした変化は必ずしも人間の仕事を奪うものとは限らず、むしろ人間が行う仕事のレベルを引き上げている面もあります。実際に、産業革命は織物職人の代わりに機械技師を、IT革命は一般事務職の代わりにシステムエンジニア（SE）という新たな職種を生み出しています。また、機械の時代は故障の修理程度で済んでいた話が、コンピュータが全盛の現代は迷惑メールやサイバー攻撃等、個人や企業（国家？）にとって極めてリスクの高い弊害が発生するようになっていきます。結局のところ、技術革新のレベルが高いほど、これを管理する側の人間の負担も大きくなってしまいます。特に、AIの場合はハッキング対策やテロ行為への悪用防止等に相当な労力を費やすことになりそうです。

それでは、シンギュラリティは不動産市場にはどのような変化をもたらすのでしょうか？例えば、AIによって

省力化されたオフィス街では人が減り、場所によっては廃墟と化したビルだけが残る可能性があります。大工場ではオートメーション化に拍車がかかり、地域経済に深刻な打撃を与えるおそれがあります。また、オフィスや工場を後にした人たちがAIを管理するためのデータセンター等で働くことになるのであれば、新たな施設の集積度や人の配置の状況が商業地の地価を塗り替えることになります。さらに、こうした動きに在宅等の勤務形態の変化が加われば、人口の分布状況が変わることによって住宅地の地価にも大きな変動が生じることになります。あるいは、AIに仕事を奪われた人たちが農業に参入した結果、農地の価格が上昇したり、ビルの中でも農業が始まるのかもしれませんが。いずれにしても、AIは今後、どの段階でどのような進化を遂げるのか？それは、どの産業にどのような形でフィードバックされるのか？そして、そのことによって人々のライフスタイルにはどのような変化が生じるのか？さらに、その変化は土地や建物等の不動産に対してはどのように作用するのか？AIが人間社会、ひいてはその活動の基盤である不動産に及ぼす影響の大きさは計り知れず、近未来の都市の風景は特異点と呼ぶにふさわしい変貌を遂げることになりそうです。

<会社紹介>

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

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

「日本列島不動産鑑定士便り」は、不定期に掲載してまいります。

2017年 GRESB 評価 ～不動産・インフラにおける ESG 投資の進展と課題～



堀江 隆一

CSR デザイン環境投資顧問株式会社
代表取締役社長



高木 智子

CSR デザイン環境投資顧問株式会社
マネージング・コンサルタント



田邊 佳人

CSR デザイン環境投資顧問株式会社
コンサルタント

1. はじめに－ESG 投資の 潮流と評価指標

本年7月、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が3つのESG指数を使った国内株のパッシブ運用を始めたと発表した。まずは1兆円規模から開始したが、今後、規模を拡大していくとの方向性も示している。採用された指数の1つである「MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数」では、不動産セクターから16銘柄^{注1}、うちJ-REITも7銘柄が選定されており、不動産業界の関心も高まっている。

GPIFによる指数の選定要件の1つは「開示情報に基づいた評価であること」であった。その背景には、グローバルでESG投資への潮流が強まる中で、ESGの取組みを実践していても情報開示が不足している日本企業が不利に扱われ、ひいては、中長期的に日本経済全体の足かせとなるのではないかと、というGPIFの危惧があると聞く。

その視線の先にあるグローバルの状況に目を転じると、欧州では、非財務情報開示指令（NFR）に基づいた各国の法制により、気候変動・人権・贈賄汚職などESG課題に関する

開示が2017年度報告から主に上場の大企業に求められるようになっていく。各国の財務大臣・中央銀行総裁の集まりである金融安定理事会（FSB）が設立したTCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）も、本年7月、開示の枠組に関する最終提言を出した。これは、気候変動を財務リスク及び機会と捉えて、ガバナンス・戦略・リスク管理・指標と目標などについて財務報告の中で開示することを推奨するものであり、今後こちらも、グローバルでの開示の方向性に大きく影響することが予想される。

他方では、サステナビリティ推進に

注1

MSCIの評価では積水ハウス株式会社は「一般消費財サービス」に区分されるが、本稿では不動産セクターとして数えている。

関するグローバル共通の目標として、国連による「持続可能な開発目標（SDGs）」が注目を集めている。ESG情報開示の流れでも、企業・組織が自らの重点課題（マテリアリティ）や事業機会を表現する際に、世界の共通言語であるSDGsの17の目標、169のターゲットを利用することが期待され、グローバルでそれが通例となりつつある。日本でも、政府のSDGs推進本部では、「持続可能性に関する報告書を発行する企業の数」を指標として「ESG投資の促進等による環境に配慮した事業活動の推進」を目指すとしており、SDGsとESG情報開示は結び付いている。

こうした流れの中で、ESG投資に資する指標は、不動産セクターにおいても数多く存在する（図表1）。全産業セクターを網羅する評価・格付けが多く、ダウ・ジョーンズ・サステナビリティ・インデックスや、MSCI、FTSEなどの投資指数と対応した総合的なESG評価が有名だが、気候変動などに焦点を絞ったCDP（旧称 カー

ボン・ディスクロージャー・プロジェクト）なども注目度が高い。この内の多くは開示情報に基づく“勝手格付”であり、一義的には、各評価会社のアナリストが開示情報を元に分析、評価する。それに対し、本稿の主題であるGRESBリアルエステイト評価は、不動産企業・ファンドが自主的に非開示情報を含んだ年次報告を行って評価を取得するものである。GRESBの投資家メンバーは、毎年、各社が同じフォーマットで提供する回答を横並びで比較できるとともに、経年でのモニタリングも可能である。他の指標が全セクターをカバーする中で、GRESBは不動産に特化しているため、不動産セクターに関するマテリアルな情報を網羅しており、また年々精緻化される検証プロセスを経た報告内容やそのスコアは比較的信頼性が高いとも言えるだろう。GRESBは投資家によって創設され、運営されているという点でも特徴的である。投資家自身が投資プロセスへの組み込みを前提として開発している指標であることもあり、

GRESBは、不動産セクターにおけるESG評価指標としてグローバルスタンダードの座を築いている。

本稿では、こうしたESG情報開示への潮流を踏まえて、本年のGRESB結果を分析し、日本の不動産セクターにおけるESG関連の課題を見ていく。また、最後にインフラセクターについても、GRESBが昨年開始したGRESBインフラストラクチャーの結果を踏まえ、今後の展望を述べる。

2. GRESB概要

2.1 GRESBとその広がり

GRESBは、元々は「Global Real Estate Sustainability Benchmark（グローバル不動産サステナビリティ・ベンチマーク）」の略であったが、ここ数年、図表2のような評価対象の拡がりにより「The Global ESG Benchmark for Real Assets（実物資産のためのグローバルESGベンチマーク）」と称すようになった。会社・ファンド単位での環境・社会・ガバナンス

図表1 不動産セクターが関連するESG評価指標

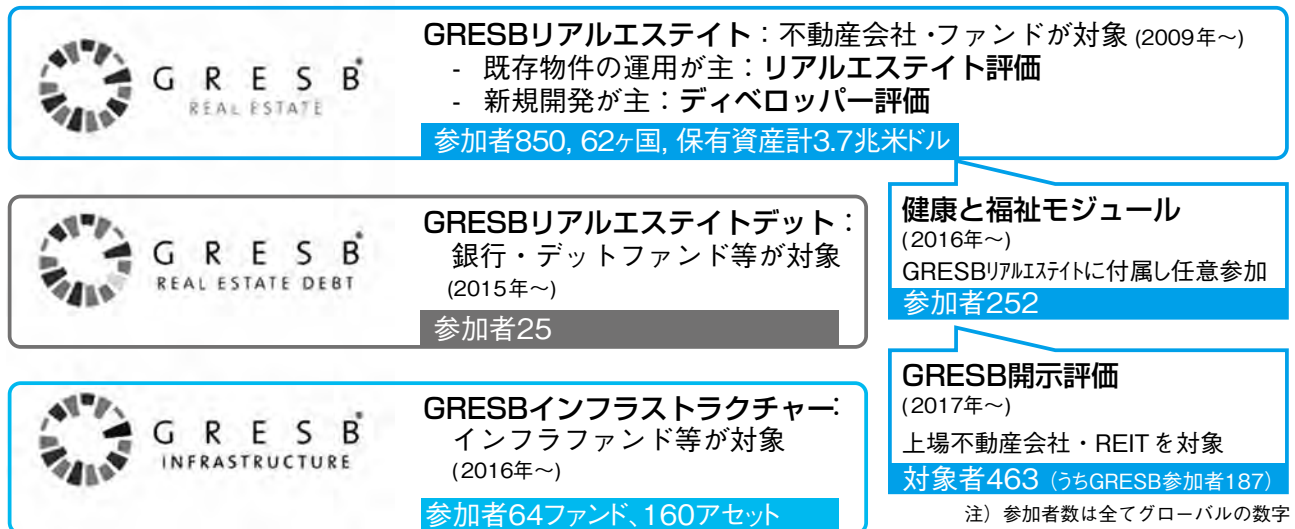
	RobecoSAM CSA *	MSCI ESG Ratings	FTSE Russell ESG Ratings	Sustainalytics ESG Ratings	Vigeo-eiris Sustainability Rating	CDP	GRESB リアルエステイト 評価	GRESB 開示評価
対象産業セクター	全セクター	全セクター	全セクター	全セクター	全セクター	全セクター	不動産 セクター	不動産 セクター
J-REIT	対象	対象	—	対象	対象	対象	対象	対象
不動産セクターに 合わせた 設問・評価体系	○	○	○	○	○	×	○	○
自主的 / 積極的に 参加 **	○	—	—	—	—	○	○	—
評価に使う情報								
開示情報のみ		○	○					○
内部情報も回答	○			○	○	○	○	

（出典： 各社ウェブサイト等より筆者が作成）

* : Corporate Sustainability Assessment (CSA) : ダウ・ジョーンズ・サステナビリティ・インデックスの基となる年次調査。RobecoSAM 社による。

** : 「自主的な参加」は、回答を提出しなければ評価が行われないことを示す。評価への参加自体が各社の積極的な関与を現し、投資家に対するメッセージとなる。「—」の記載は、一般に“勝手格付”と呼ばれるものである。本文中に示すように、その多くが各社からのフィードバックプロセスを持つものの、フィードバック率は一般にはまだまだ高くなく、評価の正確性は各社のアナリストの能力に大きく依存すると思われる。

図表2 GRESB評価の枠組みの広がり



(出典: GRESB公表資料より筆者が作成)

(ESG)配慮を測り、投資先の選定や投資先との対話に用いるためのツールとして、投資家たちによって創設されたものである。

2009年に始まった元来の評価は、現在は「GRESBリアルエステイト」と呼ばれ、そのうち、既存物件の運用を主とする不動産会社・ファンドを対象とした「リアルエステイト評価」が最も良く知られる。本稿では、以降、主にこの評価の結果を述べていく。また近年、不動産会社・ファンドの中でも新規開発を主業とする組織が参加する「ディベロッパー評価」が独立し、独自のスコアやレーティングが与えられている。

GRESBリアルエステイトの中では他にも拡がりが見られ、任意参加の「健康と福祉モジュール」が昨年から始まるとともに(5.2節参照)、今年から「GRESB開示評価」(原語では「GRESB Public Disclosure」)も創設されている(4章参照)。

他に、銀行やデットファンドを対象とした「GRESBリアルエステイトデット」や、インフラファンドが参加する「GRESBインフラストラクチャー」もそれぞれ一昨年、昨年に開始された(本稿末尾のコラム参照)。こうして、GRESBは評価の対象を広げ、実物資産関連の様々なアセットクラスでの投資判断に使えるツールの提供を目指している。

2.2 GRESBメンバーとサポーター

GRESBの評価結果をESG投資の指標として利用する側の「投資家メンバー」は2017年9月現在で66社(運用資産額:17兆米ドル(約1,870兆円))であり、昨年の58社から着実な増加を見せている。評価への参加者側である「不動産会社・運用機関メンバー」も、昨年の118社から今年には161社へ飛躍した。今年初めて、日本の資産運用会社からの加盟があり、ジャパンリアルエステイトアセットマ

ネジメント、ケネディクス不動産投資顧問、野村不動産投資顧問の3社がメンバーに加わっている。また、GRESBを支援する業界団体である「サポーター」としては、従来からの不動産証券化協会(ARES)と日本サステナブル建築協会(JSBC)に加え、本年、日本不動産研究所(JREI)が新たに加盟した。アジア地域では他にも、アジア太平洋不動産協会(APREA)やアジア非上場不動産投資家協会(ANREV)などが「インダストリー・パートナー」としてGRESBを通じたESG投資の普及を積極的に推進している。

3. 2017年リアルエステイト評価の結果概要

3.1 参加者数の推移

図表3のとおり、本年も参加者数は続伸し、グローバルで850、日本で53となった^{注2}。日本の内訳は、上場が

注2

うち、リアルエステイト評価の参加が50、ディベロッパー評価の参加が3であり、後者は全て非上場の参加者であった。

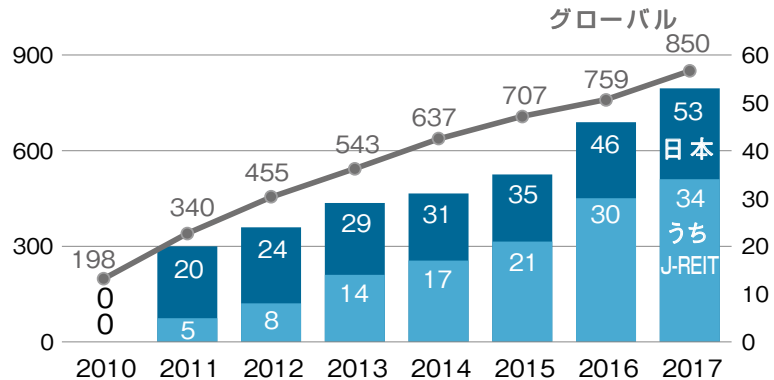
37、非上場が16（運用会社数としては12社）である。上場の中で最も多いのは引き続きJ-REITであり、昨年から4社増の34社で、参加率は時価総額ベースで85%に上っている（2017年9月初め時点）。また、今年の話題としては、国内の生命保険会社からも初めての参加が見られたほか（第一生命保険）、私募リートからの参加数も増加している。

3.2 日本参加者のスコア概要

GRESBの結果は、「実行と計測（IM: Implementation & Measurement）」と「マネジメントと方針（MP: Management & Policy）」の2軸のスコア^{注3}により、図表4のようにプロットされ、その両軸とも50以上の好スコアを獲得した参加者には「グリーンスター」の称号が与えられる。しかし、2015年にグリーンスターが半数超となったため^{注4}、2016年からは相対評価の「GRESBレーティング」が導入され、参加者のロゴにも獲得した★の数が表示されるようになった（図表4の右上が「5スター」のロゴ）。総合スコアのグローバルでの順位によって上位20%が「5スター」、次の20%が「4スター」などと順に呼ばれ、図表上では斜めの境界線で区分されている。

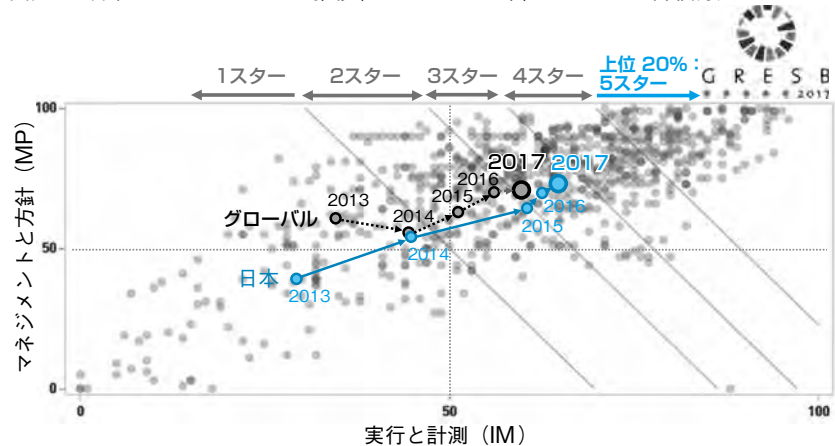
日本参加者の平均スコアをグローバルと比較して見ると（図表4）、日本市場で3年目の評価となる2013年

図表3 GRESBリアルエステイト評価参加者数の推移（2010～2017年）



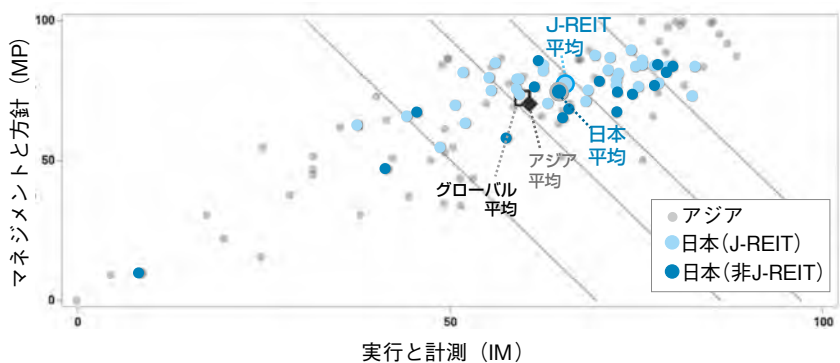
（出典：文献1, 2）より筆者が作成

図表4 日本・グローバルのスコア推移（2013～2017年）とGRESBの評価方式



（出典：文献1, 2）より筆者が作成

図表5 日本・J-REITとアジアのスコア分布（2017年）



（出典：文献2）より筆者が作成

はグローバルを大きく下回っていたものの、2014年で並び、2015年には逆に上回った。その後も今年まで着実に

平均スコアを上げ、グローバル平均より優位を維持している。

また、他のアジア参加者と比較する

注3

MPは会社の方針や体制整備を、IMは施策の実施やデータ計測等を評価する。60問強ある設問ごとにIM・MPどちらに資するものかが決められており、スコアは、満点に対して何%を得点できたかで示される。

注4

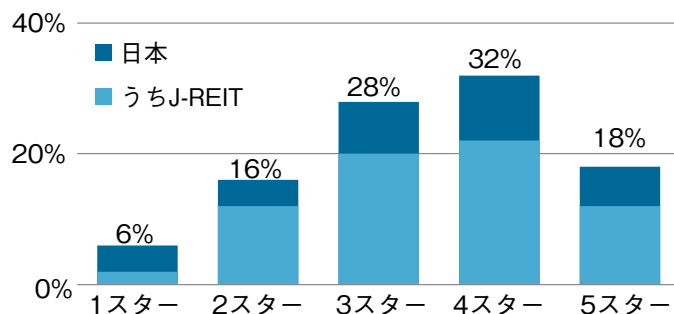
2013年までは全参加者の約2割であった「グリーンスター」は、2014年に36%、2015年に56%と半数を超え、2016年には64%、今年は70%となった。業界全体の取組みが進んだことを表しており、GRESB側も喜ばしいことと捉えている。

と、アジア平均はグローバルと並ぶ位置であり、日本・J-REIT が優位にある（図表5）。ただし、日本からの参加者では上位10%に入る参加者はおらず、残念な結果である^{注5}。

GRESBレーティングで見ると、日本参加者のうち5スターは18%、その多くをJ-REITが占めている（図表6）。最も多いのは4スター（32%）、続いて3スター（28%）の順となっている。

7つの分野別のスコアを見ると、「グリーンビル認証」以外の各分野では、日本・J-REITともグローバルを上回る。「グリーンビル認証」は、日本の平均スコアが昨年から下がった唯一の分野でもあり、特にBELSを初めとした省エネルギー格付の普及など、今後も継続的な取組みが期待される。なお、図表7からは、総合スコア、分野別など、ほぼ全てにおいて、J-REIT平均が日本平均を多少上回っていることも読み取れる。

図表6 日本・J-REITでのGRESBレーティング分布(2017年)



(出典: 文献2)より筆者が作成)

図表7 グローバル・日本・J-REITのスコア比較(2016～2017年)

	グローバル平均	日本平均	J-REIT平均
総合スコア	63 (60)	67 (65)	69 (65)
- 実行と計測 (IM)	60 (57)	65 (62)	65 (62)
- マネジメントと方針 (MP)	72 (68)	74 (70)	77 (73)
分野別			
1. マネジメント	88 (84)	95 (92)	97 (94)
2. ポリシーと開示	75 (71)	83 (79)	89 (84)
3. リスクと機会	67 (64)	70 (65)	72 (66)
4. モニタリングと環境管理システム	69 (66)	74 (65)	72 (63)
5. パフォーマンス指標	50 (48)	60 (58)	62 (59)
6. グリーンビル認証	46 (44)	38 (42)	38 (38)
7. ステークホルダーとの関係構築	67 (64)	68 (66)	69 (65)

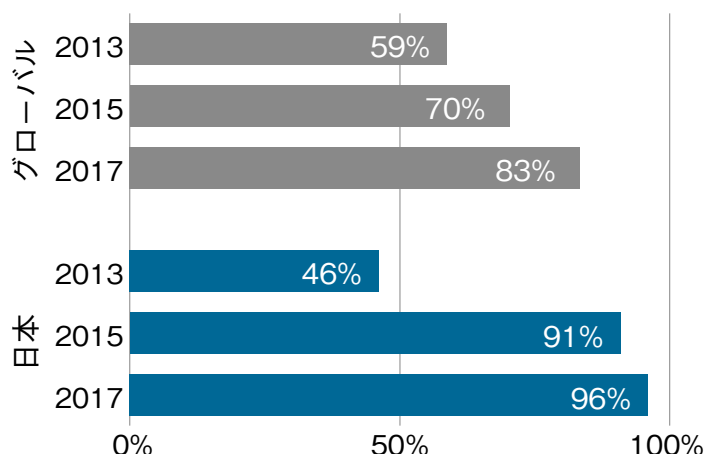
() 内は 2016 年スコア

(出典: 文献1, 2)より筆者が作成)

4. ESG 情報開示とその課題

冒頭の話に戻ろう。ESG情報の開示が急速に注目を集めているが、グローバル、日本とも、ここ数年で取組みが着実に進展してきている。昨今、各社のウェブサイトを見ると、「サステナビリティ」や「ESG」に焦点を当てたページが見られるのが当たり前となったが、2013年には日本参加者の半数以下しかウェブサイトでの開示を行っていなかった（図表8）。

図表8 ウェブサイトでのESG実績の開示(経年比較)



(出典: 文献2)より筆者が作成)

注5

その区分に入るには、後述するグリーンビル認証・省エネルギー格付のより積極的な取得、グリーンリースを初めとしたテナント施策の一層の強化に加え、ESG開示情報やエネルギー消費データ等の第三者レビュー、第三者性のある環境管理システム（EMS）の導入などが課題と考えられる。紙面の都合上、本稿ではその一部だけを論述する。

その後、迅速に取組みが進み、今年
は日本のほぼ全参加者がウェブ上で
の専用セクションを持つとの回答に
至っている。

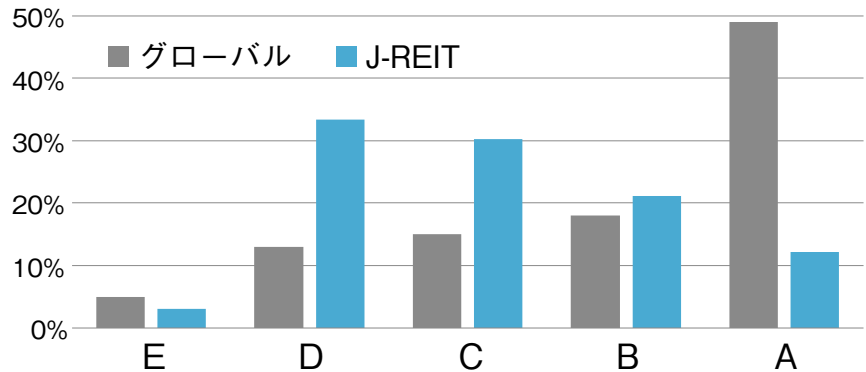
しかし、次の課題は開示の広さと
深さである。

前述のように、今年、「GRESB 開
示評価」が創設された^{注6}。FTSE/
EPRA/NAREIT Developed Index
とGPR 250 Indexの全構成銘柄及
び昨年までのGRESB参加者である
上場不動産会社・ファンドが対象と
なっており、グローバルでは463、日本
では48が評価対象となった。GRESB
リアルエステイトへの参加の有無を問
わず対象となるため、日本でも、リアル
エステイト評価には未参加の大手デ
ベロッパー各社が評価を受けており、
本年のCSRレポートで対応を開示さ
れた三菱地所を初め、多くの方々に
は積極的なご対応をいただいた。

その開示評価の結果を、リアルエ
ステイト評価参加者のみに絞って比
較して見ると、日本とグローバルとで
結果の分布の傾きが逆であることが
分かる（図表9）。グローバルでは最
高ランクのA評価が約半数に上る
が、日本では下から2・3番目のC・D
評価が最も良く見られ、特にJ-REIT
ではA評価を取得したのはほんの数
社であった。

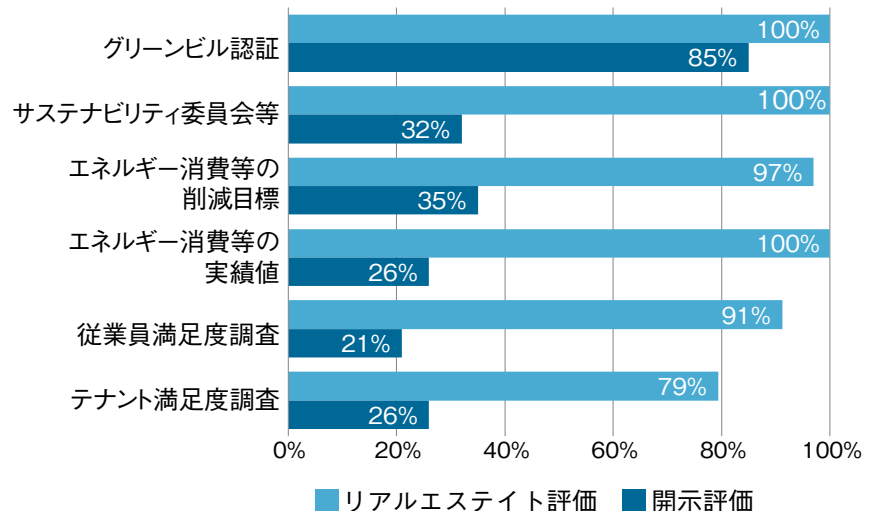
図表10は、日本における「GRESB
リアルエステイト評価」と「GRESB
開示評価」での各項目の回答率であ
る。リアルエステイト評価への回答は
各取組みを実際に行っていることを示

図表9 GRESB 開示評価の結果比較（グローバル・J-REIT）



（出典：文献3）及び弊社データを用いて筆者が作成）

図表10 J-REITにおけるESGの実際の取組み（「リアルエステイト評価」回答率）
とその開示状況（「開示評価」回答率）



（出典：「リアルエステイト評価」については文献2）、「開示評価」については弊社データを用いて筆者が作成）

し、開示評価への回答はその取組み
を開示しているかが現れている。

「グリーンビル認証」（省エネルギー
格付を含む）については、今年リアル
エステイト評価に参加した全ての
J-REIT参加者で取得実績がある。
その開示率も高く、グリーンビル認証
がある場合には、それを開示すること
が通例であると分かる。実際、
J-REIT各社の開示を見ると、サステ

ナビリティのページを最もコンパクトに
作る場合には、グリーンビル認証の
取得実績のみを開示している。

一方で、その他の項目について
は、実際の取組みは進んでいるもの
の開示率は低い。エネルギー消費等
の実績値は、投資先ポートフォリオの
環境負荷を図る上で投資家から注目
される内容であるが、J-REITでの開
示は約3分の1に留まっている。削減

注6

GRESB 開示評価の結果は9月に出され、投資家メンバーに開示されている。開示情報に基づいた評価であるため、将来的には、投資家メンバーのみでなく、他のESGデータベースの利用者からも見られるようにしたいとの議論もある。

目標についても、開示は半数以下に留まり、社内では規定しているものの、様々な理由から「対外的には出せない」との判断をしているJ-REITが多いことがうかがえる。従業員やテナントに対する満足度調査についても、実施率は高いがまだまだ開示率が低い。特に、従業員に関する施策については、投資法人には直接の従業員が存在しないため、これまで開示がほとんど行われてこなかったが、GRESB以外の開示情報に基づくESG評価でもよく問われることもあり、資産運用会社の従業員に関する施策の開示が各社で始まってきた。

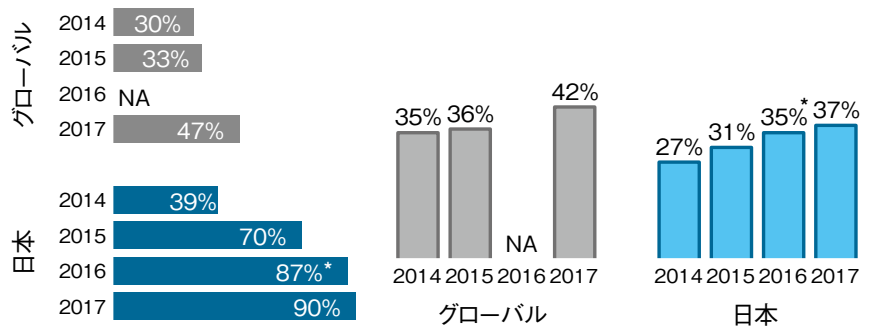
なお、開示評価については、現状は、各項目について何らかの開示があれば良いというレベル感だが、今後、開示の深さなどの要件が厳しくなっていくことが考えられる。その要件に不動産セクターの各社が対応することにより、セクター内での開示の様式が揃い、グローバルに比較可能性が増すことが期待される。GRESBは以前からPRI（責任投資原則）、GRI（グローバル・レポート・イニシアティブ）、SASB（米国サステナビリティ会計基準審査会）などと協働して報告フレームワークの連携を図っており、グローバルな各種の規範と整合した要件となっていくと思われる。

5. 不動産セクターでのその他の課題

5.1 グリーンビル認証と省エネルギー格付

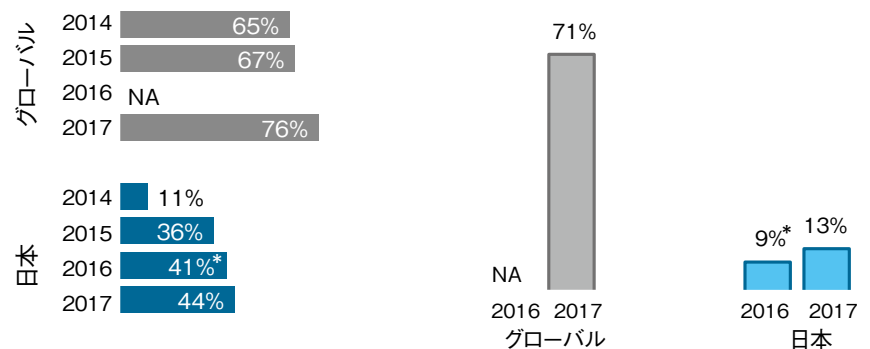
ここでは、CASBEE等の総合的なグリーンビル認証（新築版・既存ビル

図表 11 グリーンビル認証(既存ビル版)の取得率(左)と床面積カバー率(右)のグローバル比較



* 2016年の日本データは弊社推計
(出典: 文献2)より筆者が作成)

図表 12 省エネルギー格付の取得率(左)と床面積カバー率(右)のグローバル比較



* 2016年の日本データは弊社推計
(出典: 文献2)より筆者が作成)

版)と、BELSのようなエネルギー性能に特化した省エネルギー格付について、ポートフォリオでの床面積カバー率が問われる。「グリーンビル認証」の分野は、GRESBの7分野のうちで唯一、日本の平均スコアがグローバル平均を上回ったことのない分野である(図表7)。

図表11のように、既存ビル版のグリーンビル認証の取得率(ポートフォリオの中に1件でも認証を取得した物件のある参加者の割合)は、日本(本年90%)がグローバル(本年47%)を大きく上回る。CASBEE-不動産やDBJ Green Building認証の普及がその駆動力である。ただし、その床面積カバー率(認証を持つ参

加者のみを対象)は、日本平均は37%と、グローバル平均の42%よりもやや低い。さらなる普及の余地がありそうである。

一方、省エネ格付の取得率については、BELSの開始を受けて2015年以降で増加が見られるものの、グローバルとはまだ大きな開きがある(図表12)。また、床面積カバー率の差も非常に大きく、日本では13%に留まる一方、グローバルでは、米国のENERGY STAR、欧州でのEPC、豪州のNABERSなど、以前からベンチマーキングが義務化されている地域が多いため、71%が平均値となっている。弊社データで見ても、最も省エネルギー格付の進んだオ

フィス用途でも、床面積カバー率は20%以下であることが殆どである。日本でも昨春に建築物省エネ法が施行されて省エネ性能表示の努力義務が始まっている。その制度上は必ずしも第三者認証は必要ないものの、BELS普及のための補助事業によって、市場における取得件数は伸びつつあり、今後、政府による後押しも受けながら、更なる普及が期待される。

5.2 健康と福祉

グリーンビルディングの世界では、近年、「健康と福祉」が脚光を浴びている。その理由は、企業の業務費用のうち、光熱費はわずか1%程度である一方、人件費は90%程度を占めるためである。従業員に快適に働いてもらい生産性を高めることの方が、電気代の節減よりもはるかに効果が大きいとの考えが欧米を中心に広がってきた。

「健康と福祉」に係るグリーンビル認証で最も有名なものが、米国発のWELL Building Standardである。人の健康性・快適性の観点から建物を評価するもので、主な評価項目は、空気、光、水、栄養、フィットネス、心、快適性の7分野。このうち、空気、光などの分野は、CASBEEやLEEDの室内環境などの分野と重なっている。

一方、栄養（健康的な食物の摂取など）、心（マインドフルネス、バイオフィリアなど）、水（水質、水の摂取）分野や、快適性（人間工学など）、フィットネス（階段利用、ジムへのアクセスなど）分野の項目の一部は、従来のグリーンビルディング認証

にはない新たな考え方である。

海外では既に、大手不動産会社や金融機関などが自社オフィスにWELL認証を取得している。日本ではまだWELL認証を取得した物件はないが、国土交通省では健康と快適性に特化した認証制度の創設を主要政策の1つに掲げており、さらには、認証制度の普及促進により、不動産の環境性と健康性・快適性が鑑定評価にも反映されることを後押ししている。

GRESBでも、昨年から「健康と福祉モジュール」が創設された。リアルエステイト評価の参加者が任意で参加でき、独立して評価される。グローバルの参加者は252で、リアルエステイト参加者の30%に上り、その割合は昨年（それぞれ174、23%）から大きく伸びている^{文4}。日本からも今年初めて参加があり、7社・ファンド（うちJ-REITが5、私募ファンドが2）が評価を受けて、うち2者が好成績を示す「リーダー」に区分された。なお、「健康と福祉モジュール」参加者の「リ

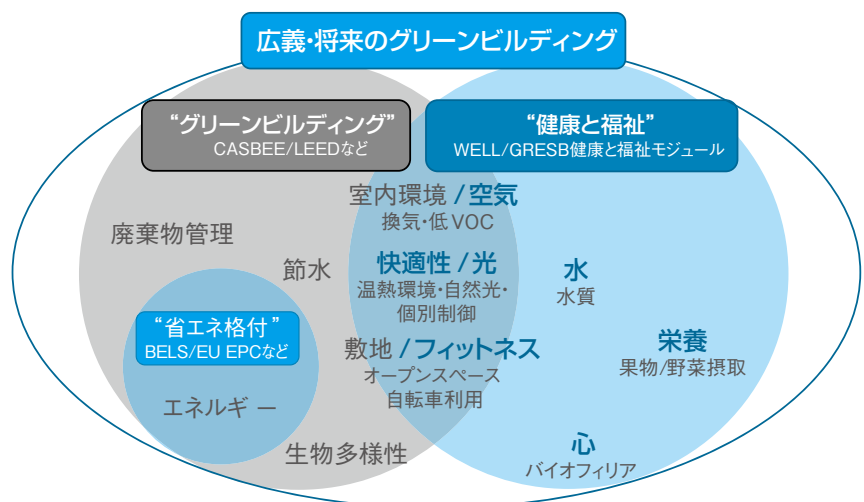
アルエステイト評価」での平均スコアは70とグローバル平均（63）を大きく上回って4スターに乗っており、ESG全般の取組みが進んでいる参加者ほど「健康と福祉」に関する取組みも始めていることが感じられる。

なお、本モジュールは、従業員・テナントそれぞれへの取組みに分けて計10問で構成されているが、来年以降は「リアルエステイト評価」の本編の中にそのエッセンスが織り込まれ、モジュール自体はなくなる可能性も議論されている。

5.3 グリーンリース

グリーンリースとは、「ビルオーナーとテナントが協働し、不動産の省エネなどの環境負荷の低減や執務環境の改善について契約や覚書等によって自主的に取り決め、取り決め内容を実践すること」^{文5}である。2005年頃から豪州、欧州、米国などで始まり、日本でも、2016年2月に国土交通省から「グリーンリース・ガイド」^{文5}が出されたことを機に、普及に向けた動

図表13 「健康と福祉」に焦点を当てたグリーンビル認証



（出典：筆者が作成）

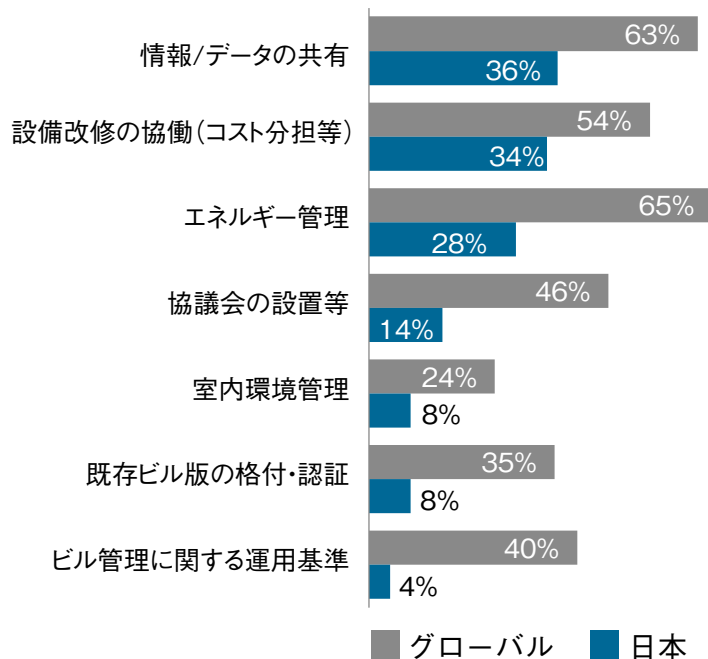
きが広がっている。テナントビルの環境性能の向上にはテナントの協力が不可欠なため、グリーンリースは、物件の環境性能の向上に積極的に働きかける「エンゲージメント」の手法として、省エネ改修などと並んで投資家に重視されており、他の ESG 評価でも良く問われる内容である。

今年のリアルエステイト評価では、国内参加者の64%（2014年は19%）がグリーンリースに取り組んでいるとの結果になり、グローバル参加者の導入率80%にはまだ及ばないものの、かなり取り組みが進んできたといえるだろう。ただし、グリーンリースの内容を見ると、日本と海外で違いがある。

日本で「グリーンリース」というと、「改修を伴うグリーンリース」を指すことが比較的多い。それは、オーナーが照明・空調などの設備を改修し、その省エネのメリットをテナントが享受する場合に、テナントがオーナーに対してメリットの一部をグリーンリース料などの形で還元するものである。GRESBへの回答でも、「設備改修の協働」は日本で最も回答が多い項目の1つである。昨年来、国（環境省・国土交通省）や東京都が補助制度を行っていることも普及を後押ししている。これらの例では、オーナー主導でテナントへの協力を呼びかけることが一般的であり、国の補助事業の今年度採択者には、J-REITの名前も複数見られる。

一方海外では、設備改修だけではなく、エネルギー管理、室内環境などの「運用改善のグリーンリース」の比重が高い。今年のリアルエステイト評価のグリーンリースの設問の基

図表14 グリーンリース条項の内容(2017年)



(出典: 文献3)より筆者が作成)

となった豪州ベター・ビルディング・パートナーシップの賃貸借契約条項の雛型^{文6}(昨年9月発行)では、「運用改善のグリーンリース」に関するオーナー・テナント両者の義務を、幅広くかつ詳細に取り決めている。また、これらの場合、テナントが主導でのグリーンリース契約であることも多いのが特徴である。図表14に示す通り、日本でも、「情報/データの共有」や「エネルギー管理」が「設備改修の協働」と並んで見られるようになってきており、「運用改善のグリーンリース」が拡がりつつあると感じられる。

6. おわりに

見てきたように、J-REITを含む日本の不動産セクターでは、ESG情報を開示すること自体は一般的になってきたものの、まだ開示内容の充実に課

題が残っている。冒頭で述べたような開示へ要望の高まりが今後数年で業界の標準レベルを大きく変えていくであろう。また、「グリーンビル認証」(CASBEE等)や「省エネルギー格付」(BELS等)の普及、テナントとの協働を促す「グリーンリース」の浸透も引き続きの課題である。一方で、新しい視点として「健康と福祉」が注目され始めている。働き方改革など労働環境や生産性を重視する流れからも、今後、国内での拡がりが見込まれ、「健康と福祉」に焦点を当てた認証の創設も近そうである。

GRESBでは本年9月、「2017 GRESB Investors Survey Results (2017年GRESB投資家調査の結果)」^{文7}と題したレポートを出した。そこでは、回答したGRESB投資家メンバー(35機関)のうちの94%が「何らかの形でGRESBの結果を投資プロセスに用

いている」と報告した。また、多く（66%）の投資家が何らかの形でGRESBへの参加を投資先に義務付けていると回答している（私募の投資先の例が多いと思われる）。その一方で、結果に関する目標は定めていない例が多く（65%）、現段階では「パフォーマンスよりも透明性が重要」との考えが強いと、GRESBは指摘し

ている。

昨年12月には、GRESB参加者のみを対象としたESG指数が米国のノーザン・トラスト・アセット・マネジメントによって開発され、それに連動したパッシブ運用ファンドもオランダで創設された。当該ファンドのパフォーマンスなどはまだこれからであるが、以前から多かった私募ファンドへの投資やア

クティブ運用だけでなく、パッシブ運用の世界でもこうした形の利用が始まっていることは注目すべきであろう。

ESG投資は、SDGsが目指す持続可能な発展を実現するために不可欠であり、GRESBは、実物資産におけるESG投資の実践ツールとして、今後ますます重要な役割を果たしていくものと期待される。

参考文献

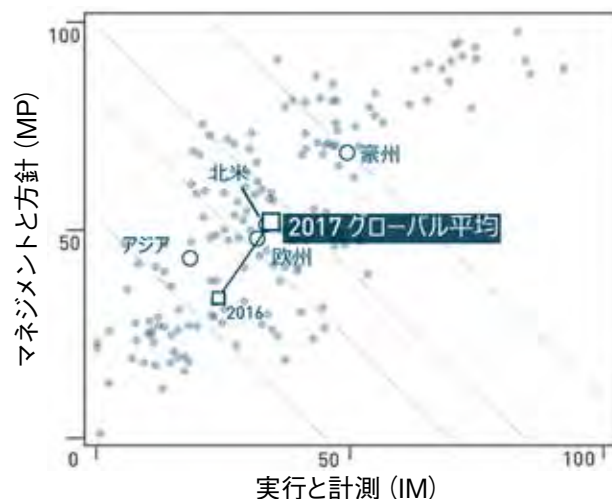
- 1) 2017 GRESB Real Estate Global Results: <https://gresb.com>
- 2) 2013～2017年GRESB評価日本市場データ（非公開）
- 3) 2017 GRESB Public Disclosure Snapshot: <https://gresb.com>
- 4) 2017 GRESB Real Estate Health & Well-being Snapshot: <https://gresb.com>
- 5) 国土交通省「グリーンリース・ガイド」: http://www.mlit.go.jp/totikensangyo/totikensangyo_tk5_000150.html
- 6) Better Building Partnership「BBP Leasing Standard Template Clauses」: <http://www.betterbuildingspartnership.com.au/projects/leasing/>
- 7) 2017 GRESB Investors Survey Results: <https://gresb.com>
- 8) 2017 GRESB Infrastructure Results: <https://gresb.com>

コラム GRESB インフラストラクチャー

空港、道路、公共施設といったインフラの大規模な更新時期が近付きつつある日本でも、近年、インフラストラクチャー投資は注目を集め、徐々に市場も広がりつつある。GRESBでは、このようなインフラ投資におけるESG配慮を測るベンチマークとして、「GRESBインフラストラクチャー」を2016年より開始した。

GRESBインフラストラクチャーは、インフラファンドを対象とする「ファンド評価」と、ファンドの投資先となるインフラ資産やインフラ企業を対象とする「アセット評価」の2種から構成されている。「ファンド評価」では、主にファンドの投資運用プロセスの中にESGがどのように組み込まれているかが評価される。「アセット評価」においては、投資対象となるインフラ・アセットにおけるESGマネジメント体制、CO₂排出量などのパフォーマンス実

図表15 GRESBインフラストラクチャー
アセット評価のスコア分布と地域別平均



（出典：文献8）より筆者が作成）

績、ESGリスク評価やステークホルダー・エンゲージメントの状況などが問われる。

今年度の評価には、グローバルで計224（64ファンド+160アセット）が

参加し、昨年の185（51ファンド+134アセット）から着実な増加を見せている。インフラ投資の先進国である欧州・北米・豪州からの参加が多いものの、今年はアジア初として、日本から

も日本再生可能エネルギーインフラ投資法人がファンド評価に、当該投資法人が保有する太陽光発電施設 1 件がアセット評価に参加している。

今年度のアセット評価参加者は、アセットのタイプ別に 9 つのセクターに分類された。最も参加者が多かったセクターは再生可能エネルギー生成施設（大規模型）であり、全体の 17% となった。分散型（全体の 9%）を合わせると、再生可能エネルギー生成施設は全参加者の 4 分の 1 以上を占めている。一方、セクター平均スコアは、

空港や有料道路などの伝統的な社会インフラで高くなっている。現状の GRESB インフラストラクチャー評価はセクターに拠らない共通の設問構成であるが、例えば太陽光を中心とした再エネ施設には、大気汚染物質排出量などの設問項目は馴染みにくいという事情もあり、今後、セクター別の特性を踏まえた評価方式の導入も検討されている。

地域別の傾向としては、豪州地域の参加者が特に高い成績を収めており、アセット評価の上位 10 者中 5 者が豪

州からの参加者であった。欧米・豪州から始まり、日本含むアジア圏が追隨していくという普及の順序は、GRESB リアルエステイトがかつて経験した流れとよく似ている。まだインフラ投資市場が発展途上である日本においても、GRESB インフラストラクチャーで測るような ESG の取組みが進むことにより、ESG 投資マネーの呼び込みや長期の安定的なファンド運用に繋がりを、市場全体が発展することを期待したい。

ほりえ りゅういち

不動産・インフラストラクチャー投資運用への ESG 組込みに係る支援業務や、環境不動産に関する公的な調査業務を行う CSR デザイン環境投資顧問株式会社の代表取締役社長。以前は、日本興業銀行、メリルリンチ証券に勤務後、ドイツ証券ではマネージング・ディレクターとして再生可能エネルギーファンドなどを含むストラクチャード・ファイナンス業務を統括。東京大学法学部卒、カリフォルニア大学バークレー校 MBA、桜美林大学大学院非常勤講師、LEED AP、CASBEE 不動産評価員、国土交通省「ESG 投資の普及促進に向けた勉強会」座長、国連環境計画・金融イニシアティブ (UNEP FI) 不動産 WG 顧問、責任投資原則 (PRI) 日本ネットワーク不動産 WG・インフラ WG 議長、GRESB ベンチマーク委員会委員など。

たかぎ ともこ

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

たなべ よしひと

CSR デザイン環境投資顧問株式会社 コンサルタント。東京大学大学院農学生命科学研究科において森林政策学を専攻、森林におけるサステナビリティや企業の CSR 活動などを研究。2016 年より CSR デザイン環境投資顧問株式会社に入社し、GRESB リアルエステイト、GRESB インフラストラクチャーに関するコンサルティング業務に従事。修士（農学、東京大学大学院）。LEED Green Associate、CASBEE 不動産評価員。

● インフラ・PPP 投資市場の幕明け

第 18 回

道路事業の民営化とコンセッション方式④
～米国の道路事業における民間運営（下）～

福島 隆則

株式会社三井住友トラスト基礎研究所
投資調査第 1 部
主席研究員

はじめに

前回、前々回^{注1}と2回にわたり、米国道路事業の民間運営について考察を行ってきた。1950年代～1960年代に既にコンセッション方式を導入していたフランス、イタリア、スペインなど欧州諸国と比べると、米国は1990年代によく民営化案件が見られるようになった後発組であるが、現在はこの分野で世界最大のマーケットと言われるに至っている。こうした急成長の背景には、世界一の道路総延長を抱えるなど元々の市場規模が大きかったこともあるが、一方で、政府によるさまざまな支援策があったことも見逃せない。特に金融面での支援策は、道路のように規模が大きく、リスク構造が複雑な事業における民間参入

の促進に、非常に役立ったと言えるだろう。

このような米国における道路など交通インフラの官民連携（PPP：Public-Private Partnership）事業への金融支援策は、「Innovative Finance Support（革新的金融支援）」と呼ばれており、その中にさまざまな支援ツールが用意されている。これらのツールは文字通り“Innovative（革新的）”で、今後我が国でも道路事業の民間運営を進めていく上で参考になる点も多いだろう。

そこで今回は、特に頻繁に利用されているツールである「TIFIA 信用プログラム」と「プライベート・アクティビティ・ボンド」を中心に、米国の道路 PPP 事業における金融支援策について考察していきたいと思う。

TIFIA 信用プログラム

TIFIA とは、1998年に制定された「交通社会資本資金調達および革新法（TIFIA：Transportation Infrastructure Finance and Innovation Act）」のことで、この法律に基づく金融支援ツールが、「TIFIA 信用プログラム（TIFIA Credit Program）」である。

TIFIA 信用プログラムは、米国全体にとって、あるいは特定の地方／地域にとって意義のある重要な交通インフラ事業を対象に、政府資金を“呼び水”として民間資金の活用を図ろうとするものである。ここで“交通インフラ事業”とあるように、具体的な対象は道路事業に限らず、バスや鉄道、自転車や歩行者に関する事業なども含まれる。

注 1

ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.37, 2017 May-June 「道路事業の民営化とコンセッション方式②～米国の道路事業における民間運営（上）～」、ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.39, 2017 September-October 「道路事業の民営化とコンセッション方式③～米国の道路事業における民間運営（中）～」

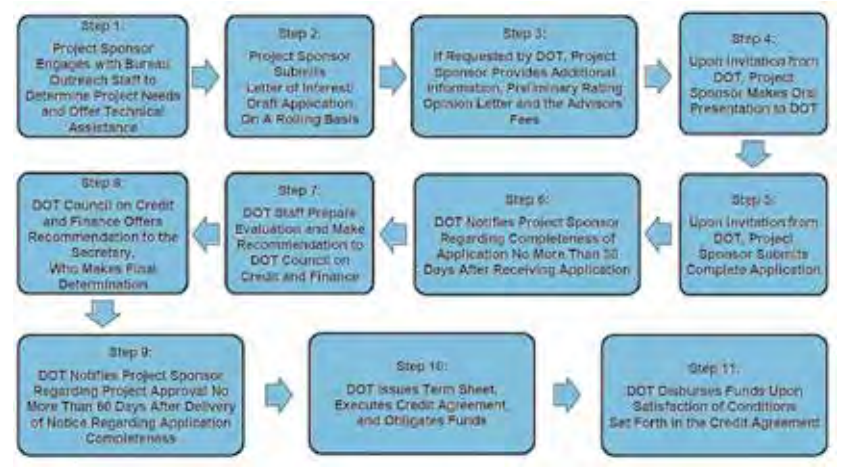
金融支援の手段としては、「直接融資（Direct Loans）」、「債務保証（Loan Guarantees）」、「信用供与枠（Standby Lines of Credit）」の3つが用意されている。いずれにおいても、市場からの調達などと比べて金利コストが安く、返済スケジュールも柔軟に設定できることなどが利点となっている。

また、TIFIA 信用プログラムを劣後債権に位置付けられる点も重要である。このことにより、資本市場などを活用する優先債権の信用力が高められ、より有利な条件で資金調達を行うことができるためである。

一方、このプログラムを利用するには、いくつかの要件を満たす必要がある。主なものとしては、総事業費が一定額以上^{注2}であることや、優先債権と TIFIA 信用プログラムの債権について2つ以上の格付け会社から投資適格の格付けを得ることなどがある。さらに、このプログラムからの資金調達額は、総事業費の33%までという上限もある。

図表1に、TIFIA 信用プログラムの承認プロセスを示した。一見煩雑に見えるプロセスは利用が敬遠される懸念もあるが、米国運輸省の「Report on Highway Public-Private Partnership Concessions in the United States」（2016年12月）によると、2016年までに契約された28件の道路 PPP 事業のうち19件で TIFIA 信用プログラムが利用されており、非常に人気の高いツールであることがわかる（図表2）。この19件

図表1 TIFIA 信用プログラムの承認プロセス



出所) U.S. Department of Transportation (USDOT)、「TIFIA Credit Program Overview」（2017年1月）

図表2 米国の道路 PPP 事業における TIFIA 信用プログラムとプライベート・アクティビティ・ボンドの利用状況

	道路 PPP 事業	事業形態	契約年	TIFIA	PABs
①	Teodoro Moscoso Bridge	DBFOM 型	1992		
②	91 Express Lanes	DBFOM 型	1993		
③	Dulles Greenway	DBFOM 型	1993		
④	South Bay Expressway	DBFOM 型	2003	○	
⑤	Chicago Skyway	長期リース型	2005		
⑥	Pocahontas Expressway / Richmond Airport Connector	長期リース型	2006	○	
⑦	Indiana Toll Road	長期リース型	2006		
⑧	I-495 Capital Beltway High-Occupancy Toll (HOT) Lanes	DBFOM 型	2007	○	○
⑨	Northwest Parkway	長期リース型	2008		
⑩	SH 130 (Segments 5-6)	DBFOM 型	2008	○	
⑪	I-595 Corridor Roadway Improvements	アベイラビリティ・ペイメント型	2009	○	
⑫	Port of Miami Tunnel	アベイラビリティ・ペイメント型	2009	○	
⑬	North Tarrant Express (I-820 and SH 121/183)	DBFOM 型	2009	○	○
⑭	LBJ Express	DBFOM 型	2010	○	○
⑮	PR-22 and PR-5 Lease	長期リース型	2011		
⑯	Elizabeth River Tunnels: Downtown Tunnel/ Midtown Tunnel/MLK Expressway Extension	DBFOM 型	2012	○	○
⑰	Presidio Parkway	アベイラビリティ・ペイメント型	2012	○	
⑱	I-95 HOV/HOT Lanes	DBFOM 型	2012	○	○
⑲	North Tarrant Express 35W Project	DBFOM 型	2013	○	○
⑳	Goethals Bridge Replacement	アベイラビリティ・ペイメント型	2013	○	○
㉑	U.S. 36 Express Lanes (Phase 2)	DBFOM 型	2014	○	○
㉒	I-77 Express Lanes	DBFOM 型	2014	○	○
㉓	I-69 Section 5	アベイラビリティ・ペイメント型	2014		○
㉔	I-4 Ultimate	アベイラビリティ・ペイメント型	2014	○	
㉕	Pennsylvania Rapid Bridge Replacement Project	アベイラビリティ・ペイメント型	2015		○
㉖	Southern Ohio Veterans Memorial Highway	アベイラビリティ・ペイメント型	2015	○	○
㉗	Ohio River Bridges - East End Crossing	アベイラビリティ・ペイメント型	2015	○	○
㉘	SH 288 Toll Lanes	DBFOM 型	2016	○	○

出所) U.S. Department of Transportation、「Report on Highway Public-Private Partnership Concessions in the United States」（2016年12月）をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注2

総事業費の最小は原則 50 百万ドルであるが、高度交通システム（ITS：Intelligent Transportation System）に関する事業の場合は 15 百万ドル、公共交通指向型開発（TOD：Transit Oriented Development）に関する事業や地方の事業の場合は 10 百万ドルと、特定の事業における緩和措置が設けられている。

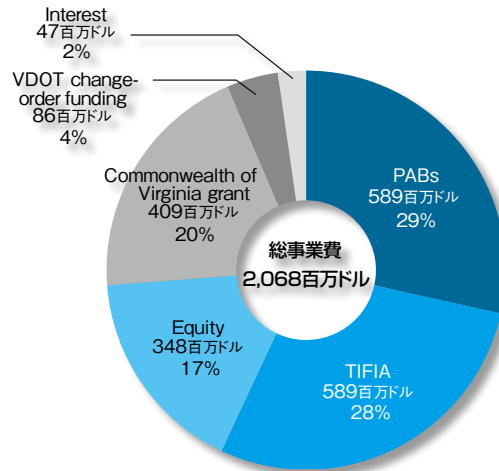
の事業から、⑧の「インターステート495号線首都環状道路 HOT レーン事業（I-495 Capital Beltway High-Occupancy Toll（HOT）Lanes）」と、前回のレポートでも紹介した⑩の「インターステート595号線改良事業（I-595 Corridor Roadway Improvements）」の資金供給源を、それぞれ図表3、図表4に示した。特に後者の事例では、TIFIA 信用プログラムを上限いっぱいまで利用している様子が読み取れるだろう。

プライベート・アクティビティ・ボンド

「プライベート・アクティビティ・ボンド（PABs: Private Activity Bonds）」とは、米国運輸長官（Secretary of Transportation）の承認を受けて民間部門が発行する免税債のことである^{注3}。通常、民間部門は免税債を発行できないが、病院や住宅の整備など公共目的に添った事業の資金調達に限り、例外的に発行が認められてきたのがプライベート・アクティビティ・ボンドである。その対象事業として、2005年に道路事業が追加された。

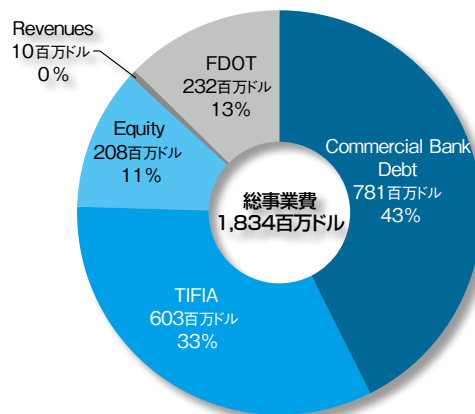
前々回のレポートで述べたように、米国の高速道路は1950年代まで、有料道路として州レベルで整備されてきたが、1956年の「連邦補助高速道路法（Federal-Aid Highway Act）」や「道路歳入法（Highway Revenue Act）」の制定、道路利用者税（自動車燃料税等）を原資とす

図表3 インターステート495号線首都環状道路 HOT レーン事業の資金供給源



出所) Federal Highway Administration (FHWA) HP、「Project Profiles (Capital Beltway High Occupancy Toll Lanes (I-495))」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表4 インターステート595号線改良事業の資金供給源 (再掲)



出所) Federal Highway Administration (FHWA) HP、「Project Profiles (I-595 Corridor Roadway Improvements)」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

る「道路信託基金（Highway Trust Fund）」の設立などを経て、無料道路としての整備が進むようになった。その結果、全米レベルでの高速道路網整備は1970年代にほぼ完了するが、その頃から道路維持管理費の増大や自動車燃料税収の減少による財源不足が問題になり始めた。そこで、1980年代に入ると米国

政府は、民間資金の活用を含めた有料道路の整備へと再び政策を転換する。この政策転換がきっかけとなり、米国の道路事業で民間運営が進むようになったほか、それまで無料道路に限られていた政府資金の投入対象が、有料道路にも広がるようになった。

そして1990年代に入ると、こ

注3

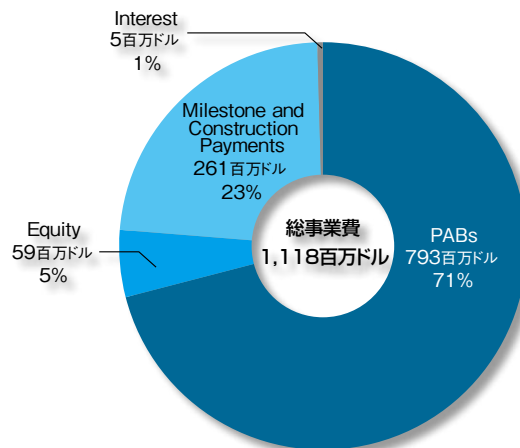
先日（2017年11月2日）、米国下院共和党が発表した税制改革法案には、プライベート・アクティビティ・ボンドの免税措置の廃止も含まれており、今後の検討の推移に留意する必要がある。

の政府資金について、道路を含む陸上交通インフラの向こう6年間の予算を定めるISTEA、TEA-21、SAFETEA-LUなどの法律^{注4}が作られるようになる。ISTEAとは、1991年に制定された「総合陸上交通効率化法（Intermodal Surface Transportation Efficiency Act）」を、TEA-21とは、1998年に制定された「21世紀交通公平化法（Transportation Equity Act for the 21st Century）」を、そしてSAFETEA-LUとは、2005年に制定された「安全で、説明責任を果たし、柔軟かつ効率的な交通公平化法：利用者への遺産（Safe, Accountable, Flexible and Efficient Transportation Equity Act: A Legacy for Users）」をそれぞれ意味する。この中のTEA-21においてTIFIAが創設され、SAFETEA-LUにおいて、プライベート・アクティビティ・ボンドの対象に道路事業が追加されている。

また、SAFETEA-LUでは、プライベート・アクティビティ・ボンドの発行総額の上限を150億ドルと定めており、米国運輸長官（Secretary of Transportation）にその配分権限を与えている。2017年1月23日現在、プライベート・アクティビティ・ボンドの既発行額は約66億ドル。既配分額は約43億ドルとなっている。

図表2からは、2016年までに契約された28件の道路PPP事業のうち14件でプライベート・アクティビティ・

図表5 ペンシルベニア早期橋梁架け替え事業の資金供給源



出所) Federal Highway Administration (FHWA) HP、Project Profiles (Pennsylvania Rapid Bridge Replacement Project)」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

ボンドが利用されており、TIFIA 信用プログラムと同様、人気の高いツールであることがわかる。また、その14件のうち12件は、TIFIA 信用プログラムとの併用になっている。

プライベート・アクティビティ・ボンドの発行第1号となったのは、⑧の「インターステート495号線首都環状道路HOTレーン事業（I-495 Capital Beltway High-Occupancy Toll (HOT) Lanes)」で、やはりTIFIA 信用プログラムとの併用であった（図表3）。一方、プライベート・アクティビティ・ボンドのみを利用した事例として、②⑤の「ペンシルベニア早期橋梁架け替え事業（Pennsylvania Rapid Bridge Replacement Project）」の資金供給源を図表5に示した。TIFIA 信用プログラムを併用している事業としていない事業で、プライベート・アクティビティ・ボンドの利用割合が大きく異なる様子が見取れるだ

ろう。

その他の金融支援ツールと我が国への応用

米国の「Innovative Finance Support（革新的金融支援）」には、これらのほかにもさまざまな支援ツールがある。

例えば、「ガービー（GARVEEs：Grant Anticipation Revenue Vehicles）債」と呼ばれるツールは、州政府や公社など公的機関が発行できる債券で、金利や元本、関連費用などの支払いに、米国政府から将来受け取る予定の補助金を充当できるものである。主に、大規模で長期間にわたる事業のファンディング・ギャップを埋める目的で利用されている。

また、「129条融資（Section 129 Loans）」と呼ばれるツールは、米国政府からの補助金を活用して、州政

注4

我が国でいうところの「道路整備5カ年計画」のようなものである。

府が特定の要件を満たす事業に直接融資を行うものである。返済された資金は別の事業に再利用することで、政府の補助金を州の中で循環させることを目的としている。

我が国には残念ながら、道路など交通インフラのPPP事業に限定して、ここまで体系化された“Innovative(革新的)”な金融支援ツールは存在しない。政府などによる金融支援といえば、すぐに補助金がいふかぶかもしれないが、今回紹介した米国の支援ツールはいずれも、政府資金を使いやすくすることで民間資金の“呼び水”となることを目指している点で、一般的な補助金とは大きく異なる。資金循環を起こして経済を活性化させることこそが、PPPの究極のゴールと考えられているためである。

民間資金の“呼び水”という意味では、我が国にも、俗に“官民連携インフラファンド”と呼ばれる「株式会社 民間資金等活用事業推進機構」がある。同機構は2013年10月に政府と民間の出資で設立され、独立採算型等のPFI事業(図表6)を対象に、優先株や劣後債への投融資を行っている(図表7)。道路など交通インフラのみを対象にしたものではないが、関西国際空港・大阪国際空港や愛知県有料道路のコンセッション事業で投融資の実績があ

図表6 PFI事業の3類型(再掲)

■ サービス購入型



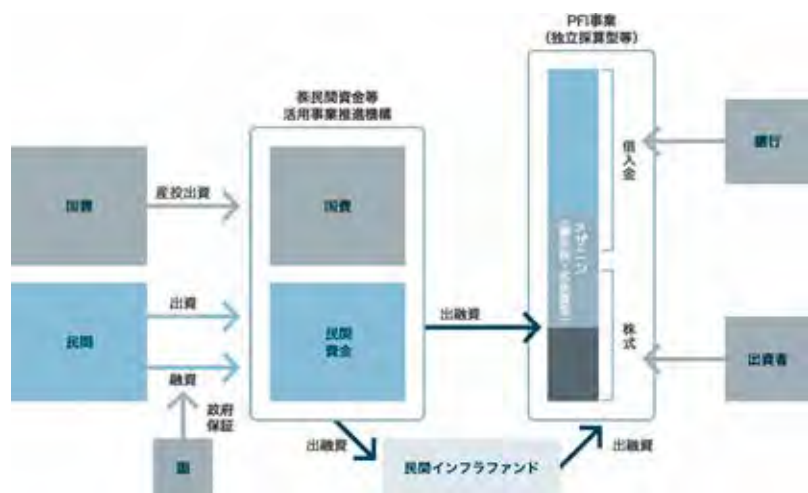
■ 独立採算型



■ 混合型



図表7 民間資金等活用事業推進機構のスキーム図



出所)株式会社 民間資金等活用事業推進機構 HP

る。

一方で、基本的にサービス購入型のPFI事業(図表6)は対象外となるため、前回のレポートで紹介した「アベイラビリティ・ペイメント型事業」には使えない。今後我が国でも

道路事業の民間運営を進めていくのであれば、米国のような、多様でかつ資金循環と経済活性化を究極のゴールとした、“Innovative(革新的)”な金融支援ツールが必要になってくるだろう。

参考文献

- Federal Highway Administration (FHWA) HP、「Innovative Finance Support」(<https://www.fhwa.dot.gov/ipd/>)
- U.S. Department of Transportation (USDOT) HP、「TIFIA Credit Program Overview」(<https://www.transportation.gov/tifia/tifia-credit-program-overview>)
- U.S. Department of Transportation、「Report on Highway Public-Private Partnership Concessions in the United States」(2016年12月)
- Federal Highway Administration (FHWA) HP、「Project Profiles (I-595 Corridor Roadway Improvements)」(https://www.fhwa.dot.gov/ipd/project_profiles/fl_i595.aspx)
- Federal Highway Administration (FHWA) HP、「Project Profiles (Capital Beltway High Occupancy Toll Lanes (I-495))」(https://www.fhwa.dot.gov/ipd/project_profiles/va_capital_beltway.aspx)
- U.S. Department of Transportation (USDOT) HP、「Private Activity Bonds」(<https://www.transportation.gov/buildamerica/programs-services/pab>)
- Federal Highway Administration (FHWA) HP、「Intermodal Surface Transportation Efficiency Act of 1991 Information」(https://www.fhwa.dot.gov/planning/public_involvement/archive/legislation/istea.cfm)
- Federal Highway Administration (FHWA) HP、「TEA-21 - Moving Americans into the 21st Century」(<https://www.fhwa.dot.gov/tea21/index.htm>)
- Federal Highway Administration (FHWA) HP、「SAFETEA-LU」(<https://www.fhwa.dot.gov/safetealu>)
- Federal Highway Administration (FHWA) HP、「Project Profiles (Pennsylvania Rapid Bridge Replacement Project)」(https://www.fhwa.dot.gov/ipd/project_profiles/pa_rapid_bridge.aspx)
- Federal Highway Administration (FHWA) HP、「Grant Anticipation Revenue Vehicles (GARVEEs)」(https://www.fhwa.dot.gov/ipd/finance/tools_programs/federal_debt_financing/garvees)
- Federal Highway Administration (FHWA) HP、「Section 129 Loans」(https://www.fhwa.dot.gov/ipd/finance/tools_programs/federal_credit_assistance/section_129)
- 株式会社 民間資金等活用事業推進機構 HP、「機構概要」(<http://www.pfipcj.co.jp/about/overview.html>)
- 株式会社 民間資金等活用事業推進機構 HP、「支援対象一覧」(http://www.pfipcj.co.jp/activity/support_list.html)

ふくしま たかのり

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

第20回

店舗出退店の実態と
商業施設を取り巻くマクロ要因

～ 来たるべきパラダイムシフトに備えて ～



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)

山田 賢一

株式会社ザイマックス不動産総合研究所
マネジャー

はじめに

商業施設は、オフィスなどと並ぶ不動産投資・融資における重要なアセットであるが、他の用途と異なる特徴がある。オフィスや住宅においては、立地や建物仕様、管理状態などを与件として、空間の価値が創造され、賃料などの経済価値が生まれる。これに対して、商業施設は、そこでどれほどの売上や利益を上げられるかが重要であり、その結果として、商業事業者（以下、「事業者」）のビジネスサイクルは比較的短く、変化のスピードが速いという特徴がある。店舗は常

に社会環境・マーケット・競合環境・消費者のライフスタイルの変化などに直面しており、これらの変化に柔軟に対応していかなければ事業の継続や成長は難しい。近年では、コンビニエンスストアにみられるように、事業戦略として、店舗の新規出店を行いながらも、不採算店舗の大量閉店を行う事業者が増えてきている。事業者にとって、出店と退店は別個のものではなく、表裏一体として継続的に行う成長戦略であり、最も重要な不動産戦略の一つであるといえよう。

一方、投資家や施設所有者・地主などにとっては、テナントである事業

者の出退店は不動産収益に最も影響を与える重大なイベントであるにも関わらず、事業者の出退店の実態や考え方はあまり認識されていない。また、これに関して幅広い業種にわたって定量・定性的に分析した調査も世の中にはほとんど存在しない。そこで、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、これらの点を明らかにすべく、早稲田大学小松幸夫研究室^{注1}との共同研究として「商業店舗の出退店に関する実態調査」^{注2}を実施した。

本稿の第1章では、事業者へのアンケート調査及びヒアリングに基づき、

注 1

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

注 2

ザイマックス総研ホームページ（<https://soken.xymax.co.jp/>）2017年9月29日発表「商業店舗の出退店に関する実態調査2017」レポート参照

出退店に関する方針・優先順位・運用などの実態を紹介する。第2章では、少子高齢化やEコマースの進展などの社会的・経済的なマクロ要因が今後の商業施設に与える影響について整理・考察する。

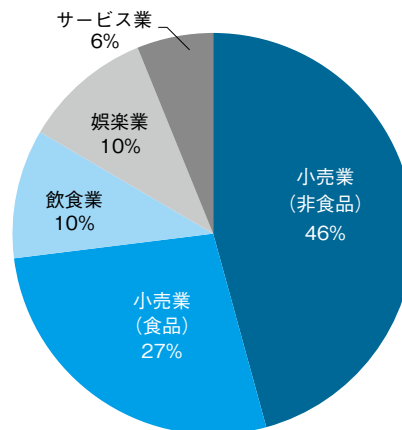
商業施設への不動産投資にあたっては、テナントである事業者の戦略や考え方及び事業者や商業施設を取り巻く環境の変化を理解する必要がある。本稿が読者の商業施設への理解を深め、商業施設マネジメントの一助となれば幸いである。

1. 店舗出退店の実態について

前述のとおり、ザイマックス総研では、今般、早稲田大学と共同で事業者の店舗出退店の実態調査を行った。調査は、個人消費を目的とした小売業・飲食業・娯楽業・サービス業^{注3}のうち、直近年度売上が30億円以上の事業者5,117社^{注4}を対象にアンケートを実施し、有効回答数は586社（回答率11.5%）となった。なお、店舗については、フランチャイズを除き、直営で管理する店舗を対象としている。

以下、アンケートの内容に沿って、(1)回答事業者の店舗属性、(2)契約形態、(3)出店、(4)退店、(5)今後の出店・退店戦略に影響を与える要因についての5項目につき、

図表1 回答事業者の業種業態 (n=586)



※業種業態区分について

業種業態	例
小売業（食品）	百貨店・総合スーパーなどの各種商品小売業、食品スーパー・コンビニエンスストアなどの飲食物品小売業
小売業（非食品）	衣料・身の回り品、自動車・自転車、家具店・ホームセンター・ドラッグストアなどの食品を扱わない小売業
飲食業	ファーストフード・食堂・レストラン・その他料理専門店などの各種飲食業
娯楽業	フィットネスクラブ・パチンコホール・カラオケボックス業などの各種娯楽業
サービス業	商業施設に出店している理美容・旅行・教育・保険・不動産業

主な集計結果を紹介することとする。

(1) 回答事業者の店舗属性

まず、回答した事業者の属性から紹介する。業種業態を、食品を扱う小売業、食品を扱わない小売業、ファーストフードやレストランなどの飲食業、カラオケボックスやパチンコホールなどの娯楽業、理美容・旅行・教育などのサービス業の5つに分類した。割合としては、小売業（非食品・食品）が70%以上を占め、続いて飲食業、娯楽業、サービス業の順となった【図表1】。この割合はもともと

のアンケート配布対象の分布に近似している。

次に、直営店舗の国内店舗数を業種業態別にみると、飲食業及びサービス業は、50店舗以上で多店舗を展開する事業者が多い【図表2】。出店地域を「北海道」「東北」「関東」「北陸・甲信越」「関西」「中国・四国」「九州・沖縄」の8区分でたずねたところ、小売業（食品）は1エリアが75%と、地域密着型の店舗展開をしている事業者が多い【図表3】。標準的な店舗面積は、サービス業及び飲食業が小さく、150坪以下

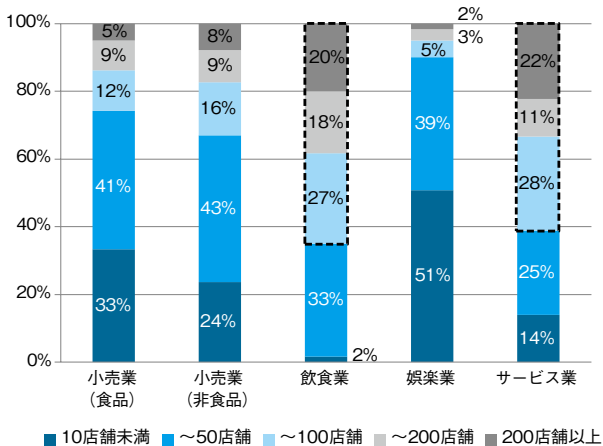
注3

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

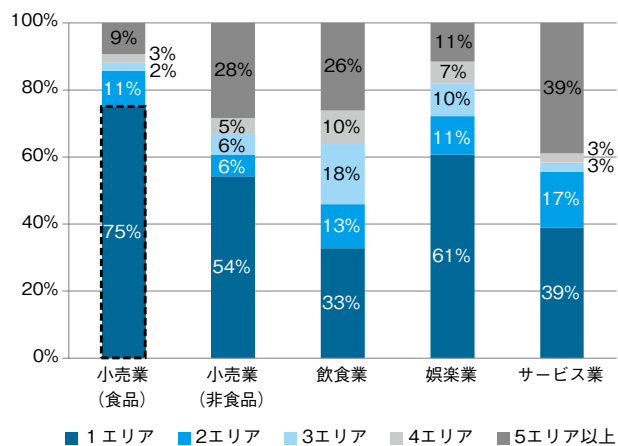
注4

東京商工リサーチ社データに基づき、対象を抽出

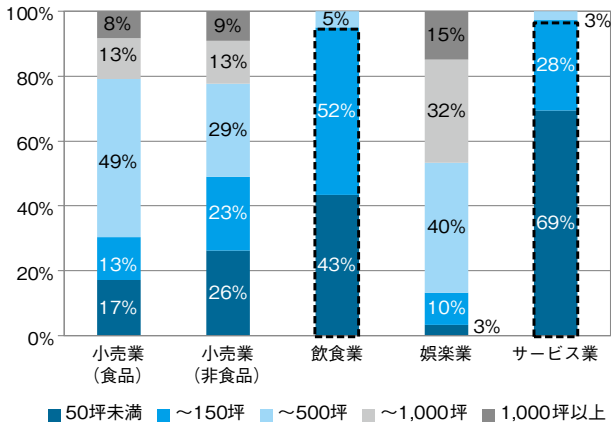
図表2 直営店舗の国内店舗数 (n=583)



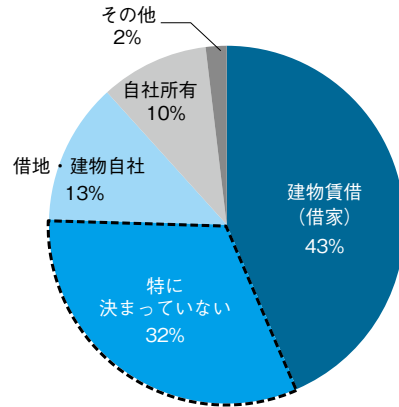
図表3 直営店舗の出店地域 (n=583)



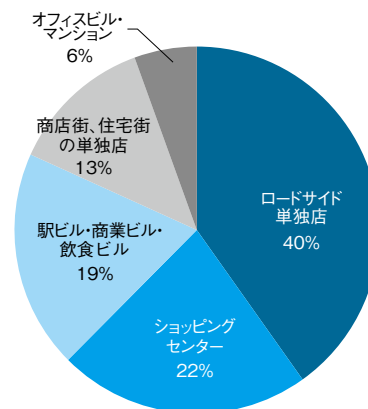
図表4 標準的な店舗面積 (n=577)



図表5 所有・賃借の方針 (単一回答、n=579)



図表6 既存店舗の施設形態 (複数回答、n=574)



の事業者が90%を超える【図表4】。

(2) 契約形態

店舗出店における不動産(土地・建物)の所有・賃借の方針については、「建物賃借(借家)」(43%)が最多で、次いで「特に決まっていない」(32%)が多い。所有者・貸主の方針に応じて、物件ごとに柔軟に対応していることが分かった【図表5】。

既存店舗の施設形態別に推計店舗数^{注5}の比率をみると、「ロード

サイド単独店」(40%)が最多で、次いで「ショッピングセンター」(22%)となっている【図表6】。

施設形態別に、賃借店舗の初回の賃貸借契約における契約年数をたずねたところ、ロードサイド単独店では「17～20年」(45%)の長期間契約が多い。一方、

ショッピングセンターでは「5～8年」(47%)が最も多く、次いで「17～20年」(22%)となっている【図表7】。

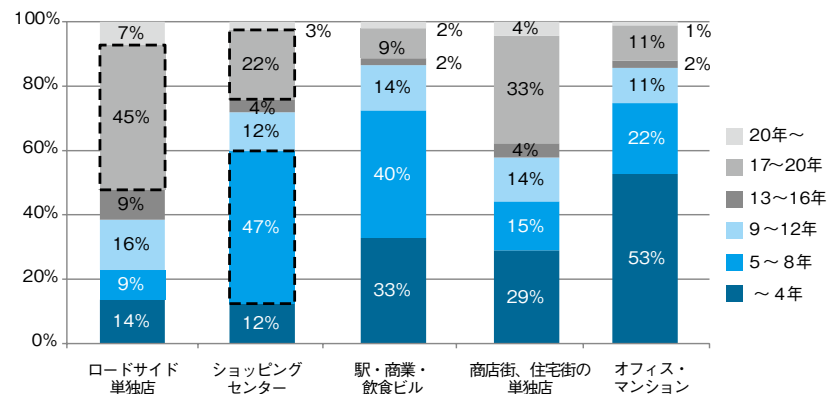
注5

事業者が回答したアンケートの設問「国内店舗数」及び「既存店舗の施設形態」の割合から算出した店舗数

なお、ヒアリングで寄せられた事業者の声（主なもの）を例示すると以下のとおりである。

- 良い物件であれば、契約形態にとらわれることなく出店する。
- ロードサイド単独店の初回契約年数は、20年の定めが多く、長いと感じている。定期借家契約でも中途解約できるよう交渉しておく。
- ショッピングセンターの初回契約年数は、飲食業でも5年、6年の定期借家契約が多く、投資回収が厳しい店舗もある。もう少し長いほうが望ましい。

図表7 賃借店舗の初回契約年数（複数回答、n=571）



(3) 出店

店舗の新規出店を検討する際の重視項目を「A:立地・マーケット」「B:(賃借時)契約者・契約条件」「C:建

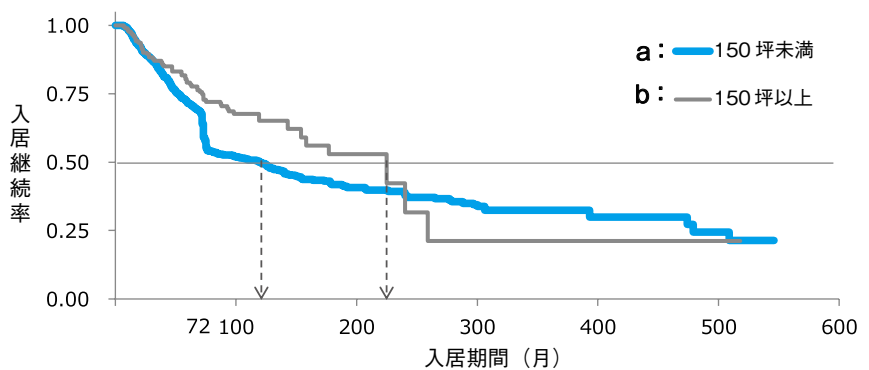
物・設備」「D:競合店」「E:その他物件与件」の5つに分類し、計27の項目でそれぞれの重視度合いをたずねた。その結果、「重視する」の回

<参考>ショッピングセンターのテナント平均入居期間

上記【図表7】でショッピングセンターの初回契約年数は、「5～8年」（47%）と「17～20年」（22%）が多いことを確認したが、この背景を説明する研究調査として、ザイマックス総研が昨年発表した「ショッピングセンターのテナント平均入居期間」について紹介したい。

【図表8】は、ショッピングセンターテナントの入居期間による入居継続率の変化を示しており、太い線はテナント契約面積が150坪未満(a)、細い線は150坪以上(b)のテナントである。入居期間0年（0か月）の100%から、経年によりテナントが退去していくことで、入居継続率が下がる様子

図表8 ショッピングセンター 入居期間による入居継続率の変化



<面積 150 坪未満>

	0年	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年	11年	12年	13年	14年	15年
年間退去率 ^{注6}	2%	8%	6%	8%	6%	6%	21%	2%	2%	2%	5%	4%	4%	1%	3%	2%
累積退去率 ^{注7}	2%	10%	16%	23%	28%	32%	47%	48%	49%	50%	53%	55%	56%	57%	58%	59%

<面積 150 坪以上>

	0年	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年	11年	12年	13年	14年	15年
年間退去率 ^{注6}	2%	8%	3%	4%	5%	5%	5%	5%	1%	3%	NA	4%	5%	5%	6%	NA
累積退去率 ^{注7}	2%	10%	13%	17%	21%	24%	28%	31%	32%	35%	-	38%	41%	44%	47%	-

注6

年間退去率 = 1 年間で退去したテナント数 ÷ その年の初めに存在していたテナント数

注7

累積退去率 = 1 - その年の入居継続率

認できる。aの平均入居期間（ちょうど半分のテナントが退去するまでの期間）は約10年（119か月）で、bは18.8年（225か月）であった。aの特徴は、入居から6年経過時（72か月）の1年間で入居継続率がほぼ垂直に低下している点である。6年目のテナント年間退去率が約21%と他の年次よりも突出して高くなっていることが分かる。

近年のショッピングセンター開業時のテナント初回契約期間・形態は、6年定期借家契約が最も多い。その背景としては、所有者・ディベロッパーが施設の資産価値の維持・向上を目的に、初回の契約期間が満了となる6年目のタイミングにあわせてリニューアル（テナントの入れ替えなど）を実施することが多いためである。その結果、6年経過時にテナント入居継続

率の大幅な低下につながっている。

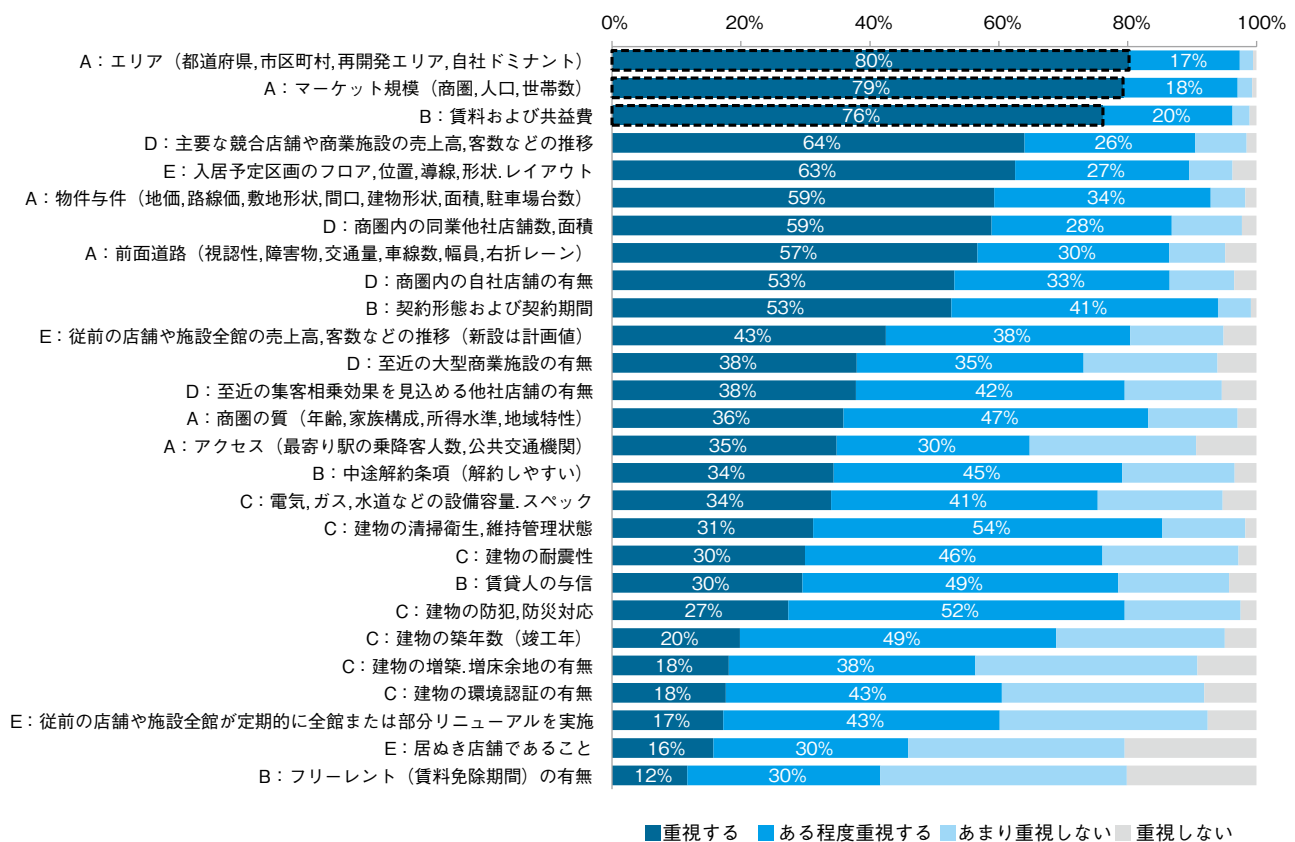
一方でbは、6年経過時に入居継続率の大幅な低下はみられない。これらのテナント群はショッピングセンターにおいて（準）核店舗の役割を担い、契約期間が10～20年と長く設定されるケースが多く、リニューアルの際に入れ替えの対象にならないことが背景にあると考えられる^{注8}。

答が多かったのは「エリア（分類A）」（80%）、「マーケット規模（分類A）」（79%）、「賃料および共益費（分類B）」（76%）の順となった【図表9】。

上記A～Eの5分類別では、「A：立地・マーケット」、「D：競合店」の重視度が高く、「C：建物・設備」の重視度は全体的に低くなっている。

また、新規出店時の困り事として「よくある」「たまにある」の合計で比率が高いのは、「人手不足」（81%）、「適正面積の物件が少な

図表9 新規出店時の重視項目（n=576）



（分類）A：立地・マーケット B：（賃借時）契約者・契約条件 C：建物・設備 D：競合店 E：その他物件与件

注8

ザイマックス総研ホームページ（<https://soken.xymax.co.jp/>）2016年3月23日発表「ショッピングセンターのテナントはどれくらい入居し続けるか？」レポート参照

い」(81%)、「契約条件が厳しい」(79%)、「未公開の物件情報が入手しづらい」(74%)となっている【図表10】。

なお、ヒアリングで寄せられた出店に関する事業者の声(主なもの)は以下のとおりである。

- 物件開発では、とにかく立地、マーケットが最重要。
- 昔よりも各業種業態の展開面積の幅が広がってきており、物件獲得競争が難しくなっている。
- 建物、設備スペックなどに不足があっても、(限度はあるが)コストをかければ、ほぼ解決できる。

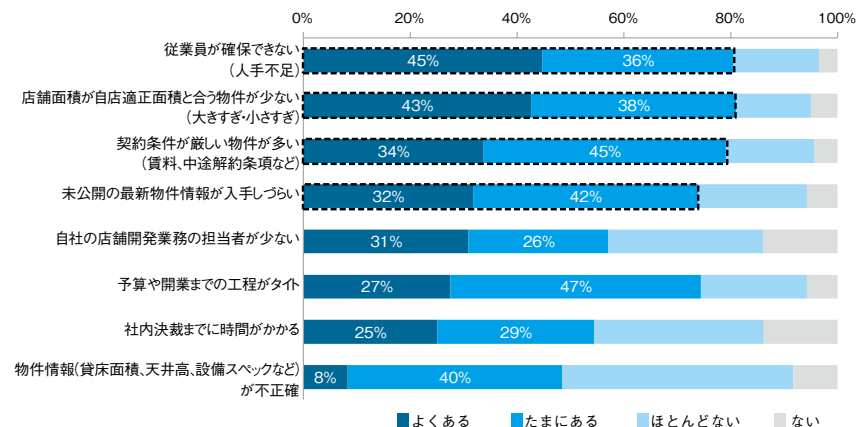
(4) 退店

過去3年間の賃借店舗の状況については、45%の事業者が「契約期間満了前に中途解約し、退店したことがある」と回答している。また、22%の事業者が「中途解約を検討したが、契約の縛りがあり解約できなかった(営業継続)」としている【図表11】。

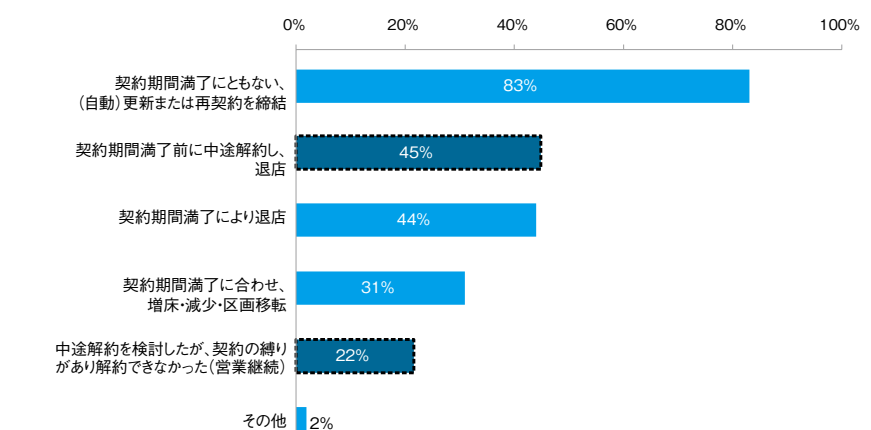
次に、「中途解約したことがある」と回答した事業者にその理由をたずねたところ、「マーケットの購買力が縮小」(35%)、「競合店の増加」(33%)、「近隣店舗撤退の影響を受け、店舗(商業集積)の集客力が低下」(31%)など、外的な要因によるものが内的な要因よりも多くなっている【図表12】。

また、【図表11】の過去3年間に賃借店舗で「中途解約を検討したが、契約の縛りがあり解約できなかった(営業継続)」(22%)と回答した事業者が行った賃借条件変更の対

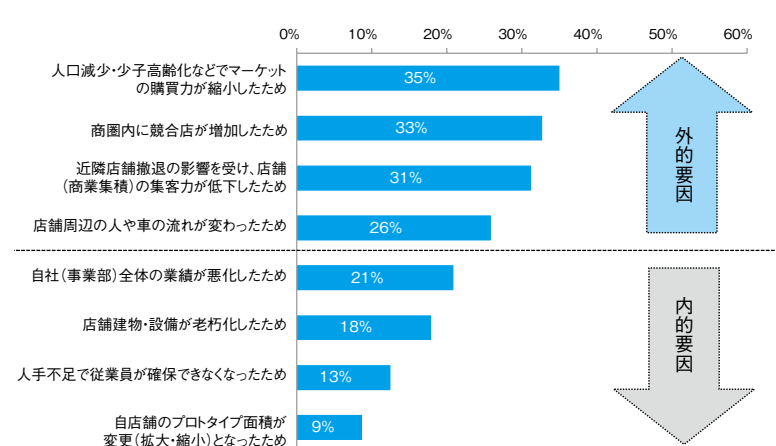
図表10 新規出店時の困り事 (n=569)



図表11 過去3年間の賃借店舗の状況(複数回答、n=565)



図表12 中途解約した理由(複数回答、n=253)



応としては、「賃料減額」(58%)が最も多い。一方で「条件変更なし」(47%)と回答した事業者も賃料減額に次いで多い【図表13】。

なお、ヒアリングで寄せられた退店に関する事業者の声(主なもの)は

以下のとおりである。

- 建物、設備が老朽化しても、リニューアルで持ち直す可能性がある店舗は極力継続する。
- 周辺に良い移転先がみつければ、中途解約してでも移転する。

(5) 今後の出店・退店戦略に影響を与える要因

今後の事業者の出店・退店戦略に影響を与える社会的・経済的な要因についてたずねたところ、「少子高齢化、人口減少、人口の都心部集中」（90%）、「人手不足による人件費、物流費などのコスト増」（84%）が「影響がある」との回答が突出して多い【図表14】。

2. 商業施設を取り巻くマクロ要因

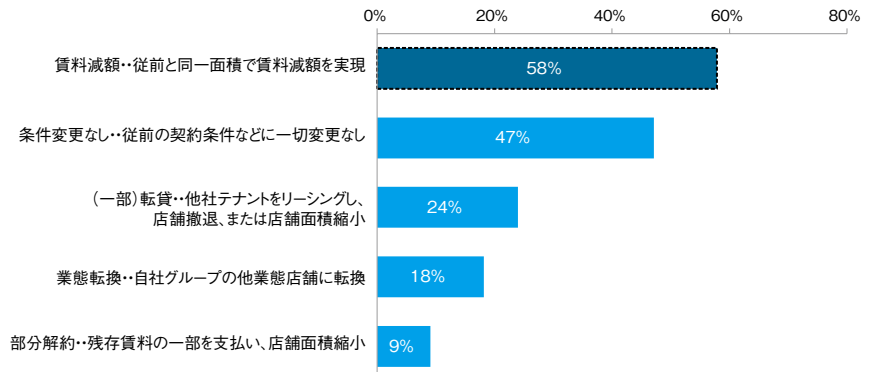
前章では、アンケートやヒアリングにより、事業者の出退店の考え方や実態について確認した。そして、【図表14】では、今後の出店・退店戦略に影響を与える要因について、回答結果を紹介した。

本章では、中長期的な視点に立ち、今後の事業者のビジネスや商業施設に影響を及ぼすであろう各種のマクロ要因について整理し、商業施設のこれからについて考察したい。

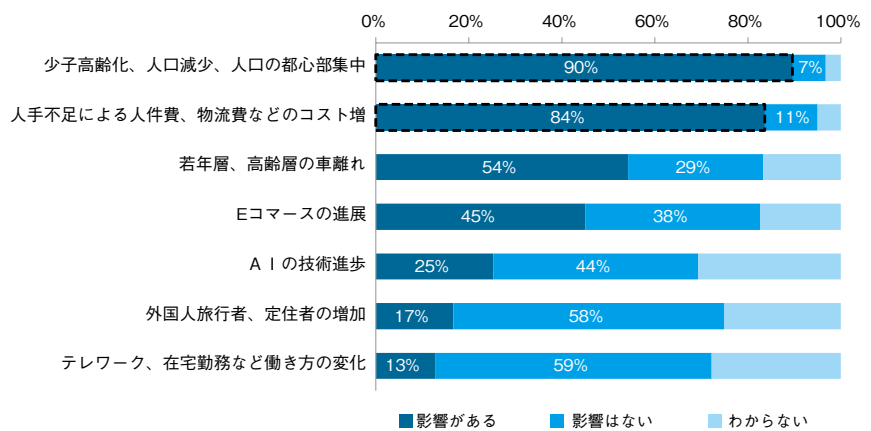
(1) 少子高齢化

わが国が抱える問題としては、少子高齢化を最初に挙げることができであろう。2015年～2035年までの世帯主年齢ごとの推計世帯数の推移を表したものが【図表15】である。これによると、世帯主年齢が65歳以上の推計世帯数は、2020年～2035年までほぼ横ばいであり、約2千万世帯で推移する。一方で、世帯主年齢が40歳代以下の推計世帯数は大幅に減少し、例えば、40歳代は2035年には2015年対比で

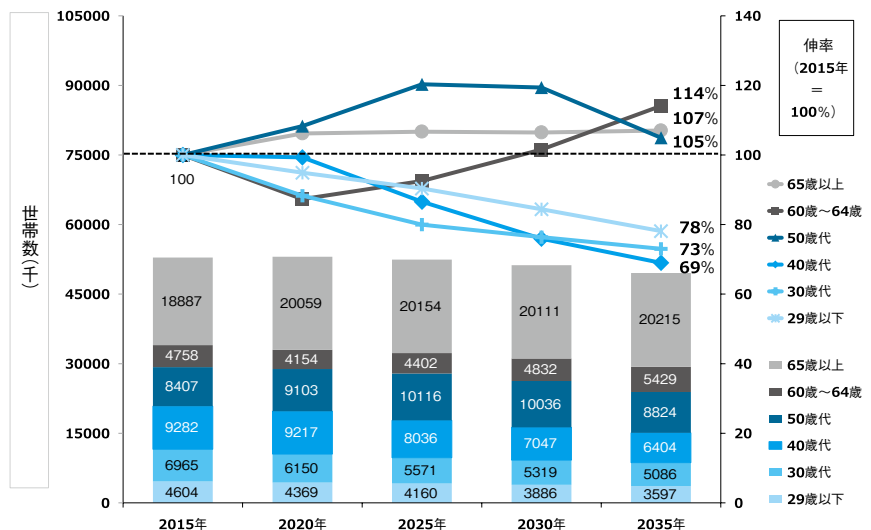
図表 13 中途解約できず営業継続した店舗の条件変更（複数回答、n=122）



図表 14 今後の出店・退店戦略に影響を与える要因（n=576）



図表 15 世帯主年齢別 推計世帯数の推移



(出所) 国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計（全国・平成25年1月推計）」データより
ザイマックス不動産総合研究所にて作成

69%まで減少するとされている。高齢者世帯数が増加するのではなく、40歳代以下の世帯数が減少するために、高齢者世帯の比率が増加す

る構造となっていることに留意する必要がある。

日本の商業施設には様々な業種業態が存在するが、多くは(ヤン

グ)ファミリー層をメインターゲットとしているのが実態である。今後、その世代層が大幅に減少していくため、顧客ターゲット層を現状維持とすることは、限られたパイの奪い合いとなり、商業施設の優勝劣敗が顕在化し、淘汰につながる可能性もある。

また、人口減少社会においては、需要自体が縮小し、オーバーストア化も避けることができない。そのため、床面積が余り、商業施設の跡地が必ずしも商業施設ではないケースがますます増えていくと考えられる。

施設所有者は地域特性、物件立地、将来性などを鑑み、今後の事業戦略を検討する必要があるであろう。具体的には、物流センター・倉庫・病院・介護施設・ホテル・住宅などへの建て替えやコンバージョンなど、中長期的な不動産の使い方・使われ方をどのように変化させることが適切なのか、組織的・計画的に検討していくことが大切だと考えられる。

(2) 人手不足

前章の【図表12】において、賃借店舗を中途解約した事業者の13%が、その理由として「人手不足で従業員が確保できなくなったため」と回答しており、人手不足の影響は既に顕在化している。今回、アンケートを依頼した事業者(小売業・飲食業・娯楽業・サービス業)の非正規雇用者(パート・アルバイトなど)比率

は、全産業の中でも高くなっている。総務省・経済産業省「平成24年経済センサス・活動調査」によると、全産業平均の非正規雇用者比率は41.5%であるが、「宿泊業・飲食サービス業」が最も高く78.4%、次いで「生活関連サービス業・娯楽業」が56.4%、「卸売業・小売業」は6位で49.9%である。(卸売業が含まれているため低くなっている。小売業だけならば60%~70%程度と推測される。)

バブル崩壊後、特に多店舗化を志向する事業者は、店舗の正社員比率を引き下げて運営できるオペレーションの構築を急ぎ、非正規雇用者比率は上昇してきた。非正規雇用者が店長や責任者となっている店舗も珍しくなく、店舗運営における依存度は高い。結果として、昨今の雇用環境の変化で、他産業よりも人手不足の影響を大きく受ける形になっている。

2013年4月の労働契約法改正を受け、人材確保のために先行してパート・アルバイト社員を無期雇用契約に、または(勤務地限定の)正社員化する動きが一部の事業者にみられるが、これが人手不足解消の有効な手段となりうるかは未知数である。人手不足の対症療法として効果が高いのは、給与(時給)を上げることと考えられるが、これは中長期的に企業体力を消耗させる。一方で、何も手を打たなければ、従業員の負荷が増大し、店舗オペレー

ションが破たんする可能性がある。今後、AI(人工知能)などの技術革新によって店舗業務の生産性向上が見込まれるが、本格的な普及にはある程度の時間が必要であり、人手不足が店舗の出退店に与える影響は、これからも続くものと考えられる。

(3) 車離れ

若者の車離れが指摘されて久しいが、商業施設のマネジメントにおいては、高齢者層の車離れの影響についても考慮する必要がある。人口動態の変化と同様に、運転免許保有者の高齢化が進んでいるためである。

【図表16】は2001年と2015年の男女別・年代別の運転免許保有者数の比較で、このデータによると、運転免許保有者の総数は男女ともに増加しているものの、年代別で見ると、60歳代以上が大幅に増加し、30歳代以下の若年層は減少していることが分かる。

国土交通省「平成27年版土地白書」によると、男性は75歳、女性は65歳頃を境に、自動車による移動が減少する傾向がみられるため^{注9}、商業施設に車で来場する高齢者層が減少していく可能性がある。また、少子高齢化の進展とともに、若年層の運転免許保有数についても、今後ますます減少すると予想される。車客の平均購入(支出)額は、徒歩や自転車利用など様々な来店手段の中で最も高いため、車客比率の減少が売

注9

本誌 2016 年 5・6 月号「これからの商業施設を考える」(P64) 参照

上高に与える影響は極めて大きい。

特に、車客比率が高い郊外型の商業施設は、地域特性を踏まえ、自施設の現状を把握し、将来のトレンドを考慮した上で、今後のマーケット戦略策定につなげていくことが一層重要になるであろう。Eコマースの普及やAIの技術進歩などの要因で消費者の利便性が向上した結果、わざわざ行く理由がないと評価される商業施設の存続は厳しくなると考えられる。

その一方で、自動運転や無人運転などは、車に乗らなくなる高齢者層の移動手段の一つとしての役割を担うかもしれない。

(4) Eコマース(EC)

【図表17】は経済産業省が毎年公表している「国内電子商取引市場規模」のBtoC-EC（消費者向け電子商取引）データである。2016年の市場規模は約15兆円で、2010年と比較してほぼ倍増しており、今後の市場成長を阻害する要因は見当たらない。

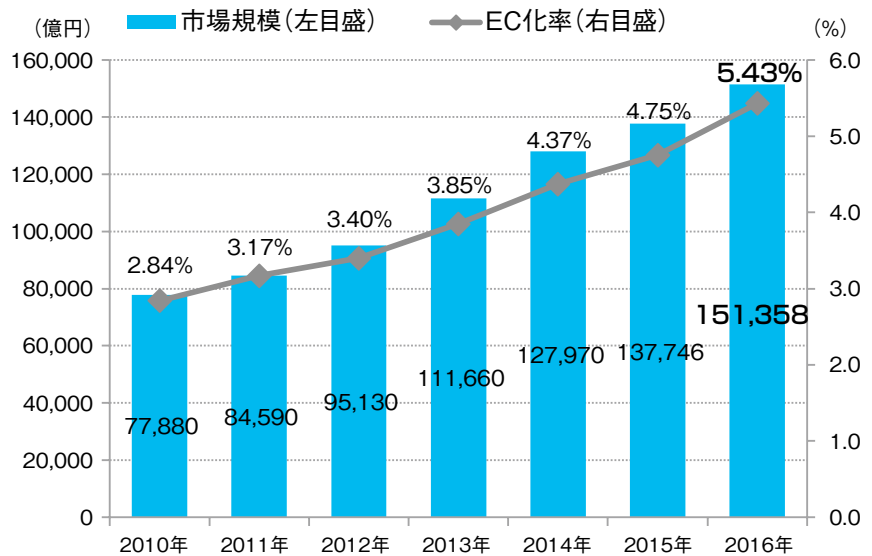
上述の「国内電子商取引市場規模」は、昨年までBtoC-EC（消費者向け電子商取引）及びBtoB-EC（企業間電子商取引）の2つであったが、本年4月公表の最新版では、急速に拡大しているCtoC-EC（個人間電子商取引）のリユース市場規模推計データが追加された。その内訳は、ネットオークションで3,458億円、フリマアプリで3,052億円となっている。特にフリマアプリは、競争が激化しているものの、今後もマーケットの成長が見込まれており、近い将来、現状およそ

図表 16 運転免許保有者数（男女別 / 2001 年・2015 年）

運転免許保有者数 男性(千人)				運転免許保有者数 女性(千人)			
<2015年計> 45,426千人		<2001年計> 44,143千人		<2015年計> 39,950千人		<2001年計> 31,407千人	
		3,806	(75歳以上)	1,323			
		1,404		137			
11,187		6,123	(65歳以上)	6,493			
				1,531			
.....							
	6,701	3,372	70歳~	3,071	583		
	8,191	6,073	60歳代	6,550	2,596		
	7,391	8,816	50歳代	6,659	6,142		
	9,343	7,772	40歳代	8,617	6,503		
	7,495	8,590	30歳代	6,841	7,666		
	5,573	8,414	20歳代	4,830	7,285		
		562	~19歳	383	633		
		1,094					
~12,000千人	~9,000千人	~6,000千人	~3,000千人	~3,000千人	~6,000千人	~9,000千人	~12,000千人

(出所) 警察庁「運転免許統計(平成28年版)」データよりザイマックス不動産総合研究所作成

図表 17 日本の BtoC-EC（消費者向け電子商取引）市場規模の推移



(出所) 経済産業省商務情報政策局データよりザイマックス不動産総合研究所作成

1兆円とされるBtoC（店舗販売）リユースを上回り、リユース市場規模全体を拡大させる可能性がある。

ここで留意すべきは、BtoC-ECや上述のフリマアプリを含めたCtoC-ECの成長による消費額の増加が、家計消費支出額の増加にはつ

ながっていないという事実である。

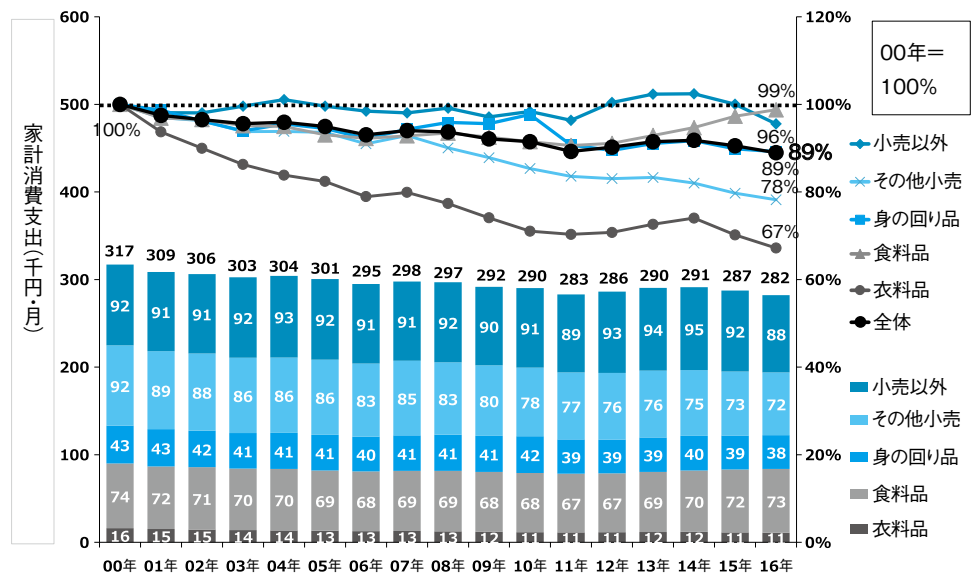
【図表18】は総務省統計局「家計調査」のデータであるが、これによると家計消費支出総額は減少トレンドが続いており、2000年の支出額を100とした場合、2016年は89となっている。商品群別では、食料品が

99、衣料品が67、身の回り品は89で、その他品群も含めて全て2000年の支出額を下回っている。つまり、BtoC-ECとCtoC-ECの市場拡大は、結果的には、リアル店舗の売上高減少をもたらしているのである。（衣料品支出額の減少は、ファストファッションのような安価で機能性の高いブランドが消費者に支持され、商品単価が下がっていることの影響が大きいと考えられる。）

多くの事業者にとって、BtoC-ECの取り組みは、今後の自社成長戦略に必要な不可欠になると考えられる。リアル店舗の売上高減少を招いている市場そのものに参入することが最も有力な手段となるためである。実際に、ネットとリアル店舗の融合も進んでいる。紳士服大手事業者が、「店舗で試着→ネットで購入」するタイプの新たな小型店舗を開業した。顧客は事業者が運営する通販サイトの膨大な在庫の中から商品を選び、店頭で素材の感触や着心地を確認した上で店員に採寸してもらい、ネットで注文する。この仕組みでは多くの店頭在庫を持つ必要がなく、店舗従業員も最小限に抑えることができる。また、外食大手事業者は、顧客がネットで持ち帰り弁当を予約すると、通常売価から割引するサービスを始めた。店舗の昼と夜のピーク時間帯の混雑緩和と売上高拡大が期待できる。

多くの事業者がBtoC-ECに取り組んでいるが、配送コスト負担が大き

図表 18 家計消費支出額 品群別の推移



(出所) 総務省「家計調査」データよりザイマックス不動産総合研究所作成

く、事業の採算性は厳しいとみられており、継続可能な事業モデルを確立できるかが成否の鍵と考えられる。

(5) AI(人工知能)の技術進歩

AIの技術進歩は、生産・輸送・在庫管理(発注・納品)・顧客管理・店舗人員最適化・接客・販売・配送など一連の業務プロセスで生産性の向上をもたらすものと考えられる。

日本では、IT技術の活用(例:電子タグを導入することで、レジ精算を無人化・セルフ化、あるいは、これまで人手に頼っていた棚卸し検品作業の機械化など)は、一部の事業者で取り組みが進んでいるが、AIについては、多くの事業者に本格的に普及するにはまだ一定の時間がかかるとされている。

米国では、AIを活用したレジなし無人コンビニエンスストアの実験がスタートしており、今後の動向が注目されるが、日本において、近い将来、消費者の購買行動を大きく変える可

能性があるのは、AIスピーカーではないだろうか。スピーカーに話しかけるだけで、自宅に居ながらほぼ全ての商品・サービスなどの買い物を完結することができるようになって考えられる。今後、大手EC事業者やネットスーパーなどがAIスピーカーとつながり、生鮮食品や日用品の配送を全国で行うようになれば、車に乗らなくなる高齢者や買い物難民のみならず、多くの消費者の新たな購買スタイルとして定着する可能性がある。

(6) 外国人訪日客

外国人訪日客数は順調に増加しており、2020年に4千万人、2030年に6千万人とする政府目標も決まっている。訪日客数の増加によって、訪問する観光地も、いわゆる定番観光地から穴場的観光地への広がりをみせており、これは商業施設の集客にはプラス材料である。観光庁「平成28年訪日外国人消費動向調査」による

と、観光目的の外国人が訪日旅行中に役立った情報源については、インターネット（スマホ）が65%で最も高い。一方で、旅行ガイドブックは7%であり、ほとんど利用されていない。

事業者が商業施設においてインバウンド消費の取り込み・拡大を図るためには、訪問客のニーズに合致した商品・サービス・体験をいかに提供することができるかがポイントになると考えられる。例えば、各地方自治体と連携し、地域ごとの歳時カレンダーに連動した催事イベントを行うことなどである。それらをSNSで情報発信し、訪問客に口コミを投稿してもらうといった積み重ねが、施設の認知度を向上させ、新たな観光客の誘致につながるのではないかと。

（7）テレワーク

在宅勤務やサードプレイスオフィスなどで働くテレワークは、政府が進める働き方改革の重要施策の一つであり、今後、さらに普及していくと考えられる。

ザイマックス総研は、全国の大都市圏オフィステナント企業約1千社を対象にテレワーク推進の取り組みについてアンケート調査を実施した^{注10}。それによると、テレワークに「何かしら取り組んでいる」と回答した企業は30%で、内訳（複数回答）としては「在宅勤務制度」が約13%、「在宅勤務以外のテレワーク」の合計が約22%で、前年度調査よりも働く場所の多様化が少しずつ進んでいることが分

かった。

近年、ショッピングセンターなどに保育所や託児所を設けるケースが増えている。その多くが、施設内で働く従業員のほか地域住民にも開放されている。これは待機児童の解消といった社会問題に対する貢献策の一つであるとともに、商業施設の役割を消費者の生活を支えるインフラに高める狙いがある。同様に、テレワークが多くの企業にとって「当たり前」になる時代には、サードプレイスオフィスは都心部の駅周辺オフィスビルのみならず、商業施設への出店が増えていくことも十分に考えられる。

また、テレワークの進展は、出勤者などの人の移動を変化させ、不動産市場における一等立地の概念を変える可能性を秘めている。2000年代から台頭してきた駅ナカは、顧客ターゲットを毎日その駅を利用する通勤通学客としたことで、商業施設の新たな立地を創造した。しかし、今後、テレワークの普及により、駅の利用者数が大きく減少する時代が到来するかもしれない。夜間人口の少ない大都市ターミナルよりも、衛星都市圏のほうが、昼間・夜間人口ともに潤沢となるため、商業施設の立地としてプライオリティが向上する可能性がある。

（8）シェアリングエコノミー

経済産業省「電子商取引に関する市場調査」において、今年度、新たな消費スタイルの一つとしてシェアリングエコノミーについての分析・報告

が追加された。これは、場所・乗り物・モノ・人・お金などの遊休資産をインターネット上のプラットフォームを介して個人間で貸借や売買、交換することでシェアしていく新しい経済の動きと定義されている。

具体的なサービス領域及び事例としては、モノ（ネットオークション・フリマアプリなど）、空間（シェアオフィス・ホームシェアリングなど）、移動（カーシェア・ライドシェアなど）、スキル（クラウドソーシングなど）、お金（クラウドファンディングなど）と整理されている。

同じく、総務省「平成28年版情報通信白書」において、民泊サービスとライドシェアについて、日本を含めた8か国（日・米・英・独・韓・中・豪・印）の認知度・利用意向の調査が実施されているが、諸外国と比べ、日本は認知度・利用意向ともに最も低く、シェアリングエコノミーはまだ黎明期といえるだろう。

今後、最も早く普及していくのは、モノの領域だと考えられる。従来から存在しているリサイクルショップやフリーマーケットなど、多くの消費者がリアルでの体験があり、かつ、上記（3）で紹介したフリマアプリなどCtoC-ECの急速な成長が見込まれるためである。

消費者のモノに対する価値観が所有からシェアに変化していくことは、リアルでの購買意向を持つ消費者の減少、購買数ボリュームの縮小をもたらし、その結果、リアル店舗の売上高減少につながると考えられる。商品

注 10

ザイマックス総研ホームページ（<https://soken.xymax.co.jp/>）2017年8月2日発表「大都市圏オフィス需要調査 2017 <需要動向編>」参照

分野別では、「衣類・服装雑貨」、「生活家電・AV機器・PC・周辺機器」、「雑貨・家具・インテリア」、「書籍・映像・音楽ソフト」など、食料品以外で、現在、BtoC-ECの市場規模が大きいカテゴリーが、モノのシェアリングエコノミーにおいても、市場の成長を牽引していくものと考えられる。また、カーシェアやライドシェアなどの進展も、自動車の販売台数、売上高の減少につながるかもしれない。

(9)法規制

経済産業省「商業統計」の長期時系列データによると、日本の小売業は、バブル崩壊後も売場面積が一貫して増加していることが大きな特徴の一つである。これは1990年に大規模小売店舗法（大店法）の規制が緩和されたため、それ以降、新規の商業施設面積・施設数が大幅に増えたためである。このように、商業施設は景気動向などよりも、出店に関わる法規制（大規模小売店舗法、大規模小売店舗立地法など）の影響を強く受けており、法律の施行・改正のタイ

ミングで、顕著に出店面積・施設数の増減がみられる^{注11}。

投資家や施設所有者・地主は、今後の法規制の動向にも注視していく必要がある。

おわりに

本稿では、まず、事業者にとって、数ある戦略の中でも重要な、店舗の出退店戦略に関するアンケート調査及びヒアリングの結果を幅広い業種にわたってまとめ、その実態を明らかにした。後半では、事業者及び商業施設を取り巻くマクロ要因として、9つの項目について、詳しく考察を行った。これらの中には、商業施設に限らず、他の用途に影響を与えるものもあるが、商業施設は、他の用途と比較して、影響を受ける度合いがより大きいと考えられる。

小売業を取り巻く状況の変化は、わが国だけの問題ではない。本誌第38号（2017年7・8月号）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」で紹介したとおり、米国においても小売業は混乱しており、大きな変化が生じているのである。

こうした商業施設を取り巻く環境の変化は、現状の延長線上ではもはや捉えられないパラダイムシフトであり、それは事業者の出退店戦略に大きな影響を与えると考えられる。今後、事業者は、新たな立地・マーケット・顧客ターゲットに対応する店舗や、ネットリアルが融合した新たなビジネススタイルの店舗開発などを進める必要が出てくるだろう。場合によっては、事業モデルを大変革させるために、既存店舗を大量閉店させ、新たな店舗展開を行う事業者も現れるかもしれない。

商業施設の投資家をはじめとするステークホルダーは、こうした事業者の出退店戦略の変化について常にアンテナを張り、情報を収集し、理解することが大切であろう。来たるべきパラダイムシフトに対応すべく、施設マーチャンダイジング（企画）や施設コンセプト、ブランディングを大胆に変化させることが必要になる日は、そう先の話ではないかもしれない。

注 11

本誌 2016 年 5・6 月号「これからの商業施設を考える」(P58～P60) 参照

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。

やまだ けんいち

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

岡野先生の不動産歴史探訪 ②8

公図の始まり



岡野 淳

青山リアルティー・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
 早稲田大学大学院経営管理研究科 非常勤講師
 (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、青山リアルティー・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
 早稲田大学大学院経営管理研究科 非常勤講師
 不動産証券化マスターで、マスター養成実務講座 202 「不動産ファイナンス」の講師でもある。

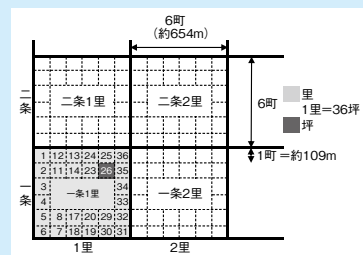
今回は不動産を支えるインフラである下水道整備などの歴史を振り返ってみましたが、我が国において不動産業が急速に発達した背景には、インフラの整備だけでなく、個人に所有権が認められたことが大きかったのは言うまでもありません。しかし、個人などの所有権をどのようにして第三者に知らしめ、自らの権利を守っていけば良いかという、法律上の制度がなければ争いになることは必定です。実は証券化マスター資格のテキスト202のコラムにも少し書いたのですが、今回は不動産の特定に利用している公図の始まりについて、もう少し詳しく振り返ってみたいと思います。

本連載の第1回（ARES不動産証券化ジャーナルVol.13）に書いた通り、日本の不動産の歴史に初めて所有権という概念が生まれたのは、律令制が制定され班田収授法が施行されたことにあります。この法制度の下では、耕地は6町（約654m）間隔で縦横に区切り、この1区画を「里」としています。これを1町（約109m）間隔で更に区切り、その1区画を「坪」としました。つまり1里が36坪になるわけですが、この里を東西南北に並べて、北から1条、2条…、東から1里、2里…と数え、坪は溝やあぜ道によって区画され、里の隅の方から1坪、2坪…と数えることで、耕地は何国何郡何条何里何坪と場所が特定されます（いわゆる「地割」というもので、条里制と呼ばれる日本の古い土地区画制度です。図表1のような感じになります。なお坪の番地のつけ方は図表2の通りで、「千鳥式」という方法と「並行式」という2つの方法があるようです）。

さらに坪は図表3の通りさらに細かく区画割されていて、1町=60歩を縦に10分割し、1歩×10歩にした左側の細長い形のものを「短冊型」、2歩×5歩の形にした右側の長方形型のものを「半折型」と呼び、その一つを「1段」と呼んでいます。現在の田園の面積は、1歩・1畝・1反・1町などと数えま

すが、昔の名残がある反面、実際の面積の単位は当時とは異なっているようですね。いつ頃からこうした単位で面積を図るようになったのかは知りませんが、現在の田園風景が当時のままとは思わないものの、その長閑な情景が目には浮かぶような気がします（当時の農民の方は重税に苦しんでいて、そんな呑気ではなかったと思いますが）。

図表 1 条里制



図表 2 地番の付け方

千鳥(連続)式	並行式
1:12:13:24:25:36	1:7:13:19:25:31
2:11:14:23:26:35	2:8:14:20:26:32
3:10:15:22:27:34	3:9:15:21:27:33
4:9:16:21:28:33	4:10:16:22:28:34
5:8:17:20:29:32	5:11:17:23:29:35
6:7:18:19:30:31	6:12:18:24:30:36

図表 3

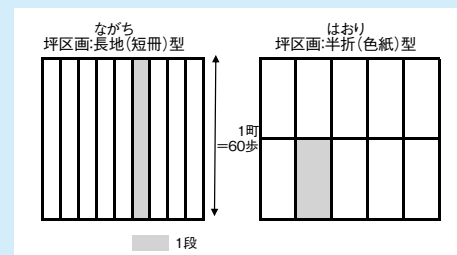


写真 1 神田銀町松下町茅場町沽券図
(出所) 国立国会図書館ウェブサイトより

さて、こうして場所が特定されたものを、帳簿に記載していくことになるわけですが、地図上に記載されたものが「田図」、台帳が「田籍」と呼ばれていました。班田収授法は6年ごとに見直しを行うことになっていたため、所有者名簿の整備がなければ、当該法律の運用ができなかったと考えられ、こうしたことが背景となって、田籍・田図という場所を特定する地図ができあがっていきました。

こうした図が整備され始めたのは、天平14年(742年)頃といわれていますが、農耕民族は古代から定住によって集落を構成し生活を営んできたので、土地の所有を明確化するという発想が早くから生まれたものと思われます。なお、田籍には地名はもちろんのこと、荒地地なのか、熟成地なのかの別なども記載されていたようです。

そもそも律令制のみならず、歴史的に租税は米で納税されていました(労働力の提供という税もありますが)から、後の太閤検地もそうですが、どの田んぼからどの程度の収穫が見込めるかを把握することは、国家財政あるいは藩の財政を考える上で重要だったからに他ならないと考えられます。

律令制は長くは続きませんでしたが、この条里制

自体は戦国時代まで続いていたといわれています。残念ながら、太閤検地の登場により、日本全国の土地が改めて統一された単位によって測量し直されたことから、その制度に終止符が打たれることになりました。しかし、我々が現在使っている「公図」の原型がこんなにも古くから存在するのは驚きです。

ところで、公図とは直接関係ないようですが、江戸時代に入ると町奉行の命令により町名主が今でいう住宅地図のようなものを作成していました。この地図には、個々の町屋敷の間口・奥行き寸法・沽券の価格(売買価格)・地主の名前(屋敷の所有者)・道路の位置・上水・下水・橋梁など、住宅地図どころか今なら役所に調査に行かないと分からないような内容まで記載されていたようで、これが以前ご紹介した「沽券図」といわれるものです。写真1は「神田銀町松下町茅場町沽券図」で、写真では見難いですが、細かな字で金額など各種情報が記載されていることが分かります(詳細は国立国会図書館デジタルコレクション <http://dl.ndl.go.jp/info:ndljp/pid/8369276>を見て下さい)。こういう地図があれば不動産調査が楽になって良いのにとするのは筆者だけでしょうか。

2017年不動産特定共同事業法 改正に伴う省令の改正 ～プロ向け事業の規制緩和、 小規模不動産特定共同事業の創設など～



山中 淳二

長島・大野・常松法律事務所
弁護士

2017年12月1日をもって、不動産特定共同事業法（以下「不特法」といい、改正前のものを「現行法」、改正後のものを「改正法」という。）が改正される。不特法は、2013年に大幅に改正され、特別目的会社（SPC）に不動産を保有させて、不動産特定共同事業者が不動産取引に係る業務等をSPCから受託する形で不動産特定共同事業を行うことが可能となった。2017年の改正法では、不動産特定共同事業をさらに利用しやすい制度とすることを企図して、プロ投資家向け事業に係る規制を見直し、一定の資格要件を満たす者のみを投資家とする不動産特定共同事業については約款規制を廃止するなどの規制緩和を行い、また、小規模不動産特定共同事業を創設し、一定規模以下の不動産特定共同事業を行う場合の要件を緩和することとした。また、クラウドファンディ

ングの発展を見越して、これに対応した環境整備も行っている。

この不特法の改正に関し、前号では改正法及び2017年8月14日に公布された改正法に伴い改正される不動産特定共同事業法施行令（以下「不特法施行令」といい、改正後のものを「改正令」という。）における上記の具体的な内容についてその概略を紹介したところであるが^{注1}、本号では、2017年10月13日に公表された改正法に伴う不動産特定共同事業法施行規則（以下「不特法施行規則」といい、改正前のものを「改正前規則」、改正後のものを「改正規則」という。）の改正案の内容について、具体的内容の概略を紹介するとともに、実務上留意すべき点と思われる点についていくつか触れてみたい^{注2注3}。

注 1

その内容については、ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.39 第 85 頁から第 90 頁を参照されたい。

注 2

この改正規則の案文は、2017年10月29日までの期間でパブリックコメント募集の手続きに付されており、本稿執筆の時点では、当該手続の結果を踏まえた改正規則の最終確定版は明らかとなっていない。従って、本稿の内容は、2017年10月13日に公表された改正規則の案に基づくものであり、その後のパブリックコメントの手続きにより、本稿で言及している条項数やその規定内容が修正される可能性があることにご留意いただきたい。

なお、同日付で「不動産特定共同事業の監督に当たっての留意事項について」（以下「監督上の留意事項」という。）についても改正案が公表されている。不動産特定共同事業の遂行にあたっては、不特法、不特法施行令及び不特法施行規則に加えて、この「監督上の留意事項」の記載内容についても、実務上の必要に応じて、適宜参照する必要がある。

1. 適格特例投資家限定事業及び小規模不動産特定共同事業の創設に関する不特法施行規則の改正について

（１） 適格特例投資家限定事業の創設

改正法の下では、不特法第2条第4項第1号に定める事業（以下「第1号事業」という。）のうち、適格特例投資家のみを相手方又は事業参加者とするものを適格特例投資家限定事業と定義し、届出のみで実施可能としている（改正法第2条第10項、第59条第1項）。ここで適格特例投資家の定義の詳細については、不特法施行規則により定められることとされていたところ（改正法第2条第14項）、改正規則では、この点について概ね次のとおり規定されている（改正規則案第5条第1項）。

適格特例投資家	
①	不動産特定共同事業者、及び認可宅地建物取引業者 ^{注4}
②	不動産投資顧問業者のうち、不動産に対する投資に係る投資判断の全部又は一部を一任されるのに十分な知識及び能力を有する者として国土交通大臣の登録を受けているもの ^{注5}
③	金融商品取引法に定義される適格機関投資家のうち、第1種金融商品取引業者、投資運用業者、投資法人、銀行、保険会社、信用金庫、農林中金、商工中金、日本政策投資銀行、投資事業有限責任組合、信託会社など
④	株式会社地域経済活性化支援機構
⑤	有限責任事業組合のうち、組合員が①から④及び⑥から⑧に掲げるもののみであるもの
⑥	民間都市開発推進機構
⑦	次のいずれかに該当するものとして届出を行った法人
(イ)	直近有価証券残高及び不動産特定共同事業契約に基づく出資の合計額が10億円以上であり、且つ、宅地建物取引業法上の免許を取得している。
(ロ)	当該法人が組合の業務執行組合員等であって、業務執行組合員等として当該法人が保有する直近有価証券残高及び不動産特定共同事業契約に基づく出資の合計額が10億円以上であり、当該組合に係る全ての組合員からこの届出を行うことについて同意を得ており、且つ、当該法人が宅地建物取引業法上の免許を取得している。
⑧	次のいずれかに該当するものとして届出を行った特定目的会社 ^{注6}
(イ)	資産流動化計画における特定資産に不動産特定共同事業契約に基づく出資が含まれ、且つ、その合計額が10億円以上である。
(ロ)	資産流動化法第200条第1項により特定資産の管理及び処分業務を信託会社等に信託しており、且つ、この届出を行うことについて社員総会決議がなされている。
(ハ)	資産流動化法第200条第2項により特定資産の管理及び処分業務を特定資産管理処分業者に委託しており、且つ、この届出を行うことについて社員総会決議がなされている。

注 3

なお、本稿では紙面の関係上、改正規則の内容について全てを網羅的に記載することはしておらず、前号で紹介した改正法の主要な点や実務的に注目すべき点について言及しているものである。

注 4

いわゆる取引一任代理等に係る業務の認可を取得した宅地建物取引業者であり、宅地建物取引業法第50条の2第2項に規定される。

注 5

いわゆる総合不動産投資顧問業の登録を受けている業者である。

注 6

資産の流動化に関する法律（以下「資産流動化法」という。）に規定する特定目的会社とされる。また、特定目的会社の資産対応証券を適格特定投資家以外の者が取得しているものは除くものとされている。

上記のうち、実務上留意すべき点としては、まず、上記③のとおり、金融商品取引法に定める適格機関投資家のうち、いわゆるベンチャーキャピタルとして届出を行った資本金5億円以上の株式会社(金融商品取引法第2条に規定する定義に関する内閣府令第10条第1項第17号)や、直近有価証券残高10億円以上の法人又は個人(同条第23号、第24号)や、保有有価証券価額が10億円以上の特定目的会社(同条第23号の2)などが含まれていない。また、上記⑦の法人については、金融商品取引法第2条に規定する定義に関する内閣府令第10条第1項第23号と一見似た要件とされているが、10億円の金額基準に不動産特定共同事業契約に基づく出資も含めて計算できる点や、宅地建物取引業法における宅建免許を保有していることが必須要件とされている点で要件が異なる。さらに、上記⑧の特定目的会社についても、当該特定目的会社の発行する資産対応証券を適格特例投資家以外の者が取得しているものは上記⑧(イ)から(ハ)の全てについて除外されているので、銀行による特定社債の引受けの点については問題は生じないが、ノンバンクが特定社債を引き受けている場合(例えばメザニンのトランシェなどでしばしばみられる。)や、適格特例投資家の要件を充たさない者が当該特定目的会社の優先出資を引き受けている場合(実務上、優先出資の引受は少数私募の方式によることが多い。)には、当該特定目的会社が適格特例投資家に該当しない可能性があるため、留意が必要である。このように、金融商品取引法上の適格機関投資家が、改正法における適格特例投資家とは限らないこととなっている点に留意が必要であると思われる。

(2) 小規模不動産特定共同事業の創設

改正法の下では、現在の第1号事業及び第3号事業のうち小規模なもの^{注7注8}を小規模不動産特定共同事業と定義し、登録のみで実施可能とする(改正法第2条第6項、第41条第1項)。この小規模第1号事業者及び小規模第2号事業者の登録につき、登録拒否事由が定められているが(改正法第44条各号)、そのうち小規模不動産特定共同事業を適確に遂行するために必要な財産的基礎及び人的構成(改正法第44条第8号)の具体的内容については、改正規則第64条で定められており、その概要は次のとおりである。

財産的基礎(次の①から③の全ての要件を充たすこと)	
①	借入金の全部又は一部が次のいずれにも該当しないこと
	(イ) 元本又は利息の弁済の見込みがない
	(ロ) 元本又は利息の支払いが3ヶ月以上遅延している
	(ハ) 経営再建や経営支援の目的で、債権者との間で、金利減免、利息又は元本の支払猶予、債権放棄その他債務者に有利な取決めを行っている
②	次のいずれにも該当しないこと
	(イ) 会社法による特別清算、破産手続、民事再生手続、会社更生手続又は外国法令上これらの同種類の手続の開始の申立てが行われている者
	(ロ) 会社法による特別清算開始命令を受け終結していない、破産手続開始決定を受け終結若しくは廃止されていない、民事再生手続開始決定を受け終結若しくは廃止されていない、会社更生手続開始決定を受け終結若しくは廃止されていない又は外国法令上これらと同様に取り扱われている者
	(ハ) 清算中の者
③	直近の連続する二事業年度において、当期純損失が生じていないこと

注 7

小規模第1号事業： 第1号事業のうち、不動産特定共同事業契約(任意組合型及び匿名組合型のみ)に基づき事業参加者が行う出資の価額が100万円(事業参加者が特例投資家である場合にあっては1億円)を超えず、当該出資の合計額が1億円を超えないもの(改正法第2条第6項、改正令第2条第1項)

注 8

小規模第2号事業： 第3号事業のうち、不動産特定共同事業契約(任意組合型及び匿名組合型のみ)に基づき事業参加者が行う出資の価額が100万円(事業参加者が特例投資家である場合にあっては1億円)を超えず、当該出資の合計額が1億円(業務を委託する特例事業者が複数あり、且つ、それぞれの特例事業者につき事業参加者が行う出資の合計額が1億円を超えない場合にあっては、10億円)を超えないもの(改正法第2条第6項、改正令第2条第2項)

人的構成(次の①及び②の全ての要件を充たすこと)	
①	管理部門(法令その他の規則の遵守状況を管理し、その遵守を指導する部門をいう。)の責任者が定められ、法令その他の規則が遵守される体制が整っていること
②	管理部門の責任者と小規模不動産特定共同事業に係る業務に係る部門の担当者又はその責任者が兼任していないこと

実務的には、財産的基礎のうち③について、例えば小規模第2号事業において特例事業者(SPC)から不動産取引に係る業務を受託するアセットマネジメント業者などがこの小規模不動産特定共同事業の登録を行おうとする際に、会社設立直後の時期にファンドからの業務受託がなかった等の理由により直近二事業年度において当期純損失に陥ったことがあるという場合などもあり、上記の要件に抵触してしまうことがないか注意が必要と思われる。

また、人的構成の点に関しても、最近のアセットマネジメント業者については、監督官庁の指導などもあり、コンプライアンス部などの法令遵守管理部門とアセットマネジメント業務部門が予め分けられ、社内牽制機能が働く体制が整備されていることが多いが、特に小規模第1号事業を行おうとする業者などにおいては、これまでそのような社内体制を整備していないことも多いと思われる。その場合、当該登録にあたり、組織部門の改編や新たなコンプライアンス管理責任者の選任(適切な知識経験を有する者が社内にはいない場合には、社外からの人材リクルートなど)などの対応が必要となることも考えられ、実務上の負担が生じうる。この点に関して、実際にどの程度の対応が必要となるかは、今後の登録実務の動向次第であるが、注意が必要である。

2. その他の規制緩和(特例事業者に対する投資家の範囲の拡大)に関する不特法施行規則の改正について

現在は特例事業者に対する投資家は特例投資家に限定されている(現行法第2条第6項第4号)が、改正法では、一定の規模を超える宅地の造成又は建物の建築に関する工事等を行う場合にのみ投資家を特例投資家に限定するものとし、それ以外の場合については一般投資家も特例事業者に対して投資できるものとした(改正法第2条第6項第4号)。改正規則においては、この特例事業者に対する投資家が特例投資家に限定される場合について、①宅地の造成、建物の建築、建物の修繕又は模様替えに関する工事であって、②その工事費用の額が、対象不動産の価格(鑑定評価額、公示価格、路線価、販売公表価格その他これらに準じて構成と認められる価格をいう。)の10%相当額(但し、小規模特例事業者に係る不動産特定共同事業契約の目的たる不動産にあつては1億円)を超えるものを行う場合と規定された(改正規則第2条第1項及び第2項)。

3. クラウドファンディング対応に関する不特法施行規則の改正について

(1) 「電子取引業務」に対する規制

不動産特定共同事業においてもクラウドファンディングの利用が広がることが期待される一方で、詐欺的な行為が行われることに対する懸念もあることを踏まえ、改正法において、クラウドファンディングは「電子取引業務」と定義され、一定の規制が掛けられることとなった(改正法第5条第1項第10号)。この「電子取引業務」を行う不動産特定共同事業者は、「電子取引業務」を適確に遂行するため業務管理体制を整備することが求められているが(改正法第31条の2)、改正規則において具体的に次に掲げる要件を充足することが必要と規定される

こととなった(改正規則第54条)。

①	不動産特定共同事業に係る電子情報処理組織の管理を十分に行うための措置がとられていること
②	不動産特定共同事業に係る不動産特定共同事業者及び特例事業者(以下「不動産特定共同事業者等」という。)の財務状況、事業計画の内容及び資金使途その他電子取引業務の対象とすることの適否の判断に資する事項の適切な審査を行うための措置がとられていること
③	電子取引業務に係る不動産特定共同事業契約を締結した事業参加者が、不特法第25条第1項の書面(不動産特定共同事業契約の成立時に交付すべき書面)を受領した日から8日間、当該不動産特定共同事業契約を解除することができることを確認するための措置がとられていること
④	不動産特定共同事業者等が事業参加者に対して不動産特定共同事業の状況について定期的に適切な情報を提供することを確保するための措置がとられていること

上記の他に実務に影響があると思われる点としては、「電子取引業務」を行う第二号事業又は第四号事業を行う不動産特定共同事業者が事業参加者から金銭の預託を受ける場合は、その業務に関する帳簿書類を作成すること、及び、当該金銭について信託を利用して自己の固有財産との分別管理を行うことが、新たに義務づけられている(改正規則第49条第2項各号)。

(2) 書面交付の電子化

また、改正法では、不動産特定共同事業契約の成立前に交付すべき書面(現行法第24条第1項)及び不動産特定共同事業契約の成立時に交付すべき書面(現行法第25条第1項)並びに財産管理報告書(現行法第28条第2項、改正前規則第23条)の各書面について、電子データ等による提供を認めることとし、業務管理者による記名押印に準じた措置として施行規則に定められる措置を経ることで代替できるものとしているが(改正法第24条第3項、第25条第3項及び第28条第4項)、この点に関して、改正規則第44条第1項では具体的に次の①及び②の方法を規定している。

①	パソコン等の電子情報処理組織を使用する方法のうち、次に掲げる方法
(イ)	不動産特定共同事業者等と申込者等のパソコン等とを接続するインターネット回線を通じて、書面記載事項を送信し、申込者等のパソコン等のファイルに記録する方法
(ロ)	不動産特定共同事業者等のパソコン等に備えられたファイルに記録された書面記載事項を、インターネット回線を通じて申込者の閲覧に供し、申込者等のパソコン等のファイルに記録する方法
(ハ)	不動産特定共同事業者等のパソコン等に備えられた申込者ファイルに記録された書面記載事項を、インターネット回線を通じて申込者の閲覧に供する方法
(ニ)	不動産特定共同事業者等のパソコン等に備えられたファイルであって同時に複数の申込者に閲覧させるための書面記載事項を記録したファイルに記録された事項を、インターネット回線を通じて申込者の閲覧に供する方法
②	磁気ディスクやCD-ROM等の記録媒体をもって調製するファイルに書面記載事項を記録したものを交付する方法

なお、上記の方法に関する規制のほかに、当該ファイルの記録を出力することにより申込者が書面を作成できるものであること、業務管理者が明示されたものであること等の基準に適合した形態であることが求められているので(改正規則第44条第2項各号)、関係するシステムの設計・開発にあたっては留意が必要である。

4. 約款記載事項等の改正について

(1) 約款記載事項の改正

改正前規則においては、第1号事業に係る不動産特定共同事業約款の記載事項と第3号事業に係る不動産特定共同事業約款の記載事項を別条としていた。しかし、両者の記載事項が殆ど重複していることもあり、改正規則では、事業の種類毎に別条を設けるのではなく、不動産特定共同事業約款の記載事項に関する定めが改正規則第11条に統合され、規定内容が分かりやすくなった。また、改正前規則において、投資の対象となる不動産の表示の記載を

求めているなど、複数の案件に繰り返し用いられる約款の記載事項としては適切ではないとも思われる表現となっていた点について「記載する欄」の記載を求める内容に変更するなど、改正前規則において実情に即さないと考えられる項目を変更し、約款の記載事項を刷新している。

(2) 許可申請書の記載事項・添付書類等に関する改正

また、今般の改正にあたり、法令の改正に直接は関係しないものの、許可申請書の記載事項、添付書類が整理されている。(改正規則第7条及び第8条)

やまなか じゅんじ

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

住宅宿泊事業法 (いわゆる民泊新法)の 政省令について



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

1. はじめに

平成29年6月16日に公布された住宅宿泊事業法(平成29年法律第65号)(いわゆる民泊新法)(以下「法」という。)に関連する政省令が平成29年10月27日に公布された。併せて、同日付で政省令案に関する意見募集の結果(国土交通省及び厚生労働省の考え方)(以下「考え方」という。)が公表された。

まず、住宅宿泊事業法の施行期日を定める政令(平成29年政令第272号)により、法の施行日は、一部を除き平成30年6月15日(以下「施行日」という。)とされた(1号)。このため、法に規定する住宅宿泊事業者、住宅宿泊管理者、住宅宿泊仲介業者の各届出又は登録業務を行えるのは同日以降となる。ただし、これらの届出又は登録の申請は平成30年3月15日から行うことができるものとされた(2号)。

これ以外には、住宅宿泊事業法施行令(平成29年政令第273号)(以下「令」という。)、住宅宿泊事業法施行規則(平成29年厚生労働省令・国土交通省令第2号)(以下「規則」という。)、厚生労働省関係住宅宿泊事業法施行規則(平成29年厚生労働省令第117号)(以下「厚労省規則」という。)、

国土交通省関係住宅宿泊事業法施行規則(平成29年国土交通省令第65号)(以下「国交省規則」という。)の各政省令が公布された。関連する省令が複数あることには留意が必要である。

考え方において、法令に規定のない詳細な実務運用についてはガイドライン等で規定される予定と記載されている。考え方において明示されたものに限っても、表1に記載された事項の詳細はガイドライン等の規定に委ねられる予定である。したがって、新制度の詳細は、今後制定されるガイドライン等も参照する必要がある。

本稿では、上記の政省令及び考え方の内容を紹介し、平成30年6月15日から始まる新制度の詳細について説明することとしたい。なお、法の内容については、本誌38号(2017年7・8月号)に掲載された拙稿(共著)「住宅宿泊事業法について」でも紹介しており、こちらも併せてご参照いただきたい。

本稿中意見にわたる部分は筆者の個人的見解であり、筆者の所属する法律事務所の見解ではない。

【表1 ガイドライン等で詳細が規定される事項】

項目	ガイドライン等で詳細が規定される事項
住宅の定義（法2条1項）	住宅に設けることが必要な設備（台所、浴室、便所、洗面設備）（規則1条）の具体的な構造・機能等 「随時所有者又は賃借人の居住の用に供されている家屋」（規則2条3号）の考え方
住宅宿泊事業者の届出（法3条）	届出の具体的な手続き 「当該住宅が随時その所有者、賃借人又は転借人の居住の用に供されていることを証する書類」（規則4条4項1号ト）の具体的な内容
宿泊者の衛生の確保（法5条）	レジオネラ症対策等公衆衛生等の観点から最低限必要な項目
外国人観光旅客である宿泊者の快適性及び利便性の確保（法7条）	外国語の案内等についての詳細な運用
宿泊者名簿の備付け等（法8条）	「当該宿泊者名簿の正確な記載を確保するための措置」（規則7条1項）として、本人確認を行うことが必要である旨 適切な本人確認方法の考え方
宿泊者への説明（法9条）	火災発生時の初期対応
苦情等への対応（法10条）	「周辺地域の住民からの苦情及び問い合わせ」に対する「適切かつ迅速」な「対応」（法10条）の具体的な考え方
住宅宿泊管理業務の委託（法11条）	「日常生活を営む上で通常行われる行為に要する時間」（規則9条3項）の具体的な時間等 「住宅宿泊事業者が自己の生活の本拠として使用する住宅と届出住宅が、同一の建築物内若しくは敷地内にあるとき又は隣接しているとき」（規則9条4項1号）の具体的な内容
標識の掲示（法13条）	掲示場所等
条例の制定（法18条）	条例で制限できる「区域」及び「期間」（令1条）の考え方等 期間の下限の考え方 関連自治体 ^{注1} が条例を制定しようとする場合において、当該区域内における市町村の意見を聴取する際に、議会の意見も聴取させることが望ましい旨 条例の制定にあたっては、公布の前に十分な周知を図る等、届出しようとする者が事業の実施について適切に判断できるような情報提供を行う等の配慮をすることが望ましい旨
住宅宿泊管理業者の登録の申請（法23条）	登録申請者が賃貸住宅管理業者等である場合には、登録申請の際に一部の添付書類の提出を省略できる旨及びその具体的な書類（国交省規則6条3項）
住宅宿泊管理業者の登録の拒否事由（法25条）	「住宅宿泊管理業務を適切に実施するための必要な体制」の具体的な内容（国交省規則9条2号）
誇大広告等の禁止（法31条）	誇大広告に該当しうる具体例
再委託の禁止（法35条）	一括再委託の禁止の考え方
違法民泊仲介対策	仲介サイトにおける情報の記載方法等の詳細

2. 住宅宿泊事業

旅館業の許可を受けなくとも、都道府県知事又は保健所設置市等^{注2}の長（以下「関連自治体の長」といい、当該都道府県又は保健所設置市等を「関連自治体」という。）に届出をすれば行うことができる

住宅宿泊事業とは、宿泊料を受けて住宅に人を宿泊させる事業であって、人を宿泊させる日数が1年間で180日以内であるものをいう（法2条3項）。

（1）「住宅」の定義

住宅とは、法2条1項1号及び2号の要件をいず

注1

定義については、後記2. 冒頭文で参照。

注2

保健所を設置する市又は特別区であって、その長が法68条1項の規定により同項に規定する住宅宿泊事業等関係行政事務を処理する区域をいう。

れも満たす家屋である（法2条1項）。家屋には、一戸建ての住宅、長屋、共同住宅、寄宿舍を含み、これらの別を住宅宿泊事業者の届出書に記載する必要がある（規則4条3項8号）^{注3}。

（a）家屋を生活の本拠として使用するために必要な設備

法2条1項1号では、当該家屋内に、当該家屋を生活の本拠として使用するために必要なものとして、台所、浴室、便所、洗面設備を設けることが必要とされる（規則1条）。これら以外の設備を設けることは法令上要求されなかった。これらは必ずしも独立している必要はなく、たとえば、いわゆるユニットバス（3点ユニット）のように、1つの設備が複数の機能（浴室、便所、洗面設備）を有している場合であっても、それぞれの設備が設けられているものとして認められる。また、これらの設備については、一般的に、それぞれの機能が認められるものであれば足りるものとされ、具体的には、ガイドライン等において規定される予定である（以上、考え方1頁）。

（b）人の居住の用に供されていると認められる家屋

法2条1項2号では、人の居住の用に供されていると認められる家屋であることが必要とされ、具体的には、①現に人の生活の本拠として使用されている家屋、②従前の入居者の賃貸借の期間の満了後新たな入居者の募集が行われている家屋、③随時その所有者、賃借人又は転借人の居住の用に供されている家屋が規定されている（規則2条）。届出住宅が①から③のいずれに該当するのかが、住宅宿泊事業者の届出書の記載事項となっている（規則4条3項7号）。別荘については、この③の要件に該当するものとされている（考え方1頁）。この要件は、住宅宿泊事業者の届出時に、②の場合は募集の広告その他の当該募集が行われていることを証する書類を、③の場合は随時所有者等の居住の用に供されて

いることを証する書類をそれぞれ添付書類として提出させることで確認し（規則4条4項1号へ・ト）、また、事業開始後には、必要に応じて関連自治体の長の報告徴収及び立入検査の権限（法17条）を通じて確認されるものとされている（考え方1頁）。当該届出時の添付書類の具体的内容はガイドライン等において規定される予定である（考え方7頁）。

（2）人を宿泊させる年間日数制限（年間180日）

（a）日数算定方法

各届出住宅において、1年間で180日以内しか人を宿泊させることができない。この要件があることにより、年間を通じて（宿泊料を受けて）人を宿泊させる旅館業と区別され、また、宿泊に用いる施設が住宅としての性質を確保できると考えられている（考え方2頁）。かかる日数は、毎年4月1日正午から翌年4月1日正午までの期間において人を宿泊させた日数とされた（規則3条）。これにより、実際に人を宿泊させた日数を基準とする（営業日数を基準とはしない）ことが明確化された（考え方2頁）。また、正午から翌日の正午までの期間を1日とする（同条）。これにより、1泊を1日（2日ではない）と数える（したがって、180泊まで可能）ことが明確化された。

（b）条例による制限

関連自治体は、条例により、特定の区域においては年間日数制限を180日より短い期間とすることが可能である。ただし、住宅宿泊事業法に起因する騒音の発生その他の事象による生活環境の悪化を防止するため必要があるときに、合理的に必要と認められる限度でなければならない（以上、法18条）。これは、法が住宅宿泊事業を適切な規制の下振興する目的を有することから無制限に日数を制限することを禁じたものである。このため、法に基づく条例によって年間すべての期間において住宅宿泊事業の実施

注3

なお、建築基準法及びこれに基づく命令の規定において、「住宅」、「長屋」、「共同住宅」又は「寄宿舍」とあるのは届出住宅を含むものとされていることから（法21条）、これらの届出住宅は、建築基準法令との関係ではかかる用途の建築物と扱われる結果、住居専用地域における届出住宅で住宅宿泊事業を行うことも可能となる。

を制限し、ゼロ日とすることは、法の目的を逸脱するものであり、適切ではないと考えられており^{注4}、かかる考え方はガイドラインに規定される予定である（考え方20頁）。

当該条例においては、区域ごとに、住宅宿泊事業を実施してはならない期間が指定される。区域の指定は、土地利用の状況その他の事情を勘案し、期間の指定は、宿泊に対する需要の状況その他の事情をそれぞれ勘案して、騒音の発生その他の事象による生活環境の悪化を防止することが特に必要である地域内の区域及び期間内において行われる（以上、令1条）。かかる区域や期間の考え方等についてはガイドライン等で規定される予定である（考え方17頁）。

なお、区間・期間による制限だけでなく、営業形態（家主居住型、家主不在型）による制限については、基本的には、家主不在型であっても、登録された住宅宿泊管理業者への委託等により、家主居住型と同様に事業の適正な運営の確保が図られていることから、両者を区分することは適切ではないと考えられている。もっとも、たとえば、家主不在型の民泊の急激な増大に起因して生活環境が悪化するような特別な場合等、合理的に認められる限度において、類型ごとに制限することまでを否定するものではないと考えられている（以上、考え方17頁）^{注5}。

関連自治体は、当該条例を制定する際、当該自治体の区域内の市町村の意見を聴取する（規則14条）。その際議会の意見も聴取されることが望ましい旨がガイドライン等に規定される予定である（考え方20頁）。また、当該条例が突然制定され経過措置等もなく施行されると、当該規制区域内において住宅宿泊事業を行い又は行おうとしていた者が不測の損害

を被る可能性がある。したがって、当該条例の制定にあたっては、公布の前に十分な周知を図る等、届出を行おうとする者が事業の実施について適切に判断できるような情報提供を行う等の配慮をすることが望ましいと考えられ、その旨ガイドライン等において規定される予定である（考え方21頁）。

（3）届出

住宅宿泊事業を開始しようとする者は、当該開始しようとする日の前日までに届出を行う必要がある（規則4条1項）。添付書類その他届出の手続きの詳細についてはガイドライン等で規定されることが予定されている（考え方4頁）。

（a）届出書記載事項及び添付書類

届出書の記載事項及び添付書類は法3条2項及び3項並びに規則4条に規定されており、届出書の様式は規則1号様式に規定されている。その内容の一部は以下のとおりである。

- （i）前記（1）（b）に記載のとおり、現に人の生活の本拠として使用されている場合を除き、入居者の募集が行われているか、随時所有者等の居住の用に供されていることを証する書面を添付書類として提出する必要がある（規則4条4項1号ヘ・ト）。
- （ii）届出の添付書類には住宅の図面があり、そこには、①台所、浴室、便所及び洗面設備の位置、②住宅の間取り及び出入口、③各階の別、④居室、宿泊室及び宿泊者の使用に供する部分（宿泊室を除く。）のそれぞれの床面積が明示されている必要がある（規則4条4項1号チ）。これらの事項が明示されていれば手書でもよい（考え方4頁）。

注 4

ただし、これはあくまで法に基づく条例の場合であって、他の法令等別の根拠に基づく条例において住宅宿泊事業が全面的に禁止される可能性を否定したものではないと思われる。後記（15）もご参照。

注 5

報道によると、①北海道では、年間営業日数を住居専用地域では平日以外の約60日以内、小中学校周辺は約110日以内に制限するが、家主同居型では制限を設けない、②新宿区では、住居専用地域については月曜から木曜までは住宅宿泊事業を行うことができない、③京都市では、住居専用地域に限り、閑散期である1月から2月にかけての約60日間に制限する、といった案がそれぞれ検討されている。

(iii) 届出者が賃借人又は転借人である場合は、賃貸人及び転貸人が住宅宿泊事業の用に供することを目的とした転貸を承諾したことを証する書面を添付書類として提出する必要がある(規則4条4項1号リヌ)。当該目的による使用が契約書上明示的に承諾されていることが前提とされている。

(iv) 住宅がある建物が2人以上の区分所有者が存在する区分所有建物で居住用の専有部分がある場合は、規約を添付書類として提出し、規約に住宅宿泊事業を営むことを禁止する旨の定めがないことが確認される(規則4条3項13号、4項1号ル)^{注6}。規約に当該定めがない場合は、管理組合に届出住宅において住宅宿泊事業を営むことを禁止する意思がないことを確認したことを証する書類を添付書類として提出する必要がある(規則4条4項1号ヲ)。

(v) 住宅宿泊管理業務の委託を行う場合には、その管理受託契約を添付書類として提出する必要がある(規則4条4項1号ワ)。そのため、届出時には既に当該契約が締結されていることが前提となっている。

(b) その他

届出の手数料については、地方自治法227条の規定に基づき、各関連自治体で判断されることになるが、手数料を設定することは困難と考えられており(考え方6頁)、届出には、住宅宿泊管理業者又は住宅宿泊仲介業者の登録とは異なり^{注7}、手数料はかからないことになるものと思われる。

住宅宿泊事業を行うことができるのは、厳密には届出を行った後届出番号が通知され(規則4条7項)、

標識の掲示を行ってからである(標識には届出番号が記載される。)(規則11条、4号から6号様式)。届出番号の通知前に事業を開始した場合には罰則等の対象となる(法76条2号)。届出番号の通知は、届出の形式的不備が確認されてから行われるが、かかる形式的不備の確認及び届出番号の通知は速やかに行うものとされている(考え方7頁)。

(4) 宿泊者の衛生の確保

届出住宅について、その居室(住宅宿泊事業に使用されるものに限る。)の床面積は宿泊者1人当たり3.3m²以上を確保し、定期的な清掃及び換気を行うことが必要とされた(法5条、厚労省規則)。居室の床面積は、宿泊者が利用しうる部分の面積を指し、これには、押入、床の間等の通常宿泊者が利用できない部分は含まれないが、居室に附属する浴室、便所、板間等は含まれるものとされている(考え方9頁)。この床面積の規制により、届出住宅の規模に応じて宿泊者の定員が必然的に定まることになる。

(5) 宿泊者の安全の確保

火災その他の災害が発生した場合における宿泊者の安全の確保を図るために必要な措置として、①国土交通大臣が定めるところにより非常用照明器具を設けること、②避難経路を表示すること、③国土交通大臣が定める措置が規定されている(国交省規則1条)。平成29年11月10日時点においては、この①及び③の国土交通大臣が定める措置に関する告示案が公表されており、同月中の公布が予定されている^{注8}。

当該告示案によれば、①の定めとして、届出住宅

注6

国土交通省は、平成29年8月29日付でマンション管理規約のひな形である「マンション標準管理規約」を改正し、明示的に住宅宿泊事業を許容又は禁止する文案を規定した。これをふまえ、多くの区分所有建物の管理規約が改正され、住宅宿泊事業を許容するのか禁止するのかが明確化されたか又は今後されていくものと思われる。なお、当該改正では、住宅宿泊事業者が同じマンション内に居住している住民である等のいわゆる家主居住型や、その中でも同じ専有部分に居住するホームステイ型(家主同居型)の場合では許容する文案等も規定された。

注7

住宅宿泊事業者及び住宅宿泊仲介業者の登録には、それぞれ登録件数1件につき9万円の登録免許税を支払う必要がある(登録免許税法別表第1第142の3)。

の用途にかかわらず、非常用照明器具は、建築基準法施行令126条の5に規定する技術的基準に適合するものとし、宿泊室及び避難経路に設置することとされている。ただし、住宅宿泊事業者が不在とならない場合（すなわち、家主同居型）であって^{注9}、宿泊室の床面積の合計が50m²以下の場合には不要とされている。

また、③の定めとして、(i)届出住宅の用途にかかわらず、届出住宅に複数のグループを宿泊させる場合における、宿泊者使用部分の各居室についての連動型住宅用防災警報器等の設置、(ii)届出住宅が一戸建ての住宅又は長屋である場合における、宿泊室又は宿泊者使用部分の床面積の上限規制の各措置が規定される予定である。ただし、いずれも適切な安全確保の措置がとられている場合の例外も併せて規定される予定である。

なお、これらの措置に加え、当然のことながら別途消防法令に基づく措置が必要となることには留意が必要である（考え方9頁）。

(6) 外国人観光旅客である宿泊者の快適性及び利便性の確保

外国語を用いて、①届出住宅の設備の使用方法に関する案内、②移動のための交通手段に関する情報提供、③火災、地震その他の災害が発生した場合における通報連絡先に関する案内を行う必要があることが規定されている（国交省規則2条）。外国語として何語が必要なのか、案内は対面又はそれに準じる方法ではなく書面の事前交付で足りるのか等詳細な運用はガイドライン等において規定される予定である（考え方9頁）。

(7) 宿泊者名簿の備付け等

宿泊者名簿は、その正確な記載を確保するための

措置を講じた上で作成し、その作成の日から3年間保存する必要がある（規則7条1項）。かかる措置として、本人確認を行うことが必要である旨がガイドライン等で規定される予定である。宿泊者が日本国内に住所を有しないものである場合の本人確認の方法については、旅館業法における取扱いと同様、宿泊者に旅券の提示を求め、その写しを宿泊者名簿とともに保存することとし、それによって、名簿における氏名、国籍及び旅券番号の記載に代替することを可能とすることも考えられている。なお、本人確認は、特区民泊における取扱いと同様、対面又は対面と同等の手段により行われるよう、適切な方法がガイドライン等で規定される予定である（以上、考え方10頁）。対面と同等の手段としてどのような方法がガイドライン等で規定されるのかに留意が必要である。

名簿を置く場所は、届出住宅か住宅宿泊事業者の営業所又は事務所とされる（同条2項）。記載事項として、宿泊者が日本国内に住所を有しない外国人であるときは、その国籍及び旅券番号も必要である（同条3項）。また、電磁的な方法による記載も可能である（同条4項）。

(8) 宿泊者に対する説明事項

宿泊者に対する説明事項として、①騒音の防止のために配慮すべき事項、②ごみの処理に関し配慮すべき事項、③火災の防止のために配慮すべき事項が規定されている（規則8条2項）。これは、書面の備付けその他の方法で行われる必要がある（同条1項）。なお、火災発生時の初期対応についてはガイドライン等で規定される予定である（考え方12頁）。

(9) 苦情等への対応

苦情等への具体的な対応方法は法令で一律に規定することはせず、ガイドライン等で規定される予定で

注 8

施行は法の施行日である平成 30 年 6 月 15 日となる予定である。

注 9

詳細は、後記 (10)(b) 参照。

ある（考え方12頁）。

（10）住宅宿泊管理業務の委託

法5条から10条までの規定による業務及び住宅宿泊事業の適切な実施のために必要な届出住宅の維持保全に関する業務は住宅宿泊管理業務と定義され（法2条5項）、住宅宿泊事業者は、法11条1項1号又は2号の規定に該当する場合は、当該届出住宅に係る住宅宿泊管理業務を1の住宅宿泊管理者に委託することが必要となる（法11条1項）^{注10}。この場合、届出住宅に係る住宅宿泊管理業務の全部を契約により委託しなければならない（規則9条1項1号）。したがって、住宅宿泊管理業務の一部のみを委託することや、複数の住宅宿泊管理者に住宅宿泊管理業務を細分化して委託することは想定されていないものと思われる。

（a）届出住宅の居室の数が5を超えるとき

法11条1項1号では、届出住宅の居室の数が5室を超え、すなわち6室以上であるときは、住宅宿泊事業者が各居室に係る住宅宿泊管理業務の全部を適切に行うのに支障が生じるおそれがあるため、住宅宿泊管理業務を委託することが必要とされている（規則9条2項）。

（b）届出住宅に人を宿泊させる間不在となる時

法11条1項2号では、届出住宅に人を宿泊させる間不在となるときは、住宅宿泊事業者が住宅宿泊管理業務を適切に行うのに支障が生じるおそれがあるため、住宅宿泊管理業務を委託することが必要とされている。これにより、家主不在型の場合は原則として住宅宿泊管理業務を委託することが必要となる。なお、ここでいう不在には、一時的な不在、すなわち日常生活を営む上で通常行われる行為に要する時間の

範囲内の不在は含まれない（規則9条3項）。したがって、家主同居型の場合において、家主がかかる範囲内の不在にすることをもって住宅宿泊管理業務の委託が強制されることにはならない。具体的な時間等についてはガイドライン等で規定されることが予定されている。考え方においては、例として、通勤、通学、子供の送迎、通院、買物等は一時的な不在に含まれるべきという意見があり、かかる内容もふまえた規定がなされるものと思われる（以上、考え方12頁）。

さらに、この要件には例外があり、①住宅宿泊事業者が自己の生活の本拠として使用する住宅と届出住宅が、同一の建築物内若しくは敷地内にあるとき又は隣接しているとき^{注11}で、かつ、②届出住宅の居室であって、それに係る住宅宿泊管理業務を住宅宿泊事業者が自ら行うものの数の合計が5室以下であるときは、住宅宿泊管理業務を委託しなくてもよい（規則9条4項）。これにより、同一敷地内の母屋を生活の本拠とする住宅宿泊事業者が離れにおいて住宅宿泊事業を実施する場合は、かかる例外要件を満たさう。

（11）宿泊サービス提供契約の締結の代理等の委託

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他人に委託しようとするときは、当該委託をしようとする住宅宿泊仲介業者又は旅行業者に対し、届出番号を通知しなければならない（規則10条）。これにより、これらの業者が取り扱おうとする物件の適法性の確保を図ることができると考えられている（考え方15頁）。

（12）標識の掲示

標識を届出住宅ごとに、公衆の見やすい場所に掲

注 10

ただし、住宅宿泊事業者が住宅宿泊管理者である場合において、当該住宅宿泊事業者が自ら当該届出住宅に係る住宅宿泊管理業務を行うときは、委託する必要がない（法11条1項本文但書）。

注 11

ただし、住宅宿泊事業者が当該届出住宅から発生する騒音その他の事象による生活環境の悪化を認識することができないことが明らかであるときは除くため、かかる例外要件を満たさない（規則9条4項1号括弧書き）。

(1) 登録

登録申請書の記載事項及び添付書類は法23条及び国交省規則6条に規定されており、申請書の様式は国交省規則1号様式に規定されている。また、登録拒否要件が法25条1項及び国交省規則7条から9条に規定されている。それらの内容の一部は以下のとおりである。

- (i) 登録申請者が賃貸住宅管理業者等である場合には、登録申請の際に一部の添付書類の提出を省略でき（国交省規則6条3項参照）、かかる省略可能な書類はガイドラインで具体的に記載される予定である（以上、考え方22頁）。
- (ii) 債務超過又は支払不能であることが登録拒否事由に該当する（国交省規則8条）。
- (iii) 住宅宿泊管理業を的確に遂行するための必要な体制の整備がなされていないと登録拒否事由に該当する（法25条1項11号）。具体的には、①管理受託契約の締結に係る業務の執行が法令に適合することを確保するための必要な体制と、②住宅宿泊管理業務を適切に実施するための必要な体制の整備が必要である（国交省規則9条）。②については、宅地建物取引業の免許を有する者、賃貸住宅管理業の登録を受けた者、マンション管理業の登録を受けた者等であることのほか、常時苦情への応答が可能であること等が想定されており、具体的にはガイドラインにおいて規定されることが予定されている（考え方22頁）。

(2) 誇大広告等の禁止

住宅宿泊管理業者の責任のほか、報酬の額及び管理受託契約の解除に関する事項について、著しい虚偽広告や誇大広告は禁止されている（国交省規則12条）。具体例はガイドライン等で規定されることが予定されている（考え方22頁）。

(3) 不当な勧誘等の禁止

禁止行為は法32条及び国交省規則13条に規定されている。かかる行為として、住宅宿泊管理業務の対象となる届出住宅の所在地その他の事情を勘案して、当該業務の適切な実施を確保できないことが明らかである場合に管理受託契約を締結することも規定されている（同条3号）。このため、営業所から届出住宅の距離が遠かったり、近い営業所においても十分な従業員数が確保されていない業者等は、当該届出住宅の住宅宿泊管理業務を行えない。

(4) 管理受託契約の締結前及び締結時の書面の交付

管理受託契約の締結前及び締結時に、委託者に書面を交付する必要がある（締結前については説明もする必要がある）（法33条、34条）。委託者の書面又は電磁的方法による承諾があれば、国交省規則15条に規定する電磁的方法により提供することもできる（令3条1項、国交省規則16条）。その一つとして、インターネットのブラウザ上の画面に表示された記載事項を受信者がファイルに記録する方法も可能である（考え方23頁）。

(5) 住宅宿泊管理業務の再委託の禁止

住宅宿泊事業者から委託された住宅宿泊管理業務の全部を他の者に再委託することはできない（法35条）^{注13}。複数の事業者に分割して再委託し自らは一切住宅宿泊管理業務を行わないことも認められない等、一定の考え方がガイドライン等で規定される予定である（考え方24頁）。

(6) 住宅宿泊事業者への定期報告

委託者である住宅宿泊事業者への定期報告は、当該住宅宿泊事業者の事業年度終了後及び管理受託契約の期間の満了後、遅滞なく、国交省規則21条1項各号に規定する事項を記載した住宅宿泊

注 13

住宅宿泊事業者が住宅宿泊管理業者でもある場合に自ら住宅宿泊管理業を行う場合を含む。

管理業務報告書を作成し、これを住宅宿泊事業者に交付して説明する必要がある（同項）。当該報告書が電磁的記録で作成されている場合には、同条2項に規定する電磁的方法をもって行うことができる。

（7）地方整備局長及び北海道開発局長への権限の委任

法に規定する住宅宿泊管理業者に関する国土交通大臣の権限は、原則として、住宅宿泊管理業者又はその登録を受けようとする者の主たる営業所又は事務所の所在地を管轄する地方整備局長及び北海道開発局長に委任される（法69条、国交省規則24条）。したがって、たとえば、登録申請書の提出先は、該当する地方整備局長又は北海道開発局長となる（同条1項1号、国交省規則1号様式）。

4. 住宅宿泊仲介業

届出住宅における、住宅宿泊事業者及び宿泊者との間の宿泊サービス提供契約の締結の代理、媒介又は取次ぎは住宅宿泊仲介業務と定義され（法2条8項）、旅行業法上の旅行業の登録を受けた旅行者（旅行業法3条）以外の者が、報酬を得て、当該業務を行うには、観光庁長官の登録を受ける必要がある（法2条9項、46条）。なお、当該登録を受けて行う住宅宿泊仲介業は、あくまで住宅宿泊事業者の届出住宅を対象としたものである。したがって、住宅宿泊仲介業者は、旅館業法上の簡易宿所営業の許可を受けて行う民泊や国家戦略特区において条例によって認められて行ういわゆる特区民泊についての仲介業は行えず、それを行うには旅行業の登録を受ける必要があるものと思われる^{注14}。

（1）登録

登録申請書の記載事項及び添付書類は法47条

及び国交省規則28条に規定されており、申請書の様式は国交省規則12号様式に規定されている。また、登録拒否要件が法49条1項及び国交省規則29条から31条に規定されている。それらの内容の一部は以下のとおりである。

- （i）外国の業者も想定されるが（法61条1項参照）、登録申請書はあくまで日本語で記載される必要がある（考え方24頁）。
- （ii）違法民泊物件のあっせん等を行っていることが登録拒否事由に該当する（国交省規則29条3号）。詳細は後記（4）を参照されたい。
- （iii）債務超過又は支払不能であることが登録拒否事由に該当する（同30条）。
- （iv）住宅宿泊仲介業を的確に遂行するための必要な体制の整備がなされていないと登録拒否事由に該当する（法49条1項11号）。具体的には、①業務の執行が法令に適合することを確保するための必要な体制、②宿泊者又は住宅宿泊事業者からの苦情、問合せ等に迅速かつ適切に対応するための必要な体制、③宿泊者又は住宅宿泊事業者と締結した契約の内容に係る重要な事項についての明確な記録又は関係書類の補完を行うための必要な体制の整備が必要である（国交省規則31条）。

（2）住宅宿泊仲介業約款の届出

住宅宿泊仲介契約に関し、約款を定め、その実施予定期日の30日前までに観光庁長官に届ける必要がある（変更時も同様）（法55条1項、国交省規則34条）。約款には、①住宅宿泊仲介業務に関する料金その他の金銭の収受、②契約の変更及び解除、③責任及び免責に関する事項と、④その他約款の内容として必要な事項の記載が必要である（国交省規則35条）。観光庁長官が標準約款を定めて公示した場合において、標準約款と同一の約款を定め

注 14

他方で、旅行業法上の旅行業の登録を受けた旅行者は、住宅宿泊事業の届出住宅についての仲介業も行うことができる（旅行業法2条1項、3条）。

れば、当該約款については届出をしたものとみなされる（法55条3項）^{注15}。

当該約款は継続して公示しなければならず、その方法は、営業所又は事務所における掲示かインターネットによる公開でもよい（国交省規則36条）^{注16}。

（3）住宅宿泊仲介業務に関する料金の公示

住宅宿泊仲介業務の開始前に宿泊者及び住宅宿泊事業者から収受する当該業務に関する料金の上限を定め、営業所又は事務所において掲示するかインターネットにおいて公開する必要がある（法56条、国交省規則38条）^{注17}。当該料金は、契約の種類及び内容に応じて定率、定額その他の方法により定められる（同37条）。

（4）違法民泊仲介に係る禁止行為

違法行為等のあっせん等として禁止される行為が法58条及び国交省規則39条に規定されている。かかる行為として、宿泊者に対し、法令に違反するサービスの提供を受けることのあっせん等や、その旨の広告等が規定されており（法58条2号・3号）、住宅宿泊事業者の届出がなされていない違法民泊物件を仲介サイトに掲載することその他のあっせん行為は禁止されている。より具体的に、宿泊サービスを提供する者と取引を行う際に、当該者が住宅宿泊事業者の届出をしたものであるかどうかの確認を怠る行為が禁止されている（国交省規則39条2号）。これらの規定により、住宅宿泊仲介事業者は、民泊物件の仲介を行う場合にはそれが届出物件であることを確認す

る義務を負うことになる。

また、前記（1）（ii）に記載のとおり、当該違法民泊物件のあっせん等を行っている者は、住宅宿泊仲介事業者の登録拒否事由となっており（国交省規則29条3号）、事実上住宅宿泊仲介事業者になろうとする者に対して、その仲介サイト上から違法民泊物件の掲載を削除する義務を負わせることになっている。

さらに、住宅宿泊仲介事業者は、宿泊者と住宅宿泊仲介契約を締結する前に（宿泊者に）交付する必要がある書面において、宿泊サービス提供契約を締結する住宅宿泊事業者の届出番号を記載して説明しなければならず（国交省規則40条2号）、届出物件であることの確認義務の履行を担保する内容になっている。

なお、考え方において、仲介サイトにおいて住宅宿泊事業者の住所や届出番号を掲載させるべきという意見が紹介されており、それを受けて、仲介サイトにおける情報の記載方法等の詳細については、今後検討の上ガイドライン等に規定されることが予定されている（考え方25頁）。

（5）住宅宿泊仲介契約の締結前の書面の交付

住宅宿泊契約の締結前に、宿泊者に書面を交付して国交省規則40条に規定する事項を説明する必要がある（法59条1項）。電磁的方法によることが可能である点は、前記3.（4）記載の住宅宿泊管理業者による管理受託契約の締結前及び締結時の書面の交付の場合と同様である（同2項）。

説明事項に、届出住宅の所在地を勘案して、宿泊

注 15

この点について施行期日の特例等は特に規定されていないため、施行日である平成30年6月15日にならないと当該届出を行えず、その30日後でないと当該約款を実施できないものと思われる。ただし、標準約款が定められた場合において当該標準約款と同一の約款を定めれば、施行日において届出をしたものとみなされることになると思われる。

注 16

旅行者の旅行業約款は観光庁長官の許可を受ける必要があり（旅行業法12条の2第1項）、それを営業所において掲示しなければならない（同3項）のと比較して、緩やかかつ柔軟なルールとなっている。

注 17

旅行業法上、旅行者は、旅行者から収受する旅行業務の取扱いの料金のみ定め、これをその営業所において掲示する必要があるが（旅行業法12条1項）、旅行者が当該旅行業務として住宅宿泊事業者のための住宅宿泊仲介業務（法2条8項2号）を取り扱う場合には、旅行者及び住宅宿泊事業者から収受する料金をそれぞれ定め、営業所に掲示する必要がある（同67条）。

者が取得することが望ましい安全及び衛生に関する情報があり（国交省規則40条12号）、かかる事項がないかを把握しておく必要がある。なお、宿泊者の資格についても説明が必要とされており（同11号）、これは届出住宅の宿泊者を一定の範囲の者に限定することを許容しうることが前提とされているように思われる。

（6）標識の掲示

営業所又は事務所ごとに国交省規則17号様式による標識を掲げる必要があるが、登録年月日、登録番号、登録の有効期間が満了する年月日、及び商号、名称又は氏名を電子計算機の映像面（ウェブサイト）において、それを見る者にとって見やすい箇所に明瞭かつ正確に表示すれば、標識の掲示は不要となる（法60条、国交省規則42条、43条）。

5. 施行期日等

前記1.において記載したとおり、法に規定する住宅宿泊事業者、住宅宿泊管理業者、住宅宿泊仲介業者の各届出又は登録の申請は平成30年3月15日から行うことができる。ただし、当該日から行えるのは当該届出又は登録の申請行為までであり、届出については施行日に届出をしたものとみなされ（法附則2条1項）、登録については施行日に行われる前提とされている。したがって、各届出又は登録業務は施行日前に行うことはできない。たとえば、施行日以降の宿泊予約の受付、決済を行うことは住宅宿泊仲介業務そのものであるため、施行日前に行うことはできない。ただし、届出物件を仲介サイトに掲載すること自体は当該業務に該当しないことから施行日前でも可能とされる（以上、考え方26頁）^{注18}。

注 18

なお、既に旅行業法上の登録を受けた旅行業者であれば、当然予約（契約）行為も可能である（考え方26頁）。

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。

投資法人の最新税務動向

第8回

圧縮記帳(2)



山本 恭司

EY 税理士法人
エグゼクティブディレクター
税理士



古川 英章

EY 税理士法人
エグゼクティブディレクター
税理士

前回に続き、投資法人に適用される主な圧縮記帳制度について解説する。今回は、圧縮割合が100%である「交換」に係る圧縮記帳と今後投資法人による利用の増加が見込まれる「長期所有資産(10年超)の買換え」に係る圧縮記帳の取扱いである。

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

1. 交換に係る圧縮記帳

先行取得土地等や買換えの圧縮記帳が租税特別措置法に規定されているのに対して、交換の圧縮記帳は法人税法(第50条)に規定されている。両者の違いは、前者が政策的な観点から期限付きで設けられているのに対し、後者は恒久的な制度であり、また圧縮割合が100%であることにある。

交換差金

交換差金とは、交換時における取得資産の価額(時価)と譲渡資産の価額(時価)が等価でない場合に、その差額を補うために交付される金銭その他の資産をいう。この交換差金には、交換契約書に記載された精算金額に限らず、土地建物を一括して交換した場合に、土地と建物の総額は等価であって

も、土地と土地、建物と建物の種類毎の時価が異なっているときの、土地と土地、建物と建物とのそれぞれの差額も含まれる。

圧縮記帳要件の判定ポイント

互いに1年以上所有していること

建物等の交換の場合、その建設中の期間は保有期間には含めず、固定資産として事業の用に供した日から起算する。

同じ種類の資産であること

土地建物の交換のように、2以上の種類の資産を交換した場合には、土地は土地と、建物は建物とそれぞれ交換したものとする。

交換に係る圧縮記帳の概要

交換譲渡資産	① 次の5種類の資産のいずれかであること - 土地(借地権を含む) - 建物(建物とともに交換する建物附属設備や構築物は建物と一体となって交換される場合に限りその建物に含む) - 機械及び装置 - 船舶 - 鉱業権 ② 固定資産であること(棚卸資産でないこと) ③ 1年以上所有していること
交換取得資産	① 譲渡資産と同じ種類の資産であること ② 相手方において固定資産であること(棚卸資産でないこと) ③ 相手方において1年以上所有されていること ④ 相手方が交換のために取得したと認められるものでないこと
用途要件	取得資産を譲渡資産の交換直前の用途と同じ用途に供すること
差額要件	交換時における譲渡資産の価額(時価)と取得資産の価額(時価)との差額が、これらの時価のうちいずれか高い方の価額の20%以内であること
圧縮限度額 ^{注1} (損金算入額)	① 交換差金がない場合(等価交換) 取得資産の時価－ (譲渡資産の譲渡直前簿価+譲渡経費の額) ② 交換差金を受け取った場合 取得資産の時価－ (譲渡資産の譲渡直前簿価+譲渡経費の額) $\times \frac{\text{取得資産の時価}}{\text{取得資産の時価} + \text{交換差金の額}}$ ③ 交換差金を支払った場合 取得資産の時価－ (譲渡資産の譲渡直前簿価+譲渡経費の額+交換差金の額)

差額はいずれか高い方の時価の20%以内であること

資産の一部を交換とし、他の部分を譲渡としている場合は、譲渡部分を含めて交換があったものとして「20%以内」を判定する。なお、土地建物を一括して交換した場合に、土地の差額が20%以内で、建物の差額が20%超のときは、土地に対してのみ交換の圧縮記帳の適用がある。

交換直前と同じ用途であること

【土地の用途区分】

その現況により、「宅地」「田畑」「鉱泉地」「池沼」「山林」「牧場又は原野」「その他」の7区分^{注2}

【建物の用途区分】

「居住の用」「店舗又は事務所の用」「工場の用」「倉庫の用」「その他の用」の5区分^{注3}

相手方が交換により取得した資産の用途は不問

相手方が交換により取得した資産の用途は要件ではないため、仮に相手方において取得した資産を交換後すぐに転売しても、圧縮記帳の適用には影響しない。

相手方が交換のために取得したと認められるものでないこと

「欲しい物件があるので買い換えたいが、現在の所有物件を売却すると売却益が課税されてしまう」(現状では圧縮記帳の適用なし)というケースでは、関係会社にいったん物件を取得してもらい、1年後

注 1

算出した圧縮限度額が交換取得資産の圧縮前の簿価を上回る場合においては、圧縮後の簿価として最低1円を付す必要がある。

注 2

「宅地」であれば敷地上の建物の用途は問わない。

注 3

住宅と「店舗又は事務所」が併設されている建物は「居住専用」又は「店舗・事務所専用」として扱ってよい。

に交換する方法が考えられる(関係会社は交換取得物件をすぐに転売)。そのような行為を認めないためにこの要件が設けられたものと考えられる。何をもって「相手方が交換のために取得した」と認定されるかは明らかにされていないが、相手方による物件取得と同時にその優先交渉権の付与を受けるケースなどは注意が必要であろう。

適用対象となる交換取引

次のような交換も圧縮記帳の対象となる。

- ① 現物不動産と信託受益権の交換
- ② 1対複数資産または複数資産同士の交換
- ③ 底地と借地権の交換

圧縮限度額の計算

交換の圧縮記帳の圧縮割合は100%であり、等価交換や交換差金を支払った場合には、譲渡資産の売却益(譲渡資産の時価-譲渡資産の譲渡直前簿価-譲渡経費の額)の全額を圧縮(直接減額方式による損金算入)することができる^{注4}。一方、交換差金を受け取った場合には、交換差金相当額は圧縮できない。これは譲渡資産の時価(交換譲渡対価)を次のように分割すれば分かりやすい。

(譲渡資産)交換譲渡対価200(簿価100、譲渡経費10)

(取得資産)交換取得時価160+交換差金40(取得経費8)

(差額要件) $(200-160) \div 200 = 20\% \leq 20\%$

	譲渡対価	直前簿価	譲渡経費	売却益	圧縮対象
等価交換部分	160	80	8	72	○
交換差金部分	40	20	2	18	×

この結果、圧縮後の取得資産の簿価は $(160+8)-72=96$ となる。交換差金部分の売却益18は圧縮できないため、税務上は課税対象となる(投資法人の場合は配当すれば損金算入できる)。

2. 長期所有資産(10年超)の買換えに係る圧縮記帳

長期所有資産の買換えに係る圧縮記帳の規定(租税特別措置法第65条の7第1項第7号)^{注5}は時限立法であり、平成10年に現在の枠組み^{注6}になって以来、概ね3年毎に更新されており、現在の適用期限は平成32年3月31日である。今後の更新が保証されているものではないが、前号で解説した通り『平成21年及び平成22年に先行取得をした土地等に係る圧縮記帳』の適用期間が平成33年迄に終了することから、投資法人が計画的に活用できる唯一の圧縮記帳制度として継続の期待は大きい。

同一事業年度中に買換資産を取得できない場合

譲渡資産を売却した事業年度中に買換資産を取得できない場合でも、その事業年度終了の日の翌日から1年以内^{注7}に買換資産を取得する見込みがある

注4

本来は売却益と圧縮損を両建経理すべきであるが、これを省略し、譲渡資産の簿価を引き継ぐ方法で処理することも認められる。

注5

平成23年度税制改正までは同項第17号であったことから「17号買換え」と、平成29年度税制改正までは同項第9号であったことから「9号買換え」と呼ばれていた。

注6

平成10年1月1日以降の長期所有土地等の譲渡に係る買換えについては、買換資産に係る地域限定が廃止され、買換資産に土地が加えられると共に、譲渡資産の所有期間が10年超となり(それまでは昭和56年以前の取得資産に限定)、さらに圧縮割合が60%から80%に引き上げられた。

注7

やむを得ない事情によって買換資産の取得が1年を超える場合に、原則として売却事業年度終了の日の翌日から2ヵ月以内に所轄税務署長に届け出を行い、承認を受けたときは最長3年

注8

地域再生法施行令第5条に規定する首都圏、近畿圏及び中部圏における一定の地方公共団体の全域または一部区域を指す。

長期所有資産(10年超)の買換えに係る圧縮記帳の概要

譲渡資産	国内にある土地等(借地権を含む。以下同じ)、建物又は構築物で、所有期間が10年を超えるもの (注1) 棚卸資産を除く (注2) 所有期間とは「取得日の翌日から譲渡日の属する年の1月1日までの期間」を指し、実際の所有期間ではない
買換資産	国内にある土地等(特定施設の敷地の用に供されるもので、その面積が300㎡以上のものに限り)、建物(建物附属設備を含む)若しくは構築物又は国内にある鉄道事業の用に供される一定の車両運搬具 (注1) 棚卸資産を除く (注2) 特定施設とは、事務所、工場、作業場、研究所、営業所、店舗、住宅その他これらに類する施設をいい、福利厚生施設に該当するものを除く(当該福利厚生施設には、社宅、寮、宿泊所、集会所、診療所、保養所、体育館その他のスポーツ施設、食堂その他これらに類する施設が含まれる)。なお、特定施設は自己所有である必要はない (注3) 駐車場用地については、原則として特定施設に併設されるものに限り (注4) 土地等が共有である場合の面積は、その土地等の総面積に持分割合を乗じた後に300㎡以上であるかどうかを判定する。なお、複数物件を買換資産としても、合算して300㎡以上とすることはできない (注5) 買換資産が土地等である場合には、譲渡資産である土地等の面積の5倍を超える部分の面積は買換資産に該当しない。譲渡資産が土地等でない場合は、土地等は買換資産に該当しない (注6) 買換資産である土地等が底地または借地権の場合、譲渡資産及び買換資産である土地等の面積についてはその土地の実際の面積とし、借地権割合等を考慮する必要はない

圧縮限度額	圧縮基礎取得価額×差益割合×圧縮割合 $\text{圧縮基礎取得価額} = \text{買換資産の取得価額} \text{又は} \text{譲渡資産の譲渡対価の額のうちいずれか少ない金額}$ (注1) 差益割合 = $\frac{\text{譲渡資産の売却益(譲渡対価の額} - \text{譲渡直前簿価} - \text{譲渡経費})}{\text{譲渡対価の額}}$ (注2) 1つの譲渡資産に対して買換資産が2以上ある場合、譲渡対価の額を、いずれか1つの買換資産の取得価額に達するまで充当する必要がある(複数の買換資産に少しずつ割り当ててはできない)
圧縮割合	原則として80% (注) 譲渡資産が地域再生法の集中地域^{注8}以外の地域内にあり、買換資産が次の地域内にある場合には次の割合 ・東京都特別区 70% ・地域再生法の集中地域(東京都特別区を除く) 75%
重複適用制限	譲渡資産について収用や換地処分等の圧縮記帳の適用がある場合、買換えの圧縮記帳の適用を受けることはできない

ときは、表中の圧縮限度額の計算式において「買換資産の取得価額」を「買換資産の取得に充てようとする金額」と読み替えて算出した額を限度として、金銭の分配に係る計算書において「圧縮特別勘定積立金」^{注9}として積み立てることにより、売却益を課税されずに内部留保することができる。

そして、期限内に買換資産を取得した場合には、圧縮特別勘定積立金を圧縮積立金に振り替えることにより圧縮記帳が継続することとなる。もし、実際の買換資産の取得価額が当初の「買換資産の取得に充てようとする金額」を下回った場合には圧縮特別勘定積立金の積立過大部分が、期限内に買換資産を取得できなかった場合にはその全額が、それぞれ取り崩されて課税を受けることになる(投資法人

注9

買換特例圧縮積立金の場合は「圧縮特別勘定積立金」ではなく、最初から「買換特例圧縮積立金」として積み立てる必要がある。詳しくは第7回の注10(Vol.39のP95)を参照のこと

の場合は配当すれば損金算入できる)。

買換資産を先行取得した場合

買換資産を先に取得した場合でも、同一事業年度中の取得であれば、圧縮記帳の取扱いは変わらない。

また、譲渡資産の売却事業年度開始の日前1年以内^{注10}に買換資産を取得し、その事業年度終了の日の翌日から2ヵ月以内^{注11}に所轄税務署長に届け出をすれば、譲渡資産を売却した事業年度において圧縮記帳の適用がある。この場合、先行取得した買換資産が建物等の減価償却資産であるときは、圧縮基礎取得価額の計算上使用する買換資産の取得価額を減価償却分だけ減額させる必要がある。

圧縮記帳要件の留意点

土地を譲渡資産、建物を買換資産とすることも可能

他の圧縮記帳制度と異なり、譲渡資産と買換資産の種類を一致させる必要はなく、また土地建物を一括して譲渡資産とし、買換資産を土地建物とすることも可能である^{注12}。

面積制限や用途制限があるのは、買換資産が土地等の場合のみ

「300㎡以上」、「5倍以上」の面積制限や「特定施設の敷地」、「特定施設からの福利厚生施設の除外」などの用途制限があるのは買換資産が土地等の場合であり、買換資産が建物や構築物の場合にはこれらの制限はない。

建物のみを譲渡資産とする場合、土地等は買換資産にならない

買換資産が土地等の場合、譲渡資産である土地等の面積の5倍以下の部分の面積が圧縮対象となるため、譲渡資産に土地等がない場合には、圧縮対象となる土地等の面積はない($0\text{㎡} \times 5 = 0\text{㎡}$)ことになる。

ただし、実務上建物のみを売買することは少なく、「借地権付建物」として売買することが多い。借地権等の設定により地価が2分の1以上下落するような場合には、土地の部分的な譲渡と観念されていることから、売却する借地権の価値がその土地の更地価値の2分の1を超えているようなケースでは、借地権を譲渡資産として扱うことができると考えられる。

福利厚生施設には「社宅」や「寮」が含まれる

したがって、社員寮の敷地となる土地は買換資産には該当しない。ただし、社員寮の建物には(用途制限がないので)圧縮記帳の適用がある。

土地建物を一括譲渡し、土地が売却益、建物が売却損の場合、圧縮限度額の計算上、両者を相殺する必要はない

売却益の発生が土地だけの場合、土地だけを譲渡資産とすることができる。また、先行取得土地等の圧縮記帳と異なり、同一事業年度中に売却した他の資産の譲渡損と相殺する必要はない。

注 10

テナントの立退きに時間を要するなどやむを得ない事情がある場合には最長3年

注 11

確定申告書の提出期限延長の特例を受けている法人であっても届出期限の延長はない。

注 12

買換資産を建物等の減価償却資産に充てて圧縮積立金を積んだ場合、建物の減価償却に対応して毎期圧縮積立金を取り崩す必要が生ずるので、できれば土地に対する積立てを優先した方がよい。詳しくは第7回の3.⑤(Vol.39のP93)を参照のこと

先行取得土地等の圧縮記帳より有利になる場合

先行取得土地等と長期保有資産の買換えの両方の圧縮記帳の適用がある場合、次のケースでは買換えを選択した方が有利であると考えられる。

- ① 先行取得土地等の取得が平成22年のみだった
圧縮対象資産が平成22年取得土地のみの場合、その圧縮割合は60%となるため、圧縮割合が原則80%となる買換えの圧縮記帳の方が有利になる。
- ② 同一事業年度中に他の土地を売却して売却損が発生した
先行取得土地等の圧縮記帳は同一事業年度中のすべての土地の譲渡損益を通算する必要があるため、単体の売却益を適用できる買換えの圧縮記帳の方が有利になることがある。
- ③ 建物にも売却益が発生した
建物の売却益を活用できるのは買換えの圧縮記帳だけである。
- ④ 先行取得土地等を売却する計画がある
買換資産を売却したら圧縮積立金は取り崩さなければならない。

圧縮限度額の計算

15年間所有していた東京都港区の物件Aを売却し(内訳は下記の通り)、同じ事業年度に東京都中

央区の物件B(賃貸オフィス)を30億円(土地20億円、建物10億円)で取得した。なお、土地の面積要件は満たしている。

(単位:億円)

物件A	譲渡直前簿価	売却金額	譲渡経費	売却損益
土地部分	9	15	0.6	5.4
建物部分	11	10	0.4	△1.4
合計	20	25	1.0	4.0

- ① 物件Aの土地建物を共に譲渡資産、物件Bの土地建物を共に買換資産とする場合
差益割合 = $4.0 \text{ 億円} \div 25 \text{ 億円} = 0.16$
圧縮限度額 = (25億円と30億円のいずれか少ない金額) × 差益割合 × 圧縮割合
= $25 \text{ 億円} \times 0.16 \times 80\% = 3.2 \text{ 億円}$
- ② 物件Aの土地のみを譲渡資産、物件Bの土地のみを買換資産とする場合
差益割合 = $5.4 \text{ 億円} \div 15 \text{ 億円} = 0.36$
圧縮限度額 = (15億円と20億円のいずれか少ない金額) × 差益割合 × 圧縮割合
= $15 \text{ 億円} \times 0.36 \times 80\% = 4.32 \text{ 億円}$

このケースでは②を選択した方が有利であり、物件Aの不動産等売却益4億円に対して、最大4.32億円^{注13}の圧縮積立金の積立てが可能となる。

注 13

(買換特例圧縮積立金ではない) 通常の圧縮積立金として 4.32 億円を満額積み立てるためには、税引前当期純利益がその 10 倍の 43.2 億円超となっている必要がある。

参考文献

成松洋一、「圧縮記帳の法人税務」(大蔵財務協会)

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51回

リース会計基準
(IFRS 第16号)の影響
米国及び日本基準との比較

清水 毅

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



太田 英男

PwC あらた有限責任監査法人
パートナー
公認会計士



藪谷 峰

PwC あらた有限責任監査法人
ディレクター
公認会計士

1. はじめに

本連載は、不動産ファンドに関係する国際財務報告基準(以下「IFRS」とします。)の動向及びIFRSの基本的な考え方を解説することを目的として連載しています。不動産の賃貸借については、あまり認識されていないかもしれませんが、会計上のリース取引に該当するため、リース会計の影響を受けま

す。このリース会計について国際会計基準審議会(以下「IASB」とします。)では、IFRS第16号「リース」を2016年1月に公表し、要求事項を変更しています。

リース会計は、以前よりIASBと米国財務会計基準審議会(以下「FASB」とします。)との間でコンバージェンス・プロジェクトが行われてきたトピックの一つでした。リース会計には検討すべき論点が多

図表1 リース基準検討の経緯

時期	公表物等
1982 年	IAS 第17号「リース」公表 (その後、1997 年及び 2003 年に改訂)
2006 年	FASB 及び IASB において、正式に議題として取り上げられ、共同プロジェクトしてリースプロジェクトが開始
2009 年 3 月	ディスカッション・ペーパー「リース：予備的見解」を FASB 及び IASB が公表
2010 年 8 月	公開草案「リース」を公表
2013 年 5 月	再公開草案「リース」を公表
2016 年 1 月 / 2 月	最終基準 IFRS 第16号「リース」を IASB が、Topic842「リース」を FASB が公表
2019 年 1 月 1 日以降の開始事業年度	新基準 IFRS 第16号の適用開始

く、複数回公開草案が公表され、その都度考え方の基礎の一部が見直されてきましたが、上述のように最終基準であるIFRS第16号が2016年1月に公表され、原則として2019年1月1日以後に開始する事業年度から適用されることになりました(図表1)。

IFRS第16号の適用開始までに準備の期間はまだ残されていますが、経過措置はあるものの本基準を遡及適用した場合には、現在の賃貸借契約につ

いても検討・分析し、リース会計基準の適用を検討する必要があります。よって、それ程多くの時間があるという訳でもなく、今回は改めてリース会計について整理したいと思います。また、米国会計基準でのリース新基準及び日本のリース基準との比較も行います。なお、文中の意見にわたる部分はあくまでも私見である点についてご注意ください。また、不動産賃貸に関連が強いと思われるものについて記載しているため、リース会計の適用にあたっての全ての論点を網羅しているものではないことについてもご注意ください。

2. リース会計基準の大きな改正点

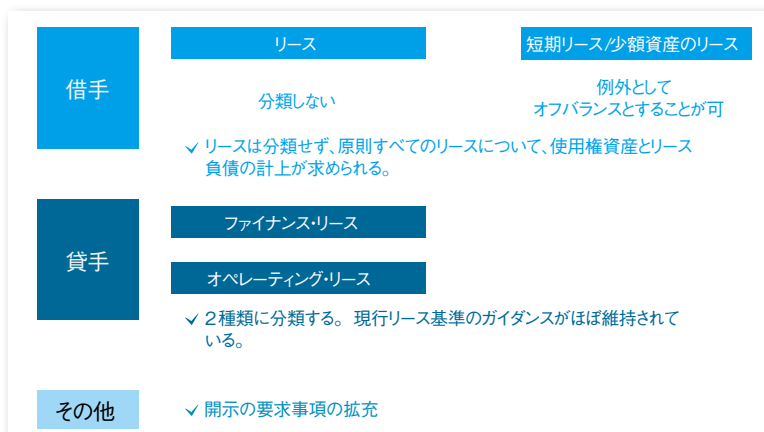
IFRS第16号は、リース会計の現行基準であるIAS第17号及び関連する解釈指針の内容を置き換えるものです。IFRS第16号の概要は以下の通りです(図表2)。

- 借手であるテナント側には、特に大きな影響があり、主なものとしては以下が挙げられます。
- ファイナンス・リースとオペレーティング・リースの区分の廃止
- 原則として全てのリース契約について使用権資産及びリース負債の計上
- 各事業年度で費用化される金額の変化

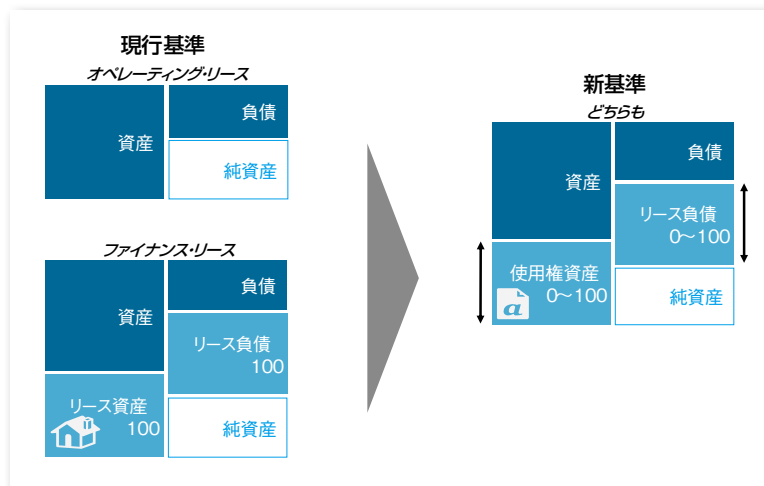
よって、テナントがこの新しいリース会計基準を適用した場合の会計処理は、従来の会計処理とはかなり異なるため留意が必要です。

また、貸手である不動産のオーナーにおいても本リース会計基準の変更によりある程度影響を受けるため留意が必要です。

図表2 リース会計 新基準 概要



図表3 テナントの貸借対照表のイメージ



3. 借手における現行リース基準と新基準との比較

現行基準では、リース取引をオペレーティング・リースとファイナンス・リースのどちらかに区分し、オペレーティング・リースに判定された場合には、貸借対照表において、リースする資産に関する資産や負債は計上されません。他方、ファイナンス・リースと判定された場合、リース資産と対応する負債が全額計上されることになります。これに対して新基準であるIFRS第16号では、原則として両者を区分せず、すべてのリースについて使用権資産とリース負債を計上することになります。計上される資産と負債は、対象となるリース取引のリース期間等の諸条件により変動します。

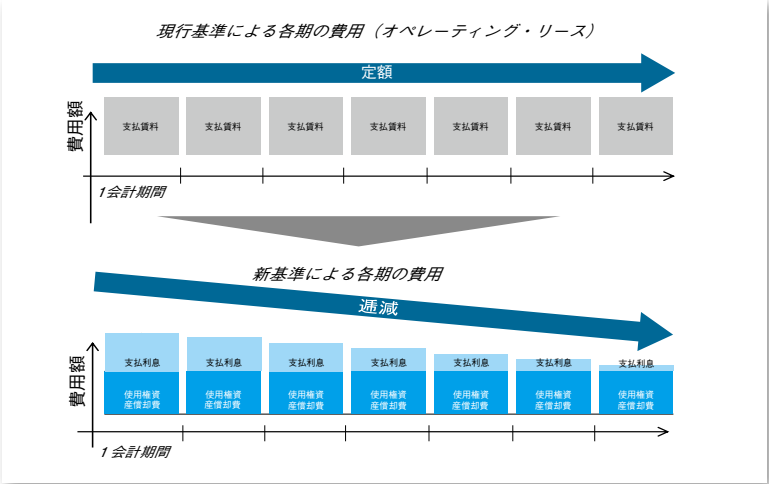
テナントの貸借対照表での表示のイメージについて

て現行基準と新基準との比較は以下のとおりです（図表3）。新基準では原則として全てのリース契約について契約条件に従い変動する金額（イメージでは0から100）を資産・負債に計上するため、特に現行基準でオペレーティング・リースとされていたリースについては、これまでリース資産に関して貸借対照表には何も計上されていませんでしたので（リース契約に関する資産・負債の計上は0）大きな変更となります。

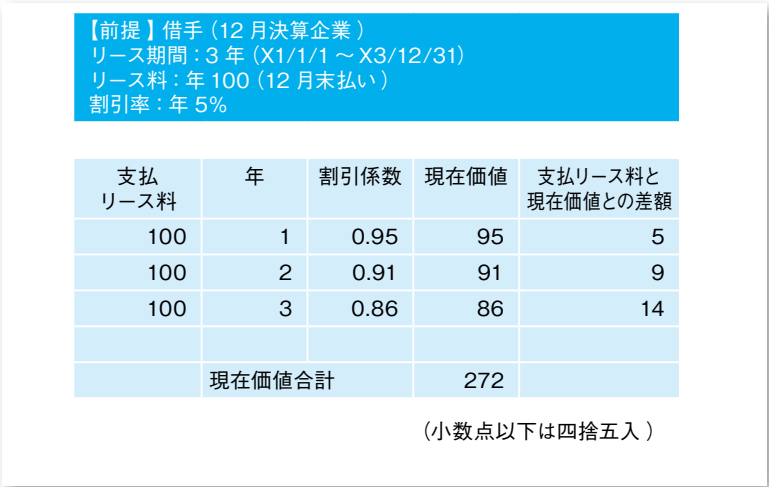
また、テナントの損益計算書のイメージについても現行基準と新基準の比較をし、以下に示します（図表4）。現行基準によるオペレーティング・リースでは、定額の費用認識となり、各会計期間の費用化額は一定となります。これに対して新基準による場合、リースに関する使用権資産を認識し、使用権資産の減価償却費とリース負債に関する利息費用が計上されることになります。利息費用は実効金利法に類似した方法により計算されるため、リース期間の初期に多くの費用が認識され、低減していくことになるため、現行基準と比較するとリース期間の初期に多く、後期において少なく計上されることになります。

価値合計を求めると272となりますので、まず、これに基づいて本リースに関する使用権資産とリース負債を認識します。

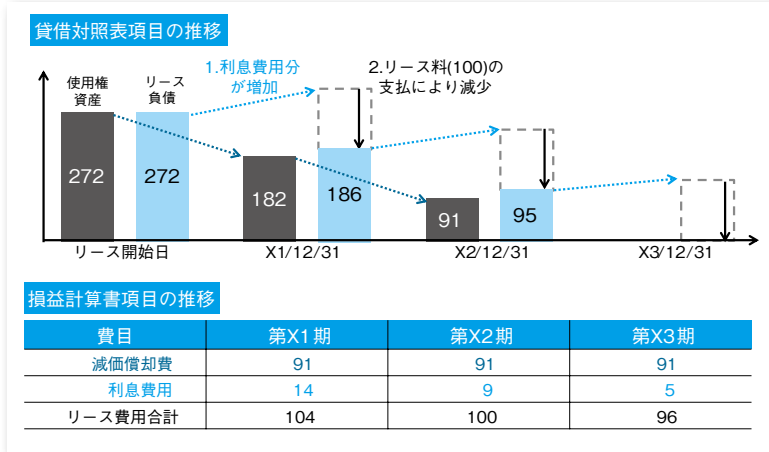
図表4 テナントの損益計算書のイメージ



図表5.1 借手の会計処理 数値例



図表5.2 借手の会計処理 数値例



3.1 数値例

具体的な数値例により貸借対照表及び損益計算書への影響のイメージを示します。以下図表5.1は前提条件です。なお、単純化のために他の条件は考慮していない点についてはご注意ください。

上記の前提条件に基づく場合、年100のリース料について割引現在

使用権資産は3年にわたり定額法で減価償却され費用化されます。利息費用はX1年では、リース負債272に対して5%の利息費用である14を計算し、支払額100から当該14を控除した元本充当額86が計算され、リース負債から控除されることになります。翌年についても同様の計算を行います(図表5.2)。

3.2 借手(テナント)への影響

前述の変更により、テナントに対して、様々な影響が考えられます。まず、財務的な影響としては、これまでオペレーティング・リースとして処理されていたものについては、新基準により不動産賃貸借がオンバランス処理される場合、例えば以下の財務指標への影響が考えられます(図表6.1)。

さらに、財務的な影響により、直接的・間接的にビジネス環境や業務システムへの影響が考えられます。よって、影響が大きい場合には、新基準の適用に当たり十分な準備と検討が必要となります。ビジネス的にも賃貸と売買の判断や賃貸期間について従来と異なった考え方が出てくる可能性があります(図表6.2)。

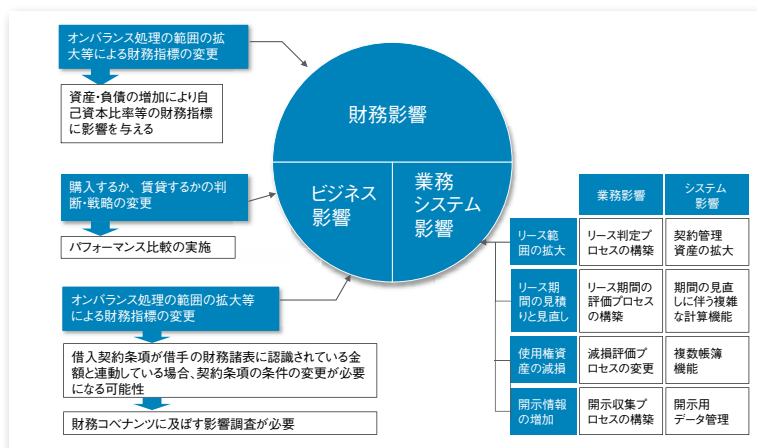
4. 借手のリース負債と使用権資産の当初計上

IFRS第16号に従う場合、①各期のリース料とリース期間によりリース料総額を算定し、②割引率により割引計算を行い割引現在価値を算定し、③その他当初コストや原状回復義務等を加算して使用権資産の取得原価を算定するのが大まかな流れ

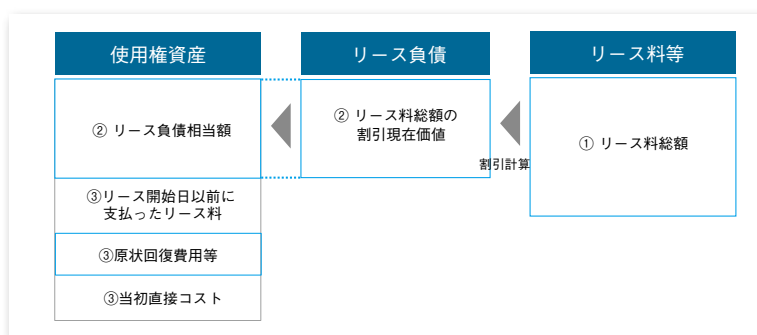
図表6.1 テナントへの影響 財務影響

指標	計算方法	指標への影響	影響の内容
負債資本比率	負債÷資本	増加 ↑	従来オペレーティング・リースとして会計処理されていたリースの多くが、オンバランスされるため
EBIT	利息および税金考慮前の利益	増加 ↑	新基準ではリース費用ではなく、使用権資産の償却費とリース負債の支払利息が計上されるため
EBITDA	利息、税金、減価償却費および償却費考慮前の利益	増加 ↑	新基準ではリース費用ではなく、使用権資産の償却費とリース負債の支払利息が計上されるため
レバレッジ	純負債÷EBITDA	増加 ↓	リースのポートフォリオの特性による(EBITDAと純負債の両方が増加するため)
ROA	当期純利益÷総資産	減少 ↓	オペレーティング・リースのオンバランスにより総資産が増加するため

図表6.2 テナントへの影響



図表7 リース負債と使用権資産の当初認識・測定



となります(図表7)。

このフローで不動産の賃貸借において特にポイントとなりそうな点について、以下で検討します。

4.1 リース料

共益費

リースを含んだ契約である場合には、リースと非リース要素とは区分する必要があります。(なお、実務上の便法は許容されています(図表8.1)。)

リースとサービスを区分する際の考え方としては、

借手が使用期間中の原資産を使用する権利を支配している場合に契約はリースであり、それ以外のサービスがリース以外の要素であるという原則のみが示されています。

当該原則に従った場合共益費が、例えば以下のようなものである場合、区分して処理する必要がある可能性があります。

- 建物賃貸借契約において、共用部分の清掃費、電気代、保守管理費等の費用に充てるために、賃借人との間で定める定期金のことを言い、賃貸部分の使用の対価である賃料とは別個に授受される場合

変動リース料

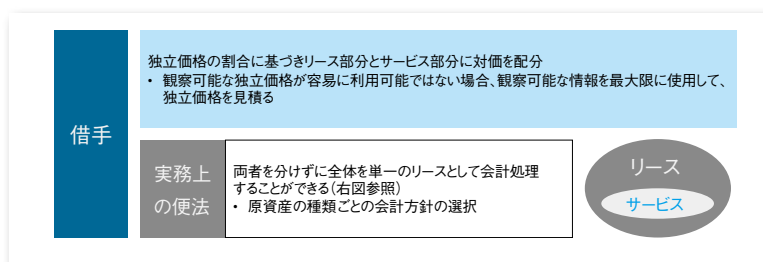
ホテルや商業施設では賃料がホテルのGOPや売上等の指標に連動する場合があります。

リース会計において、変動リース料とは、リース料のうち、開始日後に発生する事実または状況の変化（時の経過を除く）により変動するものをいいます。このような変動リース料は、指数又は率（Libor、CPI等）に応じて決まるものはリース料の計算に含めますが、それ以外の変動リース料は含めないことになります。ただし、その中に、実質的な固定支払がある場合は計算に含めることになる点について留意する必要があります（図表8.2）。

4.2 リース期間

認識されるリース負債の金額は、リース期間にわたるリース料総額に基づき算定されるため、リース期間の決定は、オンバランスする金額の多寡に直接

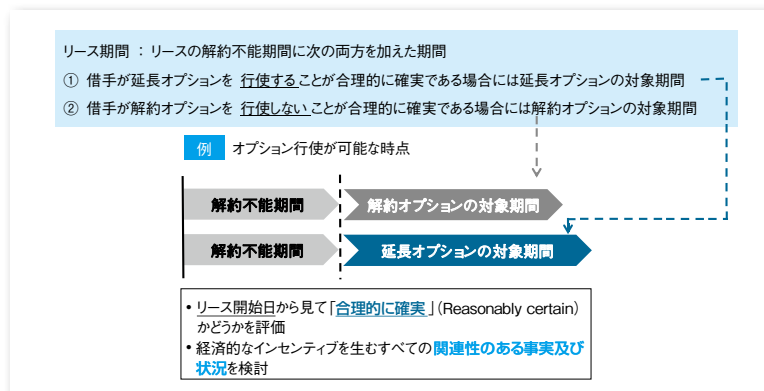
図表8.1 リースとサービスの区分



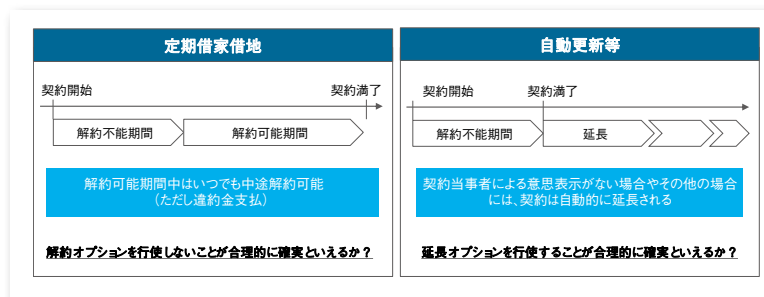
図表8.2 変動リース料

変動リース料の例	リース料計算に含めるか
消費者物価指数やLIBOR等のベンチマーク金利、または市場の賃料水準などの指数や率の変動に基づき算定されるリース料	含める
リースしている小売店舗から生じた売上の一定割合によって算定されるリース料	含めない
自動車のリースにおいて、所定の走行距離を超過した使用料に基づいて算定されるリース料	含めない

図表8.3 リース期間



図表8.4 リース期間 不動産賃借



的な影響があります。そのため、リース期間の決定にあたっては、延長オプション等の行使可能性の慎重な評価が必要になります（図表8.3）。

不動産賃借の場合、いわゆる普通借地・借家契約と、定期借地・借家契約がありますが、それぞれ延

長オプションの行使又は解約オプションの非行使が合理的に確実かどうかを判断してリース期間を決定する必要があります(図表8.4)。

合理的に確実であるかどうかの評価は重大な経済的インセンティブの存在に基づいて判断することになります(図表8.5)。

4.3 割引率

リース負債の金額の算定は見積もられたリース料総額を、一定の割引率を用いて現在価値に割り引くことにより行います。この際の割引率は、まず、それを容易に決定できる場合には、リースの計算利率を用います。利用可能でない場合には、借手は、自らの追加借入利率を利用することになります(図表8.6)。

5. セール・アンド・リースバック取引

例えば、借手は、原資産の購入等により法的所有権をいったん獲得した後に、当該資産を貸手に譲渡して、その後にリースを受ける場合があります。資産が貸手に移転する前に借手が当該資産を支配している(または支配を獲得した)場合、当該取引はセール・アンド・リースバック取引と呼ばれます。不動産の流動化・証券化ではこのセール・アンド・リースバック取引が用いられることがあります。従来、借手がセール・アンド・リースバック取引を行うメリットの一つとして資産のオフバランス化、原資産の売却損益や資金効率の改善等がありました。リースの新基準による場合、要件を満たす限りにおいて原資産はいったん貸借対照表から外れますが、売却後のリースバックにおいて使用権資産が再びオンバランスされます。ただし、オンバランスされる額は売却された原資産と同等な額ではなく、リース期間等の条件

図表8.5 リース期間 重大な経済的インセンティブ

要因	例
市場レートと比較してオプション対象期間の契約条件	・オプション対象期間におけるリース料が市場価格と比較して明らかに低い等 ・変動リース料または他の条件付支払(解約ペナルティおよび残価保証に基づく支払いなど)の金額 ・当初のオプション対象期間の後に行使可能なオプションの契約条件(例えば、延長オプション期間の最後に行使可能な購入オプション)
賃貸物件に対する重大な改良の存在	・リースの延長、解約または資産の購入のオプションが行使可能となった時点で、それまでに行った改良が借手にとって重大な経済価値を有すると見込まれるもの
リースの解約及び代替資産の導入に関するコスト	・交渉コスト、再配置コスト、代替資産を探すためのコスト、解約ペナルティ、原資産の返還に関するコスト
テナントの営業にとっての現資産の重要性	・原資産が専用化された資産かどうか、原資産の場所、代替資産の入手可能性等。テナントのビジネスにとって当該資産の使用が不可欠であり、当該資産の使用を続ける必要がある場合等
オプションの行使が条件付きである場合の条件の達成可能性	・一定の条件が満たされた場合のみオプションの行使が可能な場合の、当該条件が満たされる可能性

図表8.6 割引率

割引率	説明
リースの計算利率	リース料総額及び無保証残存価額の現在価値が原資産の公正と価値及び貸手の当初直接コストの合計額と等しくなる利率
借手の追加借入利率	借手が、同様の期間にわたり、同様の保証を付けて、使用権資産と同様の価値を有する資産を同様の経済環境において獲得するのに必要な資金を借り入れるために支払わなければならないであろう利率

によって変化する額となります。また売却損益についても従来とは異なる規定となっています。このため、借手がセール・アンド・リースバック取引を行うかどうかの検討に大きな影響があるものと考えられます。

5.1 セール・アンド・リースバック取引から生ずる売却損益

IFRS第16号では、セール・アンド・リースバック取引において、原資産の売却が公正価値に基づくものである場合、売手(借手)は、リースバックから生じる使用権資産を、売手が留保する使用権に関連する資産の従前の帳簿価格の割合で測定するとしています。売却損益が生じる場合、売手(借手)は、リースバック終了時に、貸手に返済されることとなる残存資産に関連する部分のみを売却損益として

認識することになります。つまり売却損益は原資産にかかる一部しか認識できないということになります。

6. 適用と経過措置

IFRS第16号は、原則として2019年1月1日以降開始する事業年度から適用されます。このため、例えば3月決算を前提とした場合には2020年3月期より適用されることとなります。ただし、収益認識の基準であるIFRS第15号「顧客との契約から生じる収益」を適用している場合にはIFRS第16号を早期適用することも認められます。これには、IFRS第15号及びIFRS第16号の両方を早期適用する場合も含まれます。

以下では、IFRSをすでに適用している企業が、IAS第17号からIFRS第16号に移行する場合の取扱いについて説明します。

借手がIAS第17号からIFRS第16号への移行を行う場合、完全遡及アプローチもしくは修正遡及アプローチのいずれかを選択することができます。ただし、選択したアプローチは、すべてのリース契約について一貫して適用する必要があります。

完全遡及アプローチは、IAS第8号に従い、各リース契約について、あたかもリース開始時からIFRS第16号を適用していたかのように遡及修正するものです。

修正遡及アプローチでは、一部例外的な処理が認められます(図表9)。具体的には図表に記載のとおりです。なお、表の右にはIFRSを初度適用した場合の採用の可否について記載しています。

6.1 ファイナンス・リースに分類していたリース

借手がIAS第17号のもとでファイナンス・リースに分類していたリースについて、遡及修正アプローチ

図表9 修正遡及アプローチの主な項目

項目	IFRS 既適用企業の経過措置 (オペレーティング・リースに分類していたリース)	初年度適用企業の可否 (適用開始日はIFRS移行日に読み替え)
比較情報	- 比較情報の修正再表示は不要 - IFRS第16号適用時の累積的影響額は、適用開始日に利益剰余金(または、適切な場合には資本の他の内訳項目)の期首残高の修正として認識	×
リース負債	残りのリース料総額を適用開始日の借手の追加借入利率で割り引いた現在価値で測定	適用可能
使用権資産	リースごとに、次のいずれかの方法を選択することができる。 - IFRS第16号が常に適用されていたかのように測定(ただし、割引率は適用開始日の借手の追加借入利率を用いる) - リース負債と同額で測定する(ただし、適用開始日直前に当該リースに関連して認識されていた前払・未払リース料の調整を行う)	適用可能
割引率	特徴が合理的に類似するポートフォリオに対して単一の割引率を適用することができる。	適用可能
減損判定	適用開始日において、原則として、IAS第36号に従った減損判定を行う必要がある。ただし、減損判定にかえて、使用権資産を過去に認識した不利なリースの引当金の額だけ修正することが認められる。	×
12か月以内のリースの免除	適用開始日から12か月以内にリース期間が終了するリースについて、短期リースと同じ簡便的な処理が認められる。	適用可能
原資産が少額のリースの免除	原資産が少額のリースについて、原資産が少額のリースの会計処理及び開示を適用できる。	適用可能

によりIFRS第16号への移行を行う場合、適用開始日の使用権資産及びリース負債の帳簿価額は、IAS第17号に従った同日の直前のリース資産及びリース負債の金額とします。

6.2 転リース

不動産ファンドでは様々な理由により直接テナントと賃貸借契約を締結するのではなくマスターリースのような中間的な貸手が入ることもあります。その場合、転リースの論点が関係します。中間的な貸手は、適用開始日現在で継続中のオペレーティング転リースがIFRS第16号によりファイナンス・リースまたはオペレーティング・リースのいずれに分類されるのかを、再評価する必要があります。中間的な貸手は、この再評価を、原リース及び転リースの残存する契約上の条件に基づいて行います。IAS第17号ではオペレーティング・リースに分類されていたもの

の、IFRS第16号ではファイナンス・リースに分類される転リースについては、中間的な貸手は、当該転リースを適用開始日に締結した新たなファイナンス・リースとして会計処理する必要があります。

6.3 セール・アンド・リースバック取引

過去のセール・アンド・リースバック取引については、企業は、下記の全てを行わなければならないません。

- 過去にセール・アンド・リースバック取引として会計処理された取引については、IFRS第15号「顧客との契約から生ずる収益」に従って売却が生じたか否かを再評価することは認められていません。IFRS第16号の適用開始日において、依然として「売却が生じていない」とされる取引のみ再評価が要求されます。
- 売手(貸手)は、IAS第17号においてファイナンス・リースに分類したセール・アンド・リースバック取引については、適用開始日現在で継続中の他のファイナンス・リースと同じ方法で会計処理しなければなりません。

国会計基準でのリース会計の概要の説明を行います。

7.1 借手の会計処理モデル

米国会計基準のモデルでは、借手の会計処理アプローチは、現行のIFRSの基準と同様に2本建てとされており、借手のリースは、ファイナンス・リースとオペレーティング・リースに分類されます。ただし、それらの両方において、借手は、使用権資産及びリース負債を認識する必要があります(現行基準では、オペレーティング・リースとされた場合には、貸借対照表には資産・負債は計上されないため、この点において異なります)。米国会計基準のモデルのファイナンス・リースでは、IASBモデルの借手のリースとはほぼ同様の会計処理を要求するため、損益計算書で認識する使用権資産の減価償却費(定額法の場合)とリース負債に係る利息費用が、実効金利法に類似した方法により認識されます。これに対して、オペレーティング・リースではリース期間にわたり基本的には定額の費用認識となる点が異なります(図表10)。

7. 米国会計基準との比較

前述のとおり、FASBとIASBは共同でリース・プロジェクトを進めてきており、2016年2月にFASBは米国会計基準のリース基準であるTopic840に代わる新基準として、新たにTopic842を公表しています。このTopic842は、2018年12月15日以降開始する事業年度より適用開始となります。両者が共同で検討を行ってきたため多くの論点において一致した結論となっていますが、一部の論点については異なる結果となっています。以降は特に異なる結論となっている論点を中心として米

図表10 IFRSと米国会計基準との比較(借手)

論点	IFRS 第16号	米国会計基準 Topic842
借手の会計処理		
貸借対照表	原則として全てのリースについて、使用権資産及びリース負債が認識される	
損益計算書	単一のアプローチ ・使用権資産：減価償却費 ・リース負債：実効金利法 ・変動リース料のうちリース負債に含まれていないもの(指数または率に応じて決まる以外のもの)	オペレーティング・リースとファイナンス・リースの2本建てのアプローチ リースの特性に応じて ・(ファイナンス・リース) IFRS第16号と類似の取扱い ・(オペレーティング・リース) 単一のリース費用を認識(通常は、リース期間にわたり定額法)
変動リース料の見直し	指数または率に応じて決まる変動リース料については見直しが要求される(キャッシュ・フローの変化があった場合)	一般的には、見直しは行われない(ただし、リースが他の理由によって見直された場合には、見直しが要求される)
セール & リースバック(売手/借手)	売却に伴う損益は移転された権利に関連する金額に制限される	売却に伴う損益は他の資産の売却に適用されるガイダンスと整合的に会計処理される

7.2 貸手の会計処理モデル

米国会計基準のリースの新基準における貸手の会計処理アプローチでは、リースを3種の類型(販売型リース、直接金融リース及びオペレーティング・リース)に分類します。販売型リースと販売型リース以外(直接金融リースとオペレーティング・リース)の区分は、借手におけるファイナンス・リースとオペレーティング・リースの区分にそれぞれ対応しています(図表11)。

貸手について米国会計基準とIFRSでの分類の比較については以下のとおりまとめられます(図表12)。IFRSも米国会計基準も従前の分類を踏襲しており、それらに関するガイダンスは概ね引き継がれています。

7.3 セール・アンド・リースバック取引

セール・アンド・リースバック取引についても、一部の論点において、米国会計基準とIASBのモデルとで取扱いが異なっている部分があります。主な異同点を表形式でまとめると、以下のようになります(図表13)。

8.日本会計基準

日本のリース会計の基準は従前より変更なく、これまでどおり、借手、貸手ともにオペレーティング・リースとファイナンス・リースに区分した上で会計処理を検討することになります。

このような取扱いは、前述のよう

図表11 米国会計基準 リース貸手の会計処理

米国会計基準 Topic842 での類型	IFRS 第16号との比較
販売型リース	IFRS 第16号における貸手(製造業者または販売業者である場合)のファイナンス・リースの会計処理と類似している。
直接金融リース	IFRS 第16号における貸手(製造業者でも販売業者でもない場合)のファイナンス・リースの会計処理と類似している。(ただし、米国の新リース基準では、原資産に係る売却益が繰延べられるという点でIFRS 第16号とに差異がある。)
オペレーティング・リース	IFRS 第16号における貸手のオペレーティング・リースの会計処理と類似

図表12 IFRSと米国会計基準との比較(貸手)

論点	IFRS 第16号	米国会計基準 Topic842
借手の会計処理		
貸手の会計処理	- ファイナンス・リース - オペレーティング・リース 従来のガイダンスが実質的に引き継がれている	- 販売型リース - 直接金融リース - オペレーティング・リース 従来のガイダンスが実質的に引き継がれている
転リース	転リースの分類は、使用権資産を参照して行う	転リースの分類は、原資産を参照して行う

図表13 IFRSと米国会計基準との比較(セール・アンド・リースバック)

IFRS	米国会計基準 FASB モデル
売却が生じたのかどうかの判定 セール・アンド・リースバック取引の文脈において売却が生じるためには、当該売却が収益認識基準における売却に関する要求事項を満たしていなければならない。	
売却の判定に関する追加的な適用指針はIFRS 第16号には含まれていない。よって、収益認識に係る基準であるIFRS 第15号を参照することになる。なお、売手(借手)が原資産に関して実質的な買戻しオプションを有している場合には、売却は生じていないと判定される。	- リースバックが売手(借手)のファイナンス・リース又は買手(貸手)の販売型リースである場合には、売却は生じていないと判定される。 - 売手(借手)が原資産に関して実質的な買戻しオプションを有している場合には、売却は生じていないと判定される。 - 売手(借手)が原資産に関して買戻しオプションを有している場合には、売却は生じていないと判定される。ただし、以下の両方を満たす場合を除く。 - オプションの行使価格が、オプションが行使される時点における資産の公正価値である。 - 市場において容易に入手可能な代替的な資産(譲渡資産と実質的に同等な資産)が存在する。
売却・購入の会計処理 買手(貸手)は、原資産の購入を非金融資産の他の購入(すなわち、リースバックが存在しない)に適用されるガイダンスと整合的に会計処理する。	
セール・アンド・リースバック取引において完了した売却に関して売手(借手)が認識する損益は、リースバックの終了時における原資産に対する残存持分に係る損益の金額に制限される。	売手(借手)はセール・アンド・リースバック取引において完了した売却に係る損益を、他の類似の売却に適用されるガイダンスと整合的に会計処理する。

に、IFRSや米国会計基準とは異なっているため、適用する会計基準による影響の差異について、慎重に検討する必要があると思われます。

なお、企業会計基準審議会では以後3年間の日本基準の開発の基本的な方針及び国際的な会計基準の開発に関連する活動を行うにあたっての基本的な方針を示すものとして、平成28年8月、中期運営方針を公表していますが、リース基準についても以下のように言及しています。

- 国際的な会計基準と整合性を図ることに対す

る必要性及び懸念に関する検討をリース会計専門委員会において行うこととし、その後、我が国における会計基準の改訂に向けた検討に着手するか否かの検討を行う。

さらに、修正国際基準((国際会計基準と企業会計基準委員会による修正会計基準によって構成される会計基準)での取扱いについては、上記中期運営方針において、IFRS第16号「リース」に関するエンドースメント手続を平成29年内に開始する予定としています。

しみず たけし

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

やぶたに たかし

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

ARESマスターフォーラム 開催報告

今年度のマスターフォーラムを下記のとおり開催いたしました。今後の実施予定はARES CAMPUS マイページログイン後の「各種申請用紙・資料」に掲載の「平成 29 年度継続教育実施一覧」でご確認ください。

● 開催概要

東京 第 2 回	テーマ	物流不動産の潮流とマーケット動向
	講師	高橋 加寿子 氏（シービーアールイー株式会社）
	日時	6 月 28 日（水）17:30 ～ 19:30
東京 第 3 回	テーマ	今後の宿泊需要の見通しとホテルマーケット
	講師	北村 邦夫 氏（株式会社三井住友トラスト基礎研究所）
	日時	8 月 29 日（火）17:30 ～ 19:30
東京 第 4 回	テーマ	歴史を振り返ると共に、不動産投資マーケットの見通しを語る
	講師	齋藤 徹也 氏（株式会社ドーガン）
	日時	11 月 15 日（水）17:30 ～ 19:30
大阪	テーマ	大阪のオフィスマーケットの現状と今後の展望 ～極端な供給不足から生じた未曾有の低空室率時代～
	講師	山口 武 氏（シービーアールイー株式会社）
	日時	8 月 2 日（水）17:30 ～ 19:30

不動産投資運用業の コンプライアンス研修 開催報告

基礎・体系編第 1 回

● 開催概要

日時 7 月 28 日（金）9:30 ～ 17:25

会場 TKP 東京駅日本橋カンファレンスセンター TG ビル別館 2 階 ホール 2 A

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

受講料（税込、教材費など一式込）

マスター及び正会員：18,000 円、賛助会員：35,000 円、一般（非会員）：40,000 円

基礎・体系編第 2 回のご案内

基礎・体系編第 2 回（2018 年 1 月 24 日（水））のお申込みを 11 月 28 日（火）から 12 月 14 日（木）まで ARES マスター資格制度専用 Web サイトにて受付中です。詳細は下記 URL よりご確認ください。なお、定員により申込を締め切っている場合もございますので予めご了承ください。

<https://www.ares-campus.ares.or.jp/other-course/>

不動産証券化協会認定マスター養成講座コース1修了試験結果

2017年10月22日(日)、専修大学(東京会場)およびTKPガーデンシティPREMIUM心斎橋(大阪会場)にてP104修了試験を実施いたしました。コース1を受講された皆様、お疲れ様でした。

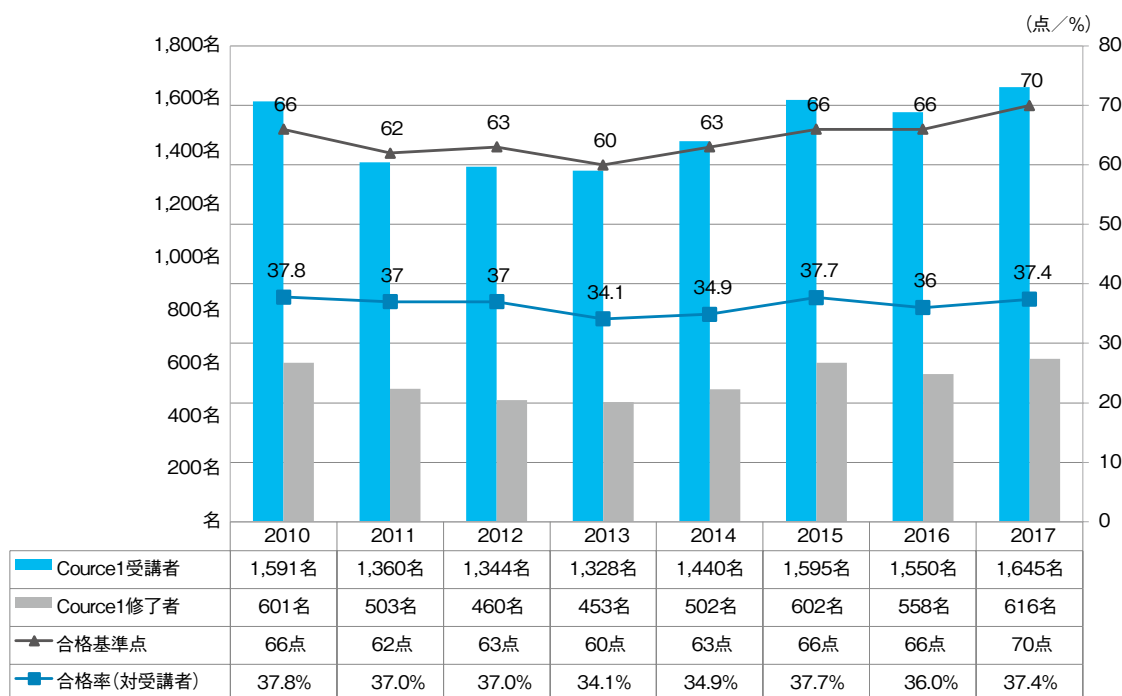
2017年度 コース1 修了試験

合格基準：修了試験100問中、正解が70問以上かつ各科目の得点が一定基準を満たしている者

合格者数：616名

合格率：37.4%

マスター養成講座コース1修了試験結果の推移



2017年度再認定試験結果

合格基準：再認定試験65問中、正解が44問以上かつ各科目の得点が一定基準を満たしている者
合格者数：25名/28名中

※再認定制度は以前にマスター・アソシエイト認定されていた方が、資格喪失後に改めてマスター認定を目指すための制度です。詳細は下記Webサイトよりご確認ください。

<http://www.ares-campus.ares.or.jp/certification/process/re-certified/>

2018年度不動産証券化協会認定 マスター養成講座実施のご案内

2018年度マスター養成講座は下記のスケジュールにて実施いたします。また、2018年度も引き続き東京と大阪の2会場で修了試験を実施予定です。

2018年度受講スケジュールについては不動産証券化協会認定マスター資格制度ホームページにて公開しておりますのでそちらもご参照ください。 <http://www.ares-campus.ares.or.jp/>

(2017年)

募集・実施要項などのご案内	2017年12月初旬公開予定
---------------	----------------

(2018年)

申込受付期間（新規受講）	3月27日（火）10：00～ 4月18日（水）17：00
--------------	---------------------------------

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

※再受験の各コースのお申込みおよび再認定試験受験コースの申込受付期間や受講料についてはマスター資格制度ホームページにてご確認ください。

Course1 受講開始	5月中旬より科目ごとに順次開始
--------------	-----------------

Course1 修了試験	10月28日（日） 会場：東京都内、大阪市内の2会場で実施（予定）
--------------	--------------------------------------

Course2 受講期間	11月下旬～2019年2月上旬
--------------	-----------------

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

(2019年)

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

会員情報

入会

第98回理事会（平成29年11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

<賛助会員>

- アジリティー・アセット・アドバイザーズ株式会社

代表者：代表取締役

海保 欣司

所在地：東京都中央区

新川一丁目17番18号



- トラストアセットパートナーズ株式会社

代表者：代表取締役

山川 修

所在地：福岡市博多区博多駅南

五丁目21番8号



- ヒューリックプライベートリートマネジメント株式会社

代表者：代表取締役社長

小沢 健

所在地：東京都中央区

銀座六丁目13番16号



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>

- 三井住友トラスト不動産投資顧問株式会社

代表取締役社長

名取 秀彦

平成29年10月1日付

退会

- トラストパーク株式会社

平成29年11月13日付

- 森藤税務会計事務所

平成29年11月14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 10 月～ 11 月

10 月 12 日	第 97 回市場整備委員会
10 月 16 日	J リート普及全国キャラバン（さいたま市大宮区）
10 月 19 日	第 79 回企画委員会正副委員長会議 J リート実務委員会第 3 回コンプライアンス部門分科会
10 月 24 日	第 45 回企画委員会
10 月 31 日	第 58 回教育・資格制度委員会 第 10 回広報推進委員会
11 月 7 日	J リート実務委員会第 3 回リスク管理部門分科会
11 月 8 日	第 89 回運営委員会
11 月 9 日	J リート実務委員会第 3 回投資運用部門分科会
11 月 13 日	J リート実務委員会第 3 回総務人事部門分科会
11 月 14 日	第 98 回理事会
11 月 15 日	平成 29 年度第 4 回 ARES マスターフォーラム
11 月 16 日	第 167 回実務研修会「米国不動産モーゲージローン市場のリスクとリターン」
11 月 17 日	金融庁・国土交通省・東京証券取引所・不動産証券化協会共催「ヘルスケア施設関連事業者対象 特別セミナー」 （広島）
11 月 21 日	第 168 回実務研修会「日本不動産研究所 第 37 回不動産投資家調査」および 「ARES 機関投資家アンケート」結果概要報告会 J リート普及全国キャラバン（高山市）
11 月 22 日	平成 29 年度不動産投資運用業のコンプライアンス研修～第 2 回応用編～
11 月 28 日	J リート実務委員会第 3 回 IR 部門分科会

ARES-EPRA 共催セミナー 欧州不動産マーケット動向

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

JLL ロンドン事務所のキャピタルマーケットリサーチ・ヘッド Robert Stassen 氏より、欧州不動産マーケットの最新動向についてお話しいただいた後、以下の EPRA 会員 5 社より、各社の投資状況や各国マーケットの詳細動向についてご説明いただきます。是非ご参加ください。

【登壇する EPRA 会員 5 社】

- ◆ **アルストリア・オフィス・リート / Alstria office REIT**
(ドイツ最大のリート。ドイツ国内のオフィスビルに特化)
- ◆ **イカド / Icade**
(フランスの上場不動産投資会社。フランス国内のオフィス、ビジネスパーク、ヘルスケア施設等に分散投資)
- ◆ **PSP スイス・プロパティ / PSP Swiss Property**
(スイスの不動産会社。スイス国内の主要都市でオフィスや商業施設等を保有・開発)
- ◆ **ベフィモ / Befimmo**
(ベルギーのリート。ブリュッセル中心部を主とするベルギー国内およびルクセンブルクのオフィスビルに投資)
- ◆ **ウェアハウス・ド・ポウ / WDP**
(ベルギーのリート。ベルギー、フランス、オランダ、ルクセンブルク、ルーマニアの物流不動産（倉庫・オフィス）を開発・投資)

● 開催概要

- 日 時 2017 年 12 月 7 日 (木) 10:00 ~ 11:30 (09:30 受付開始、10:30 受付終了)
- 会 場 赤坂インターシティコンファレンス 301 (東京都港区赤坂 1-8-1 赤坂インターシティ AIR 3F)
- 主 催 一般社団法人不動産証券化協会 (ARES)
- 共 催 欧州上場不動産協会 (EPRA)
- 参 加 費 無料
- 募集人数 100 名 (先着順)
- お申込受付期間 2017 年 11 月 7 日 (火) ~ 2017 年 12 月 5 日 (火)
- ※ 本セミナーはどなたでもご参加いただけますが、もし定員を超えるお申込みがあった場合は、機関投資家および ARES 会員の参加を優先させていただきます。予めご了承ください。
- ※ 申込方法など詳細は、ARES ホームページ <http://www.ares.or.jp/> をご覧ください。

● プログラムおよび登壇者

※日-英同時通訳がつきます。

1. 主催者挨拶

Dominique Moerenhout 氏 (EPRA CEO)

2. 欧州不動産マーケットの最新動向 / What's happening in Europe ?

【スピーカー】

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

3. 欧州オフィスマーケットの詳細動向 / A closer look at European offices

【モデレーター】

Daniel Feldmann 氏 (ティンバークリーク・アセットマネジメント グローバル不動産証券担当 アソシエイト・ディレクター)

【スピーカー】

Olivier Elamine 氏 (アルストリア CEO)

Olivier Wigniolle 氏 (イカド CEO)

Giacomo Balzarini 氏 (PSP スイス・プロパティ CEO)

4. ベネルクス諸国マーケット動向 / A deep dive into the Benelux market

【モデレーター】

Daniel Feldmann 氏 (ティンバークリーク・アセットマネジメント グローバル不動産証券担当 アソシエイト・ディレクター)

【スピーカー】

Benoit De Blieck 氏 (ベフィモ CEO 兼マネージング・ディレクター)

Mickael Van den Hauwe 氏 (ウェアハウス・ド・ポウ CFO)

<ご注意>

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

■ 編集後記

「働き方改革」について、座談会ではオフィス需要への影響が論じられ、海外エッセイでは家庭円満に導くものとして取り上げられていました。ARES 会員の皆様にはお仕事し過ぎと推察しますが、改革が本当に進めば長時間労働の是正だけでなく、長距離通勤の負担軽減も図れるものと期待します。東京や神奈川の通勤に伴う 1 人当たり機会コストは年間約 100 万円（内閣府）とのことですので、時差 Biz や在宅勤務など時代にあった就業形態を定着させて、通勤ストレスも軽くなるといいなと思っています。（七沢）

■ マスター資格制度に関するお問い合わせ

マスター資格制度事務局

TEL：050-3816-3695

受付時間：10:00～17:30（土・日・祝日を除く）

ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.40 平成 29 年 12 月 1 日発行

編集発行 一般社団法人不動産証券化協会

〒107-0052

東京都港区赤坂 1 丁目 1 番地 14 号 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