

# 不動産証券化ジャーナル

共に市場を創る

- ・新年あいさつ
- ・REESA Global REIT Congress が開催されました



諸寄麒麟獅子舞



鳥取砂丘



浦富海岸



若桜鉄道若桜駅



石谷家住宅



太田家住宅



余部橋梁



## 日本海の風が生んだ絶景と秘境

—幸せを呼ぶ霊獣・麒麟が舞う大地「因幡・但馬」—

(鳥取県<鳥取市、岩美町、若桜町、智頭町、八頭町>・  
兵庫県<香美町、新温泉町>)

日本海から吹きつける季節風が創り上げた日本最大級の鳥取砂丘。

目に見えぬ風の姿がさざ波模様の風紋に映し出され、海岸を進むと風が起こす荒波に削り出された奇岩が連なる。

鳥取砂丘の砂を生み出す中国山地へと急流を辿ると、風がもたらす豪雪に育まれた杉林を背に豪邸が佇む。

さらに源流へと分け入ると岩窟の中に古堂が姿を現す。

これらは日本海の風が生んだ絶景と秘境である。

人々は、厳しい風の季節での無事とそれを乗り越えた感謝を胸に、古来より幸せを呼ぶ麒麟獅子を舞い続け、麒麟に出会う旅人にも幸せを分け与えている。

写真は次の通り（提供：日本遺産「麒麟のまち」推進協議会）。

**諸寄麒麟獅子舞**【新温泉町】：旧浜坂町と旧温泉町が合併した新温泉町。その中で、約400世帯が住む諸寄では、為世永神社の夏祭り麒麟獅子が舞う。多世代が一緒になり伝統を受け継いでいる。

**鳥取砂丘**【鳥取市】：中国山地から流れ出した岩石が、川の流れにより砕かれ砂となり、風の吹き返しによって海に寄せ集められ形成された日本最大級の海岸砂丘。起伏の大きさによる雄大な景観を特徴とし、目に見えない風の姿を「風紋」や「砂簾」、「砂柱」などの多様な造形を通して見ることができる。

**浦富海岸**（千貫松島）【岩美町】：風が起こす荒波に浸食され、削り出された断崖絶壁や洞窟、奇岩などが連なる。松や菜の花が自生する離れ岩もあり、青く透き通った海とのコントラストが絶景。  
**若桜鉄道若桜駅**【若桜町】：杉材や木炭の輸送路として、昭和5年に開業した森林鉄道。木造の駅舎群や石積みのプラットホーム、橋脚、「雪覆」と呼ばれる山から線路への落雪を防ぐトンネル、流雪溝などが開業当時のまま残る。

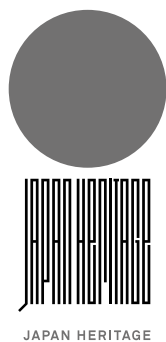
**石谷家住宅**【智頭町】：江戸時代の宿場町に佇む大邸宅。杉が多用され、3,000坪の敷地の中に、山で働く人の作業場、巨木の梁組が見渡せる吹き抜けの土間や40を超える部屋を有する山主の住居、7棟の蔵をもつ。宿場町の名残をとどめる町並みには、酒蔵や家々の軒先に杉玉が吊るされ、冬には雪灯籠が立ち並ぶ。

**太田家住宅**【八頭町】：中国山地を背に主屋や新建、数棟の土蔵が建つ。土間の高窓から採光を取り入れるなど、雪深い気候に対応した造りが施されている。

**余部橋梁**【香美町】：高さ約40mの崖を横断する橋梁として、明治45年に初代の鋼製トレススル橋が設置。現在は2代目となり、初代の橋は「空の駅」展望施設として生まれ変わっている。

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。



JAPAN HERITAGE

### 「日本遺産」ロゴマークについて

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



## 杉山 博孝

一般社団法人不動産証券化協会 会長

謹んで新春のお慶びを申し上げます。

一昨年から続く新型コロナウイルス感染症に伴う厳しい状況は、ワクチン接種や検査体制の整備等、感染拡大防止に向けた取り組みも奏功して徐々に緩和され、社会・経済活動の正常化に向けた動きが段階的に進みつつあります。しかしながら一方では、新たな変異株の出現や、サプライチェーンの混乱、原材料価格の上昇に加え、米国をはじめとする各国の金融政策見直しの動き等、経済にネガティブな影響を及ぼす不確定要素が数多くあり、先行きについては依然として予断を許さない状況です。

このように、昨年はコロナの影響が続く中ではありましたが、東証REIT指数は夏頃には概ねコロナ前の水準まで回復しました。その後は、金融市場や株式市場の影響もあり、やや神経質な動きも見られたものの、1年を通じてみると比較的堅調に推移したと言えるでしょう。ただし、回復の状況はセクター毎に濃淡があります。Eコマースの拡大に伴い物流が好調であった一方で、コロナの影響を強く受けたホテル、商業だけでなく、景気の先行き不透明感を背景に需要が弱含んでいるオフィスセクターにおいても回復に時間を要しており、市況の全面的な回復に向けて、社会・経済活動のいち早い正常化が期待されるところです。

こうした中、令和4年度税制改正大綱においては、当協会が要望した「固定資産税・都市計画税の負担調整措置の拡充」や「都市の再生と地域の活性化に資する建築物にかかる諸特例の延長等」の手当てがなされました。これらの措置は、コロナ禍の先行きが不透明な中で不動産投資・証券化市場の活力を維持し、政府が掲げるデフレからの脱却に寄与するものであり、ご尽力いただいた関係者の方々に深く感謝を申し上げます。

昨年はJリート誕生20周年となる節目の年でしたが、今年は当協会の設立20周年を迎えます。これを踏まえ、現在、協会の理念体系としての「ミッション」・「ビジョン」・「バリュー」の策定を進めております。かつてJリートの創設が、バブル崩壊による資産デフレからの脱却に貢献したように、私募リート、私募ファンドを含めた不動産証券化商品・ビジネスの更なる発展が、アフターコロナの時代における我が国経済の成長や、サステナブルな社会の実現を力強く後押しするものとなるよう、我々の目指すべき方向性を明らかにしていきたいと考えています。

最後に、皆様の一層のご活躍とご健勝をお祈りするとともに、この未曾有の災禍を早期に乗り越え、我が国経済が力強く復活する年になることを願って、新年のご挨拶とさせていただきます。

## CONTENTS

### Special

#### 新年あいさつ

一般社団法人不動産証券化協会 会長 新年あいさつ ..... 3

金融担当大臣 新年あいさつ ..... 6  
鈴木 俊一 金融担当大臣

国土交通大臣 新年あいさつ ..... 8  
斉藤 鉄夫 国土交通大臣

一般社団法人不動産証券化協会 委員長 新年あいさつ ... 11

#### NEWS

REESA Global REIT Congress が開催されました ..... 18

#### 私募リート profile

**39** 安田不動産プライベートリート投資法人 ..... 20

### Market

#### 不動産賃貸市場の展望

(CBRE「不動産マーケットアウトック 2022」より) ..... 21  
大久保 寛 CBRE リサーチ リサーチヘッド

### Business Trend

2021 年 GRESB 評価結果 ..... 35

～気候変動への対応と今後の展望～

高木 智子 CSR デザイン環境投資顧問株式会社 執行役員

前田 花恵 CSR デザイン環境投資顧問株式会社 リード・コンサルタント

宮澤 大喜 CSR デザイン環境投資顧問株式会社 シニア・コンサルタント

#### 資産運用の最新トレンドと課題

第 13 回 個人投資家の運用を考える ..... 43

徳島 勝幸 株式会社ニッセイ基礎研究所 取締役 金融研究部研究理事 兼  
年金総合リサーチセンター長 兼 ESG 推進室長

#### インフラ・PPP 投資の実践

第 11 回 コンセプション事業再考・空港編 (上) ..... 46

福島 隆則 株式会社三井住友トラスト基礎研究所 PPP・インフラ投資調査部長

Practical Study & Research

第49回 **ポストコロナ時代の商業施設** ..... 52

～これからの商業施設のトレンドと課題～

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 主任研究員

Law, Accounting  
& Tax

**インド不動産が関連する売買・合弁開発・M&A 等のプロジェクトの勘所**

—日本企業が押さえておくべき実務上の法的留意点のダイジェスト ..... 58

川村 隆太郎 森・濱田松本法律事務所 シンガポール 弁護士

不動産ファンドに関する国際財務報告基準

第76回 **パリ協定がIFRSに基づく財務報告に与える影響** ..... 65

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 パートナー 公認会計士

太田 いつみ PwCあらた有限責任監査法人 シニアマネージャー 公認会計士、米国公認会計士

ARES MASTER

**継続教育ポイントの取得はお済みですか?** ..... 70

**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** ..... 72

**2022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** ..... 73

Essay

欧州随想録⑩ ..... 74

**英国彷徨記**

小多 康顕 Europa Capital Partners  
Executive Director

ARES Information

..... 76

## 金融担当大臣 新年あいさつ



鈴木 俊一  
金融担当大臣

令和4年の年頭に当たり、謹んで新年のお慶びを申し上げます。

皆様方におかれましては、平素より、我が国金融資本市場、不動産投資市場の健全な発展にご尽力いただいているのみならず、一昨年以来、新型コロナウイルス感染症の影響が長期化する中で、感染対策に努めつつ、必要な業務を継続し、会員団体や関係者への支援に積極的かつ柔軟に取り組まれているところ、皆様方のこうした日々のご努力の積み重ねに対し、深く敬意を表します。

我が国では、2,000兆円もの家計金融資産が蓄積されていますが、その過半が現金・預金の形で眠っている状況が続いています。こうした状況を鑑み、家計のリスク選考も踏まえながら、安定的な資産形成を促進していくことが重要と考えております。

家計の安定的な資産形成の促進を考えるにあたり、不動産市場と金融市場を結び、投資家に運用手段を提供する不動産証券化市場の重要性は高く、Jリートをはじめとする不動産証券化市場が実体経済を下支えし、投資家利益にも資する形で一層発展していくことを期待します。

さて、岸田内閣では、「成長と分配の好循環」と「コ

ロナ後の新しい社会の開拓」をコンセプトとした、「新しい資本主義」の実現に向けた取組みを進めています。昨年12月の臨時国会において成立した令和3年度補正予算は、新型コロナ対策に万全を期し、コロナ禍で厳しい影響を受けた方々に寄り添って万全の支援を行うとともに、科学技術立国、デジタル田園都市国家構想、経済安全保障といった成長戦略と「人」への投資の強化、公的価格のあり方の見直しなど、分配戦略を車の両輪に「新しい資本主義」を起動し、成長と分配の好循環を生み出していくためのものです。こうした取組みを進めることによりコロナ後の新たな社会が築かれていくことを期待しております。金融庁としても、国内外の資金の好循環や多様な金融サービスの創出に向けた取組みを後押ししてまいります。

金融庁の取組みのうち、特に皆様に関連の深いテーマについて申し上げます。

まず、国民の安定的な資産形成の実現に向けて、金融事業者の顧客本位の業務運営に関する取組みの「見える化」を進めています。金融事業者が自ら主体的に創意工夫を発揮し、良質な金融商品・サービスの提供を競い合うことにより、より良い取組みを行う金融事業者が顧客から選択されていくという

メカニズムの実現が重要です。金融庁として各金融事業者との対話等に取り組んでいます。

安定的な資産形成に当たっては、個々人はそれぞれのライフプランにあった金融商品・サービスの選択を適切に行う必要があります。そのためには、金融リテラシーの向上が重要であり、本年4月からの成年年齢引下げも踏まえると、特に若年層の金融教育の重要性が高まっています。このため、若年層を主たる対象として、ウェブ教材を含むICTを活用しつつ、関係省庁・団体と連携し、金融教育の取組みを推進してまいります。

また、世界で加速する脱炭素化に向けた動きを踏まえ、国内外の投資資金が日本企業の取組みに活用されるよう、市場参加者と協働しつつ、サステナブルファイナンス推進のための環境整備を進めることが重要となります。各産業がカーボンニュートラルを実現するための移行も含め、企業の取組みが適切に評価されるよう施策を進めてまいります。皆様におかれましても、気候変動問題への対応を成長の好機と捉え、企業の取組みのサポートにもつながるよう、多様な金融サービスの創出に取り組んでいただくことを期待しております。政府としてもこうした取組みをしっかりと後押ししていきたいと考えています。

コーポレートガバナンス改革については、昨年6月のコーポレートガバナンス・コード等の改訂を踏

まえ、上場企業等に対し取締役会の機能発揮、企業の中核人材の多様性の確保等の取組みを促してまいります。また、金融審議会においては、中長期的な企業価値の向上に向けた企業と投資家の建設的な対話に資するガバナンス情報が提供されるよう、企業情報の開示のあり方を議論しているところであり、幅広く関係者の意見を聞きながら、人的資本への投資等の開示について、検討を進めていきたいと考えています。

金融を巡る環境はグローバルに大きく変化しております。金融行政の目標を実現するためには、金融行政の質を不断に進化させる必要があります。その努力を積み重ねていきたいと考えております。

本年は、ポストコロナを見据え、新たな時代を切り開く明るい年にしていきたいと考えております。副大臣、政務官とともに、国民の皆様の信頼に応える金融行政に全力で取り組んでまいりますので、皆様のご理解・ご協力の程宜しくお願い申し上げます。

最後になりますが、不動産市場と金融市場を結ぶ不動産証券化市場の重要性は、ますます高まることと思われまます。今後とも、皆様の益々のご活躍とご発展を心よりお祈り申し上げます。

## 国土交通大臣 新年あいさつ



齊藤 鉄夫

国土交通大臣

令和4年という新年を迎え、謹んで新春の御挨拶を申し上げます。

昨年10月に発足した第1次岸田内閣において国土交通大臣を拝命し、同年11月に発足した第2次岸田内閣においても、引き続き国土交通大臣の任に当たることとなりました。本年も国土交通行政に対する皆様の変わらぬ御理解と御協力を宜しくお願い申し上げます。

昨年からの新型コロナウイルス感染拡大は、依然として我が国の社会経済や国民生活へ甚大な影響をもたらしております。引き続き感染防止対策を行いつつ、通常に近い社会経済活動と国民の皆様が安心して暮らせる日常を取り戻すため、政府一丸となって全力で取り組んでまいります。

我が国は、気候変動に伴う自然災害の激甚化・頻発化により、毎年のように深刻な被害が発生しています。私自身、平成26年に発生した地元広島市での大規模土砂災害や、平成30年7月豪雨をはじめ、実際に災害の現場に入り、その被害を目の当たりにし、また、被害に遭われた方々の声を聞いてまいりました。この中で、災害により犠牲となる方を少しでも減らすことこそが政治の役割であるという想いを強く抱き、これを忘れずに政治家として活動を行ってまいりました。今回、国土

交通大臣を拝命し、国土交通省の持つ役割、すなわち、災害を防ぎ、国民の生命・財産を守るという極めて重要な役割を前にし、この想いを新たにしております。

また、我が国は、少子高齢化や人口減少に伴い、経済が停滞し、また、生活利便性が低下しかねないという厳しい状況に直面しております。さらに、かつて環境大臣を拝命した際にも取り組ませていただいた温暖化対策は、今や、地球規模での喫緊の課題となっております。

今あらためて、政府として、国民の皆様の将来への不安を解消し、未来への希望が持てるようにすること、国民の皆様幅広く成長の果実を行きわたらせること、一人一人の多様性が尊重され、全国津々浦々の地域の多様な魅力が発揮される社会や経済を実現していくことが求められていると実感しております。

このため、今後、政府一丸となって、国民の皆様と丁寧、そして誠実に対話し、小さな声ひとつひとつをよく聞き、真摯に受け止めるとともに、国土交通行政において、現場を持つ強み、技術力を活かして、施策の立案・実行に全力で取り組んでいく所存です。

本年は、特に以下の3本の柱を中心として諸課



題に取り組んでまいります。

- ①コロナ禍からの社会経済活動の確実な回復
- ②国民の安全・安心の確保
- ③未来を創る経済好循環と明るい希望の持てる社会の実現

#### ①コロナ禍からの社会経済活動の確実な回復

(住宅投資の喚起に向けた取組)

住宅投資は経済波及効果が大きいことから、住宅投資を喚起することにより、民需主導の成長軌道に戻し、日本経済全体を回復させていくことが重要です。

そこで、令和4年度税制改正において、住宅ローン減税については、適用期限を4年間延長した上で、控除率を0.7%に、控除期間を13年として子育て世帯等中間層に対する支援を充実させるとともに、借入限度額の上乗せにより環境性能等の優れた住宅への誘導機能を強化しました。

住宅投資を喚起する税制措置等を通じ、新型コロナウイルス感染症の影響により落ち込んだ経済の回復に向け、全力で取り組んでまいります。

(事業者の経済活動と経済回復の後押し)

去年は、緊急事態宣言等の影響により、経済活

動が長期間制限される状況が続き、今なお事業者は厳しい経済状況に直面しており、オミクロン株など先行きも不透明なところがあります。

そこで、令和4年度税制改正においては、土地に係る固定資産税について、商業地等において税額上昇分を半減する措置を講じ、税負担増の緩和を図ることとなりました。

本特例措置により、事業者の経済活動と経済回復を後押しすることで、我が国経済の早期回復につなげてまいります。

#### ②国民の安全・安心の確保

(令和3年7月及び8月の大雨をはじめとした災害からの復旧・復興)

去年は、7月及び8月の大雨をはじめとする自然災害により全国各地で甚大な被害が生じました。犠牲となられた方々に謹んで哀悼の意を表します。

国土交通省としては、被災地のニーズをより一層きめ細やかに把握しながら、被災者の方々の目線に立った一刻も早い復旧、生活と生業の再建に全力で取り組んでまいります。

(東日本大震災からの復興・創生)

東日本大震災からの復興の加速は、政府の最優

先課題の一つです。引き続き、現場の声にしっかりと耳を傾け、被災者の方々のお気持ちに寄り添いながら、震災からの復興、そして福島の復興・再生に取り組んでまいります。

住宅再建・復興まちづくりでは、避難解除区域等内の復興及び再生を図るため、福島県内の復興再生拠点の整備を支援してまいります。

### ③未来を創る経済好循環と明るい希望の持てる社会の実現

(不動産分野におけるデジタルトランスフォーメーションの推進)

不動産分野は、市場の透明性確保や業務効率化、他業種との連携による新たなビジネスの創出など、DXの効果が期待される分野であり、書面規制の見直しによる不動産取引のオンライン化や取引でのデジタル技術活用、不動産関連情報の連携・蓄積・活用の推進に向けた不動産IDのルール整備の検討など、DXを推進する環境整備に取り組んでまいります。

(2050年カーボンニュートラルに向けた取組等のグリーン社会の実現)

脱炭素社会の実現に向けては、住宅・建築物の省エネ対策等を強化することとしています。省エ

ネルギー基準の適合義務化や木材利用促進に向け、建築物分野の脱炭素化に資する法案の次期国会提出を目指すとともに、優良な都市木造建築物等の整備や中小工務店等による木造のZEH等への支援を促進してまいります。また、都市のコンパクト・プラス・ネットワークの推進等とあわせて、街区単位での面的な取組など脱炭素に資するまちづくりを推進してまいります。

本年は、ポストコロナの新たな経済社会への転換に向け、諸課題に全力で取り組んでいく所存です。国民の皆様の一層の御理解、御協力をお願いするとともに、本年が皆様方にとりまして希望に満ちた、大いなる発展の年になりますことを心から祈念いたします。

【 運営委員会 】



海堀 安喜

三井不動産株式会社  
専務執行役員

運営委員会の委員長を務めております海堀でございます。どうぞよろしくお願い致します。

「不動産と金融の融合」を掲げて当協会が設立されてから19年が経過しましたが、その間に不動産投資市場は著しい発展を遂げました。昨年はJリート市場創設20周年という節目を迎え、Jリート市場は上場銘柄数61、資産規模21兆円、私募リート市場は運用銘柄数39、資産規模4兆円に達し、合わせて25兆円を超える市場規模にまで成長を続けております。

昨年は、新型コロナウイルス感染再拡大などもあったものの、年末には、東証REIT指数は2,000ポイント台に回復し、全般的には落ち着きを取り戻しつつありますが、新たな変異株の出現もあり、先行きの見通しは不透明な状況が続いています。

一刻も早くコロナ禍が克服され、我が国経済のけん引役としての不動産投資市場がさらなる成長軌道に乗ることが期待されます。

また、世界的にESGに対する取り組みの重要性が高まってきており、とりわけ気候変動への対応が人類にとって最重要課題となるなか、当協会としても昨年は「ARES ESGフレームワーク・ハンドブック」、「ARES ESG情報開示の事例集」を取りまとめたほか、「カーボンニュートラルと不動産業」や「不動産分野におけるTCFD対応ガイダンスのポイントについて」をテーマとしたオンライン研修を実施するなど積極的な取り組みを進めてきました。こうした取り組みは、今後、より重要になってくることと思います。

本年は、経済社会の中長期的変化を見据えたミッション・ビジョン・バリューからなる理念体系と、その実行戦略についての議論をさらに深めるとともに、これまで以上に活動を充実させて、アフターコロナでの力強い回復を見据え、不動産投資市場の一層の活性化に寄与していきたいと思っております。

本年も、当協会活動につき、皆様のご支援、ご協力を宜しくお願い申し上げます。

【 企画委員会 】



小島 正二郎

三菱地所株式会社  
投資マネジメント事業部長  
(ARES マスター M0700875)

昨年は引き続き新型コロナウイルスが社会経済に大きな影響を与えた一年でした。年末にかけて一旦は感染の落ち着きが見られたものの、年明けから日本でもオミクロン株の感染拡大が進んでいます。治療薬の開発などによりいずれは収束することを期待しますが、その後の社会が全く元通りになるとは考えられません。この社会の変化が不動産投資に与える影響にも注目が必要だと思えます。

さて、こうした中でJリート市場は昨年創設20周年の節目を経て新たなステージを迎えています。現在では上場銘柄数61、資産総額21兆円に達し、私募リートの39銘柄、資産総額4兆円超と合わせると資産総額25兆円を超える規模にまで成長しました。この2年間のコロナ禍においてもJリート市場は順調に拡大しており、当協会としては今後もこの成長の維持に向けて引き続き寄与して参りたいと考えております。

一方で、当協会は今年で設立20周年を迎えます。これを機に新たな中長期的ビジョンの策定や脱炭素社会に向けた一層の貢献に資する活動を実施予定です。また、Jリートの認知・広告活動の推進など必要性の高い活動には重点的にリソースを配分しつつ、市場環境を見極めながら柔軟で機動的に対応して参ります。

コロナ禍の完全な収束にはまだ時間がかかるはずですが、その他にも、ますます進む気候変動への対応や、米中対立をはじめとする地政学的な課題、更にはこうしたことを背景とするインフレや金利上昇傾向などが不動産や金融のマーケットに様々な変化をもたらすでしょう。その覚悟のもとに、不動産証券化市場の健全な発展に向けて会員の皆様との連携をいっそう強めつつ活動して参りたいと存じます。本年も引き続きご支援とご協力を賜りますようお願い申し上げます。

## 【 制度委員会 】



## 小泉 裕雅

三菱地所株式会社  
投資マネジメント事業部  
専任部長 ユニットリーダー  
(ARES マスター M0902495)

制度委員会委員長の小泉でございます。本年もどうぞ宜しくお願い致します。

昨年は東京オリンピック・パラリンピックにおける日本選手団の活躍など、コロナ禍が1年以上続くなかにあって明るい話題も見られました。我が国においては下期以降、感染状況が一旦落ち着きを見せ徐々に社会経済活動が通常に近い水準に戻る気配を見せた矢先、直近では変異株の流行など再び予断を許さない状況が続いております。一方、東証REIT指数は20年3月の急落から2,000ポイント台を回復、各セクターでの公募増資も活発に実施されており、コロナ禍の完全収束がいつになるかは未だ不透明ながら、不動産投資市場は今後このようにwithコロナ下にあっても引き続き堅調に推移していくことを期待しています。

こうしたなか、令和4年度の制度改善要望では、中期的な取組みとして前年度に引き続き掲げた「投資法人の監督役員に係る欠格事由の緩和」及び「投資法人が税会不一致による二重課税の解消手段を行使する際の任意積立金の取扱に係る改正」に加え、新たに「投資法人において繰延ヘッジ益が生じた場合に、利益超過分配を実施する際の影響を回避する所要の措置の導入」を掲げております。これは任意積立金に係る要望と同様、制度・税制それぞれに密接に関わる内容であることから、制度改善および税制改正双方の要望において掲げ、横断的な取組みを行っているものです。

制度委員会では、不動産投資市場の健全な発展を促すために、今後も関係法制の改正動向や改正後の実務への展開状況を把握し、会員の意向を踏まえて必要な制度改善に向けた働きかけを実施して参ります。会員の皆様には変わらぬご指導ご支援を宜しくお願い申し上げます。

## 【 税務・会計委員会 】



## 村田 忠浩

三井不動産株式会社  
経理部長

税務・会計委員会の委員長を昨年から務めております村田でございます。本年もどうぞよろしくお願い致します。

2021年は、2020年に引き続き新型コロナウイルスの影響に翻弄されながら、国によりバラつきはあるものの、落ち込みからの回復を続け、防疫と経済活動の両立が進みだした1年となりました。

2022年に入っても、足元は変異種の影響が未知数であり、ポストコロナの時代を見定める1年となると共に、米国の利上げと中間選挙、中国の不動産会社の信用不安、日本の参議院選挙といった不確実性の高い状況が想定されます。

一方、不動産投資市場に目を転じますと、コロナ禍の中でも引き続き堅調に推移し、20周年を迎えた61銘柄のJリート、39銘柄の私募リートと合わせると資産規模は25兆円を超え、この20年間で着実に成長を続けることができました。

令和4年度税制改正大綱においては、当協会が要望しておりました「固定資産税・都市計画税の負担調整措置の拡充」や、「都市再生と地域の活性化に資する建築物にかかる諸特例の延長等」が措置されました。これらは、コロナ禍の影響が長期化する中で、不動産投資・証券化市場の活力の維持による資産デフレ再燃の防止や、良質な不動産ストックの形成・都市の魅力向上に寄与するものと考えております。ご尽力いただきました会員の皆様、関係省庁の皆様、ARES事務局の皆様等大変多くの方々に心より感謝申し上げます。

税務・会計委員会では、本年も不動産投資市場をより良きものとしていけるよう、皆様とともに税務・会計両面からサポートしてまいりたいと思います。引き続きご指導、ご支援のほどよろしくお願い申し上げます。

## 【市場整備委員会】



## 中川 博人

大和証券株式会社  
エクイティ・キャピタルマーケット部  
担当部長  
(ARES マスター M0902752)

2021年は不動産投資市場がオルタナティブ投資の中での存在感をより鮮明にした1年でした。コロナ禍に起因する不安定なマクロ環境のさなかにおいて、各国中央銀行による未曾有の金融緩和環境のもと不動産投資市場にもリスクマネーが流入し、Jリート市場の資産規模は21兆円、私募リートは4兆円へと拡大しました。機関投資家及び個人投資家の運用ポートフォリオにとって、不動産は不可欠のアセットクラスとして一段とその地位を高めた感があります。

他方で、脱炭素化と持続可能な社会の実現に向けたグローバルの潮流は、資本市場と投融資の世界においても不可避のトレンドとなりました。また国内の不動産市場に目を向けますと、DXを活用した新たな不動産金融商品の胎動も認められるなど、2021年は不動産投資市場にとって新たな視点で整理すべきテーマが明確になった1年でもあります。

市場整備委員会は、不動産投資市場に関する環境整備として、投資家層の拡大を図るための普及活動、投資家保護の施策への対応、市場の動向把握、情報発信のための各種調査等を検討・実施し、継続的な推進を図ることを目的に日々の活動を行っております。

低金利環境が常態化しつつある今日において、オルタナティブ資産の長期リターンを追及する動きは当面続くであろうと想定されます。当委員会は、時代の要請に即応し、投資環境をわかりやすく整理し、より多くの投資家の皆様に安心して参画頂ける市場の整備に努めて参ります。市場整備委員の皆様には、新たなトピックをタイムリーに提示しつつ、問題意識を共有させて頂き、更なる市場の拡大発展のためのご協力を賜りますようお願い申し上げます。

## 【社会広報委員会】



## 西村 和浩

東急不動産株式会社  
コーポレートコミュニケーション部  
企画戦略部  
財務部担当執行役員兼  
コーポレートコミュニケーション部  
統括部長

社会広報委員会の委員長を務めております西村でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

2021年の日本経済は、長引く新型コロナウイルス感染拡大の影響により、特に年前半期は緊急事態宣言が各地で発令されるなど経済活動に大きな影響を及ぼすこととなりました。一方、ワクチン接種は諸外国に後れを取ったものの、職域接種の導入などもあり一気に進み8割弱(2021年12月時点)の国民に行き渡るなど、感染拡大を抑える大きな効果を果たすまでになりました。

Jリート市場においてもアフターコロナを見据えた不動産市況の回復を先取りする形で、東証REIT指数はほぼコロナ前水準の2,200ポイントまで上昇する時期もあり、好調に推移してまいりました。

このような環境下ではありますが、まだまだ個人投資家、特に若年層へのJリート商品の認知度や理解度は低く、今後の投資家層のすそ野拡大を企図し、宣伝活動の拡充を図ってまいりました。

すでにご覧になられた方もいらっしゃるかと思いますが、有名声優を起用したTVCMを1月上旬からおよそ1か月にわたり放映、同時にWEB CMや新聞広告、さらには協会のホームページに特設サイトを設けるなど様々な施策により認知、浸透を図っているところです。

もちろん、短期間のTVCMだけで一気に目的が達成されるわけではございませんので、従来から行っていた「Jリート普及全国キャラバン」のWEB開催や、資産運用系各種イベントへの出展などにも継続かつ積極的に取り組むことで広告宣伝の効果を一層高めていきたいと考えております。

今後もJリート市場の健全な発展及び投資家層のより一層の拡大に取り組んでまいりますので皆様のご支援、ご協力のほどよろしくお願いいたします。

## 【市場動向委員会】



## 高木 隆一郎

興和不動産投資顧問株式会社  
営業部長  
(ARES マスター M0600291)

市場動向委員会の委員長を務めております高木でございます。本年もどうぞよろしくお願いたします。

新型コロナウイルス感染症との戦いも早2年になろうとしています。2021年は、断続的な感染拡大に対し3回の緊急事態宣言が発出され、経済活動が大きく制限される中で、テレワークの普及、外国人旅行客の霧散、対面型サービス業の需要低迷など、不動産を取り巻く環境も大きな変化にさらされました。新たな変異株による感染拡大など依然として予断を許さない状況ですが、ポストコロナを見据えた動きも各所で見られるようになってきました。

市場動向委員会では不動産証券化市場の活性化につながる題材を幅広く取り上げ、毎回多くの委員の皆様にご参加いただいております。

2021年は、事務局のご協力をいただきながら外部講師を招き2回の講演会をリモートにて開催いたしました。

8月には、ニッセイ基礎研究所の佐久間様より、VRを用いたオンラインミーティングの未来像や人流データや検索トレンドといった「オルタナティブデータ」を用いた不動産市場分析へのアプローチなどについてご講演いただきました。また12月には、オリックス株式会社の加藤様より、同社における環境エネルギー事業に関する広範な展開について、取組みの経緯や今後の課題等をご講演いただきました。いずれもタイムリーなテーマだったと委員の皆様からご好評をいただきました。改めて、開催にご協力頂きました関係皆様方に感謝申し上げます。

市場動向委員会では、本年も引き続き不動産・金融業界を取り巻く環境変化や趨勢を機敏に捉え、委員の皆さまにタイムリーで旬なテーマの発信を通じた委員会活動を推進して参りたく思います。ご支援・ご協力をどうぞよろしくお願い申し上げます。

## 【国際委員会】



## 矢野 秀樹

住商リアルティ・マネジメント株式会社  
代表取締役社長  
(ARES マスター M1807901)

国際委員会の委員長を務めております矢野です。宜しくお願い申し上げます。

新型コロナウイルスにより、昨年もオンラインでの活動が中心でしたが、年末最後の委員会は、事務局のご尽力と委員の皆様の御協力により、多数の委員の皆様が一堂に会して開催することができました。

さて、日本は、世界が新型コロナ感染症に翻弄される中、東京オリンピックを成功裏にやり遂げることができました。

無観客、アスリートやメディア関係者の行動制限等、制約はあったものの、大過なくやり遂げたことで、海外からの日本に対する評価は確実に高まりました。

また、東京オリンピックは日本の政治的及び社会的安定性をあらためて世界に発信する機会にもなり、海外からの日本の不動産市場への資金流入は、今後も継続すると思います。

昨年は、日本にとってJリート市場創設20周年となる年でした。

加えて、アジアの他の国々でもリート市場が盛り上がりを見せた年となり、中国のC-REITをはじめ、フィリピンそしてインドでも新たなリートが次々と立ち上がりました。

日本は、リート先進国として、周辺諸国のリート市場に少なからず影響を与えてきたことは明らかであり、お手本としての役割を期待される存在になっているとも言えます。

世界第2位のリート大国となった日本は、グローバルな視点で、世界各国のリート市場にも目を向けて、アジアそして世界のリート市場の発展に貢献することが期待されているのです。

国際委員会としては、提携先であるAPREAやRICSといったグローバルな業界団体との連携も活用しながら、グローバル視点での情報共有と意見交換を通じて、日本そして世界の不動産証券化市場の拡大と発展に貢献できるよう、活動してまいります。

引き続き、ご支援ご協力のほど宜しくお願い致します。

## 【教育資格制度委員会】



## 田邊 信之

公立大学法人宮城大学  
事業構想学群・教授・キャリア・  
インターンシップセンター長  
(不動産証券化協会フェロー)

新型コロナウイルスのリバウンドの懸念も含め、経済の先行き見通しに対する不透明感が拭い切れない状況にあります。不動産投資・証券化市場は一部の用途を除き総じて落ち着いた動きを見せています。

会員各社や市場関係者の方々のご理解・ご協力に支えられ、不動産証券化協会認定マスター(以下「マスター」)の資格認定者数は直近で約9,300名となりました。マスターの方々所属する業種、職種も広がりを見せており、若手や女性のマスター認定者数も増加しています。2021年度のマスター養成講座の受講者数も、前年度から2割以上増加し2,612名となっております。本年度もコロナ感染防止対策に十分に留意しつつ、マスター養成講座・コース1の修了試験の受験会場を東京5拠点、大阪1拠点に分散して実施しました。

当委員会では、市場におけるマスターの果たす役割がますます高まってきていることを認識し、マスター制度のいっそうの充実に努めております。昨年9月21日には、ARESマスターコンベンション/Jリート20周年記念シンポジウムをオンラインで配信しました。不動産投資運用分野における女性の活躍を後押しするために2019年度に創設された「女性活躍推進委員会」も、新たな企画を含めた多様な活動に取り組んでおります。また、研修小委員会との連携を深め、マスターの継続研修などの更なる充実に努めました。不動産投資運用業のコンプライアンス研修の受講者数も着実に増加しています。

マスター制度が着実に普及してきておりますのは、会員の皆様方や市場関係者のご尽力の賜物であります。当委員会といたしましても、市場発展のための人材育成に精一杯努める所存ですので、本年も引き続き、ご支援・ご協力をお願い申し上げます。

## 【Jリート実務委員会】



## 戸川 晶史

イオン・リートマネジメント株式会社  
取締役 投資運用・資産管理管掌  
(ARES マスター M1506319)

2021年は、新型コロナウイルスによる不動産市場、金融市場への影響は続いたものの、東証REIT指数は底堅く、Jリート市場は上昇基調を保ち、比較的落ち着いた動きの1年でした。このような安定したマーケットを背景に公募増資も堅調に行われJリートによる不動産取得の総額は20兆円を超えるまでに至っております。

一方、新型コロナウイルスの感染状況は未だ予断を許さず、Jリート実務委員会としての活動は昨年に引き続き、オンラインを中心に取組みを進めて参りました。資産運用会社や投資法人の運営に関する実務的課題の情報共有の場として、様々なテーマの分科会を定期会議体として設け、多くの資産運用会社にご参加頂いております。また、臨時会議体として開催した、新規入会委員会社を対象とした懇談会については、感染防止に留意しつつ、対面形式にて実施致しました。オンラインと対面、双方を組み合わせて、withコロナにおける活動の在り方を今後も検討して参ります。

## ＜定期会議体＞

- 財務部門分科会
- コンプライアンス部門分科会
- 総務・人事部門分科会

## ＜臨時会議体＞

- テーマ別会議・勉強会・懇談会等

それぞれの分科会には20数社が参加し、活発なご議論を頂いております。また、開催形式は検討中となりますが、2022年早春には例年同様、代表者懇談会を予定しております。

Jリート実務委員会では、今後も各社の実務レベルの向上、業界全体の発展に資する取組みを継続して参ります。引き続きご支援、ご協力のほど宜しくお願い申し上げます。

## 【 私募リート実務委員会 】



## 前沢 雅良

野村不動産投資顧問株式会社  
NPR 運用部  
ファンドマネジメント課  
ファンドマネジメント課長  
(ARES マスター M1104621)

私募リート実務委員会の委員長を務めております前沢です。よろしくお願いたします。

2021年の私募リート業界は、コロナウイルス感染拡大の影響を受けつつも順調に拡大してまいりました。2021年9月の時点では、投資法人数は38銘柄、資産総額は約4兆2,700億円にまで成長しております。引き続き、投資家の私募リートへの投資意欲は旺盛であり、私募リート業界におけるコロナウイルス感染拡大の影響は一定程度に抑えられているものと感じております。

私募リート実務委員会では、2021年12月14日に「第1回セクション別会議 (ESG部門)」を開催いたしました。私募リート運用会社26社が参加し、ESG活動についての情報交換などを行っております。

上場リートでは、多くの投資法人がESG活動を積極的に行っている一方、私募リートでは検討段階、またはESG活動を始めたばかりの投資法人も多い状況です。ESG活動への関心が高まっている理由として、この1、2年において私募リートのESG活動に対する投資家評価の変化が大きいと考えています。

私募リートのESG活動は、上場リートのように株価の上昇が期待できず、収益向上も説明しづらいことから、以前は積極的な活動をしづらい環境でした。ところが、最近では年金ゲートキーパーや生命保険会社などの一部投資家においても、ESG活動を投資判断の一部に採用しました。このようなESG評価の変化が私募リートのESG活動を後押ししていると考えます。

私募リートのESG活動については手探りの状況ではありますが、当委員会でも積極的な情報交換を通じた活動の促進を図って参りますので、引き続きご支援・ご協力のほどよろしくお願い申し上げます。

## 【 規律委員会 】



## 高橋 健文

中央建設工事紛争審査会  
特別委員  
元公益財団法人  
建設業適正取引推進機構  
理事長

日本では昨秋以降小康状態にあった新型コロナウイルス感染症ですが、年明けとともに第6波の感染爆発の様相を呈しており、社会生活や経済活動に深刻な影響を与えています。

今年こそは世界中でコロナの脅威が克服され、平穏な社会生活とグローバルな経済活動が復活することを期待しています。

不動産投資市場は、投資対象の多様化と市場規模の拡大によって日本経済や国民生活に重大な影響を及ぼしており、このため内外の投資家から信頼されるだけでなく、市場関係者や広く社会一般から信認されることが求められます。

投資家の信頼と社会の信認を得るためには、不動産投資に携わる事業者が専門家に相応しい公正かつ適切な事業活動を行っていくことが不可欠です。

不動産証券化協会では、会員がその社会的使命を自覚のうえ遵守すべき倫理・行動規範として、投資家ニーズに合致した商品性の確保、適切な情報開示、投資家に対する誠実な対応、受任者としての責任、法令等の遵守、専門知識と職業倫理の徹底を定めています。

また、不動産と金融分野にわたるプロフェッショナルである不動産証券化協会認定マスターには、高い職業倫理意識と市場の発展を担うという強い使命感が求められています。

このところ久しく規律委員会が開かれていませんが、これらの基本理念を徹底するために必要な措置が機動的かつ厳正にとれるよう機能を発揮し、内外の投資家や社会の信頼に応えられるよう説明責任を果たしていく必要があると考えています。

本年も皆様のご協力をよろしくお願い申し上げます。



ウェブ研修

# 今さら聞けない個人情報保護法の基礎

—令和2年・3年改正後の個人情報保護法の基礎を再学習する—

◆配信期間：2022年2月24日（木）～3月17日（木）◆  
（申込受付期間：2022年1月20日（木）13：00～2022年2月10日（木））

不動産証券化協会では、不動産投資運用にかかわる実務者がコンプライアンスに関する知識や考え方、態勢について理解を深めるとともに、業界全体にその意識を広く浸透させることにより、市場が投資家から一層の信認を得ることを目的としてコンプライアンス研修を実施しています。

多くの皆様のご参加をお待ちしております。

※会員及び ARES マスター以外の方はお申込みいただけません。

開催概要やお申し込み手続きにつきましては、協会ウェブサイトの申込専用ページをご覧ください。

(<https://www.ares.or.jp/seminar/user/summary/232>)

※本セミナーは ARES CAMPUS では申込受付を行っておりません。

講師	梅澤 拓氏 長島・大野・常松法律事務所 パートナー 弁護士
対象および受講料	正会員：5,000 円 準会員：10,000 円 上記以外の ARES マスター：10,000 円
募集人数	200 名（先着順。1 社当たりの定員設定はありません）

## お申込み（申込受付期間）

2022年2月10日（木）まで。  
上記の申込専用ページよりお申し込みください。

## お申し込みに関するお問合せ先

不動産証券化協会 市場基盤ディビジョン（企画研修担当）

Tel 03-3500-5601 E-mail [compliance@ares.or.jp](mailto:compliance@ares.or.jp)

# REESA Global REIT Congress が開催されました



Real Estate Equity Securitization Alliance (REESA) ※ は昨年12月9日にREESA Global REIT Congressをオンライン開催し、先進国および発展途上国におけるREIT市場の動向やパフォーマンス、グローバル投資家の視点に焦点を当てたパネルディスカッションを実施しました。本イベントには、REIT制度を採用する世界30カ国の業界団体関係者等約100名の方々に参加しました。

本イベントは当初、2020年秋、ロンドンでのREESA代表者会議を皮切りに行われる予定でしたが、コロナ禍で延期となり、このほど初めて開催されたものです。

(国際担当：麻生、澤田、工藤)

※ REESA (Real Estate Equity Securitization Alliance) は Real Estate Equity Securitization Alliance の略称。当協会の他、アジア太平洋リアル・アセット協会 (APREA)、英国不動産連盟 (BPF)、欧州上場不動産協会 (EPRA)、全米リート協会 (Nareit)、豪州不動産協会 (PCA)、カナダ不動産協会 (REALPAC) の7団体で構成された連合です。7つの団体が協調してREIT (リート) の啓発・普及、投資環境の整備、政策課題等に取り組んでいます。REESAについては、<https://reesa.org> をご覧ください。



## 1. 開催概要

日 時：2021年12月9日 (木) 日本時間 20:30 ~ 22:30

開催形式：Zoom ウェビナー

主 催：Real Estate Equity Securitization Alliance (REESA)

## 2. 各セッションの概要

各団体代表がREESAの成り立ちを説明するビデオによってイベントは開幕し、以下2つのパネルディスカッションが順次行われました。

### • セッション1「グローバルなREITのパフォーマンスと成功するREIT (不動産証券化) 協会」 モデレーター

Bonnie Gottlieb, Former Secretary General of REESA

#### パネリスト

Sigrid Zialcita, CEO of APREA

Ken Aso, Deputy Secretary General of ARES

Melanie Leech, CEO of BPF

Dominique Moerenhout, CEO of EPRA

Steve Wechsler, President & CEO of Nareit

Ken Morrison, Chief Executive of the Property Council of Australia

S. Michael Brooks, CEO of REALPAC

セッション1にはREESAに加盟する各団体の代表が登壇し、各地域のREITを取り巻く環境とそれが市場のパフォーマンスにどのような影響を与えているかについて議論しました。

アジア太平洋地域に関して、APREAのジアルシタ氏は「アジア太平洋諸国のリートは今年、全体市場をアウトパフォームしている」と述べ、ARESからは「時価総額で世界第2位のリート市場である日本では、REITが概ねパンデミック前の水準まで回復している」ことを紹介しました。また、PCAのモリソン氏は「米国、日本に次ぐ世界第3位のオーストラリアのREIT市場は、パンデミックから強く立ち直った」とありました。

欧州の状況については、BPFとEPRAから言及があり、BPFのリーチ氏は「パンデミックによる逆風にもかかわらず、2021年に8つの英国REITが新たに上場したことから、英国におけるREITの経済・政治情勢は良好である」とし、また、EPRAのモレンハウト氏からは「欧州では、14カ国が国内のREIT法制を導入している」と紹介がありました。

北米地域に関しては、Nareitのウェクスラー氏から、約3兆5,000億ドルの商業用不動産が米国REITに保有されていること、そして、ニューヨーク証券取引所とナスダックに217のREITが上場しており、「年初来のパフォーマンスは非常に好調である」とありました。REALPACのブルックス氏は、「2021年に1件のREITがIPOするなど、カナダの小さな市場でもREIT制度が良く機能している」とコメントしました。

### • セッション2「REITのパフォーマンスとグローバル投資家の視点」

#### モデレーター

John Worth, Ph.D., Executive Vice President, Research and Investor Outreach, Nareit.

#### パネリスト

Laurel Durkay, CFA Managing Director, Head of Global Listed Real Assets and Global Real Estate Portfolio Manager.

Daniel Feldmann, MBA, PH.D, CAIA, Director, Public Real Estate Investments, Hazelview Investments

Rogier Quirijns, Senior Vice President, Cohen & Steers

セッション2では、世界のREITのパフォーマンスを見ながら、投資家がREIT投資に求めるもの、特に新興国市場に何を求めているかを議論しました。

ワース氏は、過去60年以上にわたるREITの世界的な成長に関するデータを紹介しました。国連が2050年までに世界の都市人口がさらに25億人増えると予測しており、特にアジアとアフリカでそれが顕著であると指摘し、人々が働き、生活するための環境を構築・維持するためには、莫大な資本が必要となるが、REITは非常に大きな役割を担っていると述べました。

また、パネリストの3人は、不動産におけるESGの重要性や、企業がグローバル投資家に自社のストーリーを伝えるための最善の方法について議論しました。

# 安田不動産プライベートリート投資法人

運用会社名	安田不動産投資顧問株式会社
運用担当者	私募リート投資運用部長 川口 真大朗
運用開始年月	2021年10月1日
資産規模 (取得価格ベース)	170億円(運用開始時点)
運用資産種別	総合型



## 1. 安田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、総合不動産デベロッパーである安田不動産株式会社がスポンサーとなり立ち上げた。運用開始時のシードアセットとして取得した物件は、同社が開発・保有・運用してきた物件が中心となっている。

私募リートというスキームにおいて、投資家の皆様に対して安定した配当を出すためにも、継続的に外部成長をする必要があり、なるべく早い段階で一定規模のAUMの積み上げが実現できれば良いと考えている。

物件の取得にあたっては、スポンサーが開発・保有する物件の取得と、一般マーケットからの取得という両面で考えている。ただし、昨今のマーケット状況において私募リートを安定的に運用しながらの物件取得は容易ではないため、スポンサーからのパイプライン物件をメインとしながら、マーケットからは安定運用に資する厳選された物件を組み入れていきたい。

投資対象とするアセットタイプについては、オフィス・賃貸住宅をコアアセットとし、商業施設・物流施設・底地・ホテル等をサブアセットとして考えている。

また、投資対象エリアについてはスポンサーの開発実績等に準ずる形で、主に首都圏(東京、埼玉、神奈川)と地方主要都市(大阪、神戸、京都、福岡等)としているが、その他の政令指定都市についても安定運用に資する物件については随時取得検討していく。

## 2. 安田不動産プライベートリート投資法人の強み

スポンサーである安田不動産グループの総合力を活かした運営を行えることが強みである。

安田不動産(株)はこれまでに神田錦町、日本橋浜町、神田淡

路町といったエリアを中心に数多くの不動産開発を行ってきており、開発した物件の多くについては自社管理により保有している。自社管理を行うことにより、PM・BM・CMといった収益不動産の運用に必要なノウハウを独自に自社内へ積み上げる事が可能となっている。

本投資法人の保有するオフィス物件については、スポンサーがML/PMとして関与することから、これまでスポンサーが積み上げてきた収益不動産の運用ノウハウを全面的に活用しながらの運用が可能となっている。

## 3. 私募リート市場/不動産投資市場の拡大に必要なこと

私募リート市場はこれまでの間、「安定した配当」と「安定した投資口価格」を魅力としてその市場規模を拡大してきているものとする。

これらの魅力を満たした商品を発行体サイドが提供をし続ける事ができるのであれば、投資家の裾野はこれまでと同様に拡がり続けるのではないかと考えている。

しかし一方で、昨今の不動産売買価格の上昇や建築費の高騰などにより、発行体サイドには厳しい環境となっている。運用会社及びスポンサーが、如何にして価値の高い情報を入手し、各社の有するノウハウによってそれらを安定した収益商品化し、提供することができるのかが投資家サイドに選ばれるための重要な点になってくるものと考えている。

私募リート銘柄も増加し続けていることから、投資家は選択の幅が広がってきている。ESGへの取り組みといった面を含め、運用会社は投資家のニーズを的確に汲み取り、既存の商品に変更を加えながら、投資家ニーズをタイムリーに反映させた商品を継続して提供することが、今後益々必要になるだろう。

# 不動産賃貸市場の展望 (CBRE「不動産マーケットアウトック 2022」より)



**大久保 寛**  
CBRE リサーチ  
リサーチヘッド

## オフィス市場

東京：

### 空室率の上昇ペースは鈍化の見通し 2021年に入ってテナントの動きは増加

2020年、コロナ禍の影響により活況であったオフィスマーケットは停滞。コスト削減やリモートワーク導入を理由とする解約により空室が増加した。加えて、2020年の新規供給は例年より多い25万坪で、新築ビルへの移転による二次空室が数多く顕在化した。2021年Q3のオールグレード空室率は対前年同期比+2.7ポイントの3.6%と、2015年以来約6年振りに3%台にのせた。一方、空室が増えたことにより、2021年に入ってから大型の集約・統合移転が増え始めた。また、中小・中堅のIT関連企業やメーカーなどを中心に、やや小ぶりながらも拡張移転や増床の動きも増え始めている。とはいえ、拠点の集約や部分解約の動

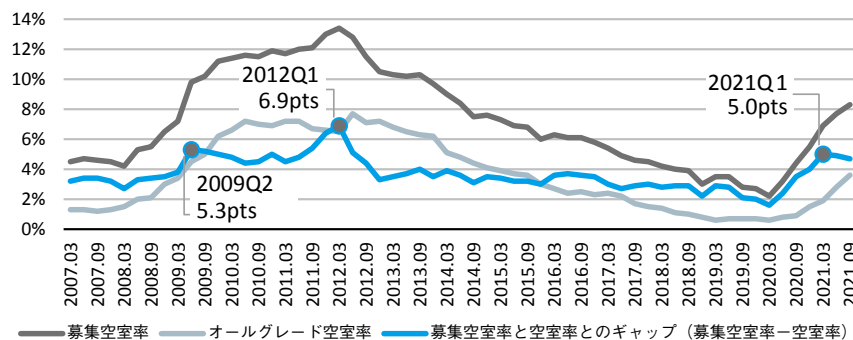
きも引き続き多く、結果として空室率は上昇傾向が続いている。

### 募集空室率の上昇ペースは鈍化

募集空室率<sup>注1</sup>は2021年Q1で対前期比+1.4ポイント、Q2で同+0.8ポイント、Q3で同+0.6ポイントと、2四半期連続で伸びが鈍化した(Figure 1)。このことは、解約ペースが落ち着きつつあることを示している。募集空室率と空室率との

ギャップは、需給の緩和期は拡大し、逼迫期は縮小する。2021年Q1ではこのギャップは5.0ポイントまで拡大した。2007年以降、このギャップが大きく拡大した時期は以前にも2度ある。1度目は、世界金融危機直後の2009年Q2で5.3ポイントまで拡大した。以降、解約ペースが落ち着いたことなどにより、このギャップは縮小に転じ、やや遅れて空室率の上昇ペースは鈍化した。2度目は2003

Figure 1：募集空室率（東京23区オールグレード）



出所：CBRE, 2021年Q3

注1

募集空室率=即入居可能な空室に加え、1年以内に即入居可能となる空室予定区画、及び、1年以内に竣工予定のビルにおける募集区画を足して算出した空室率

年に次ぐ大量供給があった2012年で、一時的に新築ビルの募集区画が増えたことにより、同年Q1に6.9ポイントまで拡大した。しかし、その後の景気回復によりこのギャップは縮小、空室率はやや遅れて低下に転じた。そして足元の2021年Q3でもこのギャップは縮小傾向にある。このことは、今後の空室率の上昇ペースは鈍化、または短期的に低下する可能性を示唆している。

**需要の増加ペースは従前に比べやや緩やかになると予想**

経済の回復とともに、2022年のテナントの動きはさらに活発になるとみられる。CBREでは、GDPは2021年Q4以降、対前期比でプラス成長が続くと予想しており、これにやや遅行する形でオフィス需要も増えてくるとみられる。足元では1,000坪クラスの床を求める動きも徐々に増えてきており、これまでやや動きの鈍かったグレードAをはじめとする大型区画の動きも活発になるであろう。また、オフィスワークとリモートワークを併用したハイブリッドワークは今後さらに増えるとみられるものの、引き続き多くの企業はオフィスワークを中心に考えている (Figure 2)。働く場所の多様化は進むものの、大多数の従業員が通勤に便利な立地は引き続き重視されるだろう。このため、交通結節点が集積する主要5区に立地するグレードAやグレードAマイナスのオフィスは、集約や建て替えに伴う移転、グレードアップ移転などの受け皿として引き続き堅調に需要を集めるとみ

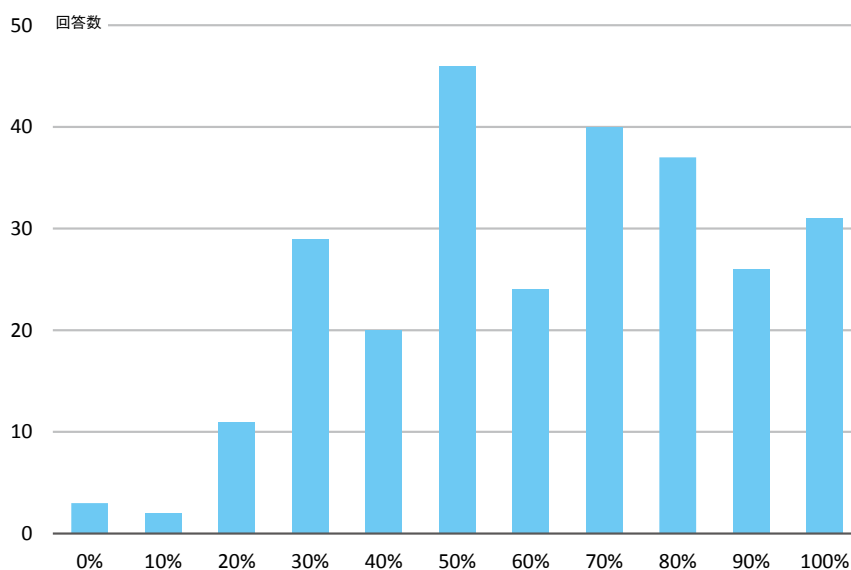
られる。

ただし、経済の回復に伴うオフィス需要の増加ペースは、従前に比べ、やや緩やかになると予想する。理由は大きく2つある。1つ目は、未だ様子見姿勢のテナントが多いことである。足元では、需給の緩和とともに移転先の選択肢が増え、賃料の下落傾向が続いているため、テナントが移転を急ぐ状況にはない。2つ目は、移転の決定に時間がかかるケースが増えているためである。オフィスワークとリモートワークの比率や出社率の想定、それに基づく適正なオフィス面積の算定など移転時の検討事項は以前に比べて増えている。このことが移転決定までの時間を長引かせる要因となっている。

**2023年は全てのグレードで空室率が上昇**

今後、空室率は2024年まで上昇傾向が続くとみられるものの、上昇ペースは鈍化、または短期的に低下すると予想する (Figure 3)。2022年、2024年の新規供給はいずれも11万坪と、過去10年の年間平均19万坪を下回る。このため2022年の空室率は、グレードAマイナスでは、好立地のビルを中心にまとまった移転の受け皿として空室が消化され、空室率はQ4に4.4%まで低下すると予想。他のグレードでは空室率は上昇するも、上昇ペースはいずれも鈍化する見通し。しかし、2023年には25万坪の大量供給が控えており、このうち、グレードAは21万坪と過去最大となる。このため、複数のグレードAビルが空室を残して

Figure 2: 今後のワークスペース全体に占めるセンターオフィス\*の割合 (首都圏、単一回答) n=269



\* 本社機能や統括的な役割を持つオフィス  
出所: CBRE, 2021年Q3

竣工するとみられ、同グレードの空室率は2023年Q4に4.3%まで上昇すると見込む。翌年は供給が少ないため空室率は低下し、2024年Q4に3.7%と対2021年Q3比+1.3ポイントを予想する。グレードAマイナスは、2023年にグレードAの大量供給に際して、二次空室が発生するとみられる。このため、空室率は2024年Q4に5.5%（対2021年Q3比+0.9ポイント）と、3グレードの中で最も高い水準まで上昇すると予想。グレードBでは、競争力のあるビルは、入居企業の規模など需要の裾野が広く、引き続き幅広い移転ニーズの受け皿として空室を消化するであろう。ただし、立地に劣るビルを中心に、二次空室や集約などによる解約が発生するとみられる。同グレードの空室率は2024年にかけて徐々に上昇するとみられ、2024年Q4で4.7%（対2021年Q3比+1.7ポイント）と、3グレードの中で最も大きい上昇幅を見込む。

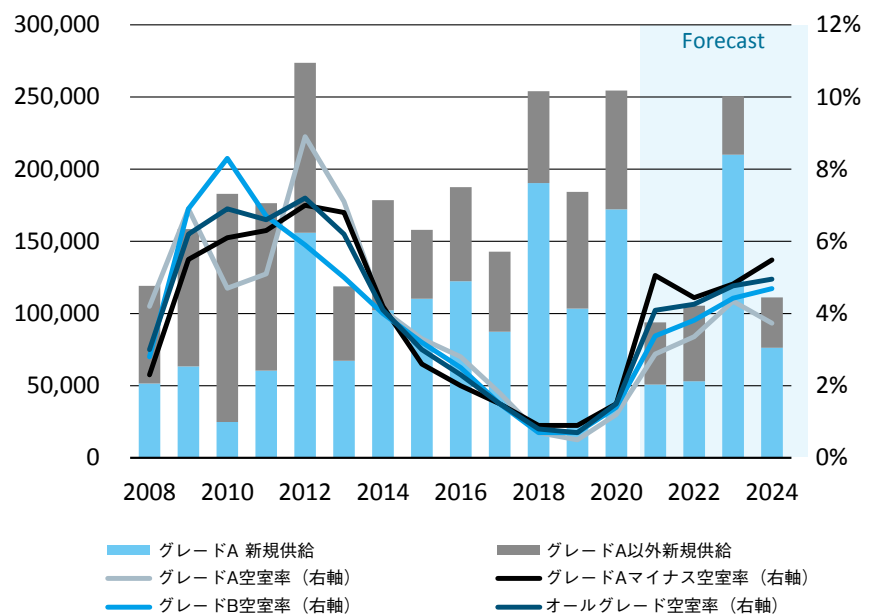
### 賃料の下落ペースは緩やかになる見通し

賃料については需給の緩和とともに2022年以降も下落傾向が続くとみられる（Figure 4）。ただし、空室率の上昇ペースの鈍化とともに、2024年にかけて賃料の下落ペースはいずれのグレードも緩やかになる見通し。2024年Q4時点におけるグレードAの想定成約賃料は2021年Q3比-11.0%の32,050円／坪を見込む。グレードAマイナスは、空室を抱えるビルを中心に賃料目線を引き下げる動きが続くとみられ、同

-11.8%の22,050円／坪を予想。グレードBは2024年にかけて空室率の上昇幅が3グレードのうち最も大きいとみられ、同-13.5%の19,250円／坪とやや調整が進むと予想する。

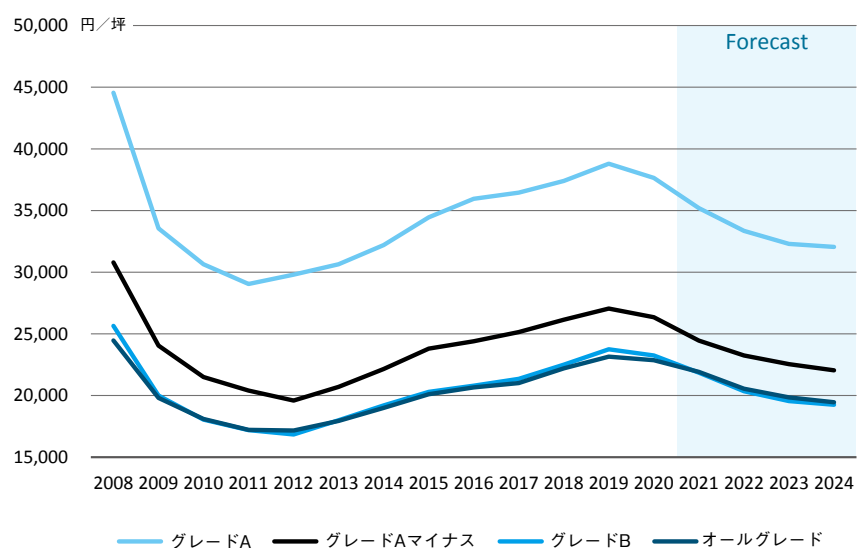
なお、2025年も賃料は下落傾向が続くと見込む。同年の新規供給が29万坪と過去2番目に多く、過去5年の年間平均供給量20万坪を大きく上回るためだ。経済成長がコロナ禍前のペースに戻るとしても、空室

Figure 3: 東京 新規供給と空室率の推移



出所：CBRE, 2021年Q3

Figure 4: 東京 想定成約賃料（表面賃料）の推移



出所：CBRE, 2021年Q3

が増加する可能性が高い。このため、空室率の更なる上昇と共に賃料は下落基調が続くと予想する。

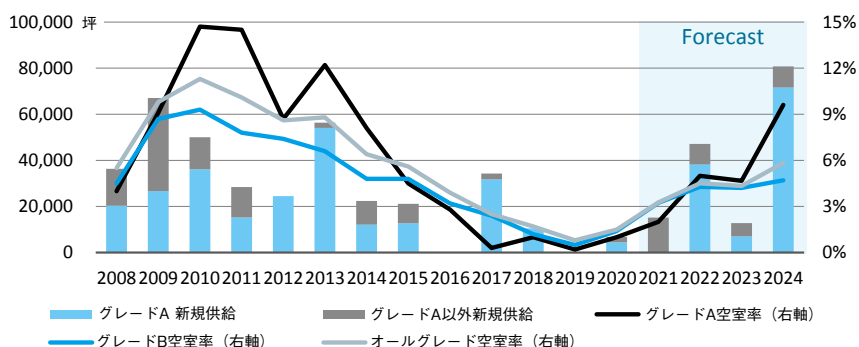
**大阪：**

**2022年、2024年の大型供給により需給の緩和が進む**

2020年に続き2021年も需要は弱含みとなった。コスト削減やリモートワーク導入を理由とする解約により空室が増加した。また、2021年の新築ビル5棟はいずれも空室を残して竣工した。一方、拡張移転や館内増床は前年に比べて増加した。ただし、コスト意識の高い企業はいまだ多く、必要とされる面積も中小型が多い。このため、現状ではグレードAに比べ、グレードBが選好されやすい。また、グレードAについては2022年から2024年にかけて大量の新規供給が予定されている。そのため、需要獲得のために賃料目線を引き下げるケースは、グレードBよりも、グレードAの方で多く見られている。

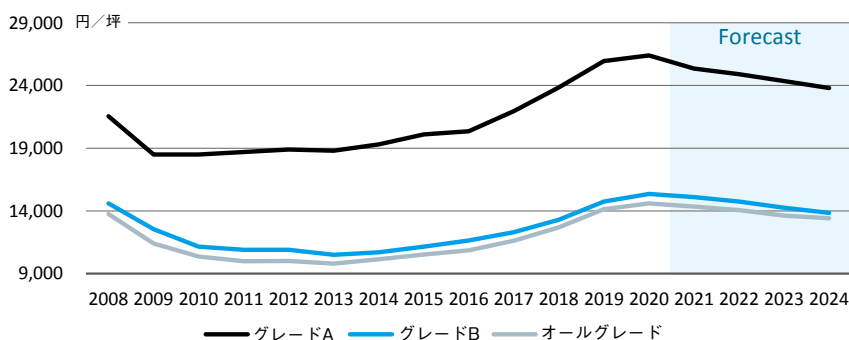
テナントの動きが停滞していたグレードAでも、2022年以降は集約や建て替えに伴う移転などでまとまった空室を消化するケースは徐々に増えてくるとみられる。ただし、2022年から2024年にかけて、グレードAの新規供給は約12万坪が予定されている。これは、2021年Q3時点の同グレードの既存ストック33万坪の3割強に相当する規模である。特に2024年は、過去最大の5棟7万坪の供給が控えており、複数のビルが空室を残して竣工するこ

Figure 5：大阪 新規供給と空室率の推移



出所：CBRE, 2021年Q3

Figure 6：大阪 想定成約賃料（表面賃料）の推移



出所：CBRE, 2021年Q3

とになるとみられる。このため、グレードAの空室率は2024年Q4時点で9.6%と、2021年Q3に比べて7.7ポイントの上昇を予想する。一方、グレードBの向こう3年間の新規供給は2.3万坪と、同グレードの既存ストック100万坪の2.3%にとどまる。グレードAの供給を受けてグレードBでも二次空室の発生が想定されるが、需要の裾野が広い同グレードは、幅広い移転ニーズの受け皿ともなろう。このため、グレードBの空室率の上昇ペースはグレードAに比べて緩やかになるとみられ、2024年Q4時点では4.7% (2021年Q3から2.0ポイントの上昇) を見込む (Figure 5)。

需給の緩和とともに賃料は今後とも下落傾向が続くとみられる。2024年Q4時点におけるグレードAの想定成約賃料は2021年Q3比-6.8%の23,800円/坪を見込む。グレードAの調整はやや遅れてグレードBにも波及するであろう。2024年Q4時点における想定成約賃料は同-8.6%の13,850円/坪と、グレードAに比べ調整が進むと予想する (Figure 6)。

**名古屋：**

**需給の緩和により賃料調整が進む**

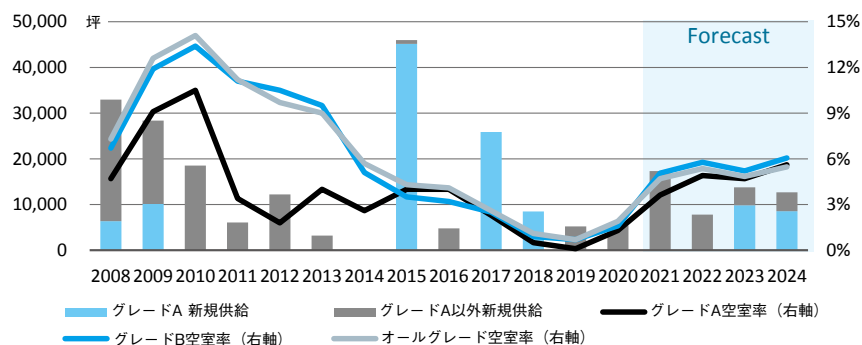
2020年に引き続き、2021年前半はオフィス使用面積の見直しによる縮小移転や一部解約が散見された。



テナントのコスト意識は引き続き高く、高額賃料帯のビルや大型ビルでは100坪以上の解約が増加した。需要の中心は100坪未満の区画であり、まとまった面積に対するニーズは弱含んでいる。そのため、2021年Q3のオールグレード空室率は4年ぶりに3%台まで上昇した。一方で、2021年後半は、2021年前半に比べ、拡張移転や立地改善、設備のグレードアップなどを目的とした移転がやや増えた。空室の増加によりテナントの選択肢が増えたことに加え、貸主側が賃貸条件で柔軟な対応をするケースが増えているためだ。しかし、コロナ禍前に比べ移転の決定までに時間を要するケースが多く、空室消化ペースは遅い。

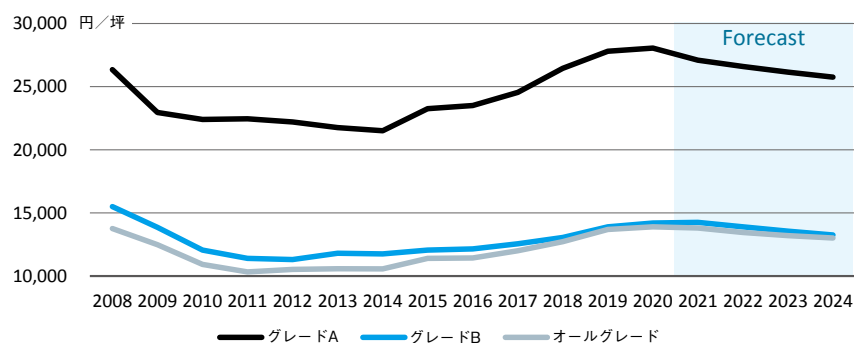
2024年までの向こう3年間の新規供給は3.4万坪。このうちグレードAは1.8万坪、グレードBは1.5万坪が予定されている(Figure 7)。大型需要の弱含みから、空室を残して竣工するビルが出てくることが予想される。また、既存ビルでは二次空室の発生や空室期間が長期化する可能性もあり、空室率は上昇傾向が続くとみられる。グレードAビルは2023年に1棟の供給が予定されているが、経済環境の改善に伴う需要の喚起により空室消化が進み、グレードA空室率は短期的に低下する見込み。しかし、2024年も新規供給が続くため、空室率は再び上昇、2024年Q4時点では5.6%と、対2021年Q3比で2.3ポイント上昇すると予想する。グレードBの空室率は、二次空室の顕在化などにより2024年Q4

Figure 7: 名古屋 新規供給と空室率の推移



出所: CBRE, 2021年Q3

Figure 8: 名古屋 想定成約賃料(表面賃料)の推移



出所: CBRE, 2021年Q3

時点で6.1%まで上昇する見通し。

賃料は、需給の緩和により下落が続くとみられる。2024年Q4のグレードAの賃料は対2021年Q3比-5.7%の25,750円/坪を予想する。グレードBでは、設備水準や立地などで競争力の劣るビルを中心に賃料調整が進むことが見込まれ、同-7.3%の13,250円/坪を予想する。(Figure 8)

#### 地方都市

(札幌、仙台、さいたま、横浜、金沢、京都、神戸、広島、高松、福岡):  
賃料は緩やかな下落を見込む

2020年に続き、2021年も地方都

市ではオフィス需要の弱含みが続いた。2021年Q3の空室率は10都市中8都市で2020年Q4よりも上昇した。ただし、2020年に比べて、2021年の空室消化ペースは回復傾向にある。多くの都市で大型区画に対する需要はまだまだ鈍いものの、100坪以下の中小型の区画では引き合いが多く、業種を問わず拡張や新規開設などでテナントが決定している。

想定成約賃料は、高額帯のビルを中心に多くの都市で下落した。2021年Q3の賃料は10都市中6都市で2020年Q4の水準を下回った。高額のコストをかけてオフィスを移転する企業は限られたため、高額賃料の

新築ビルのリーシングは停滞気味であった。一方、平均以下の賃料帯のビルでは引き合いは堅調で、賃料を引き下げるケースは少なかった。

**今後、新規供給の少ない都市では賃料の下落幅は縮小する見通し**

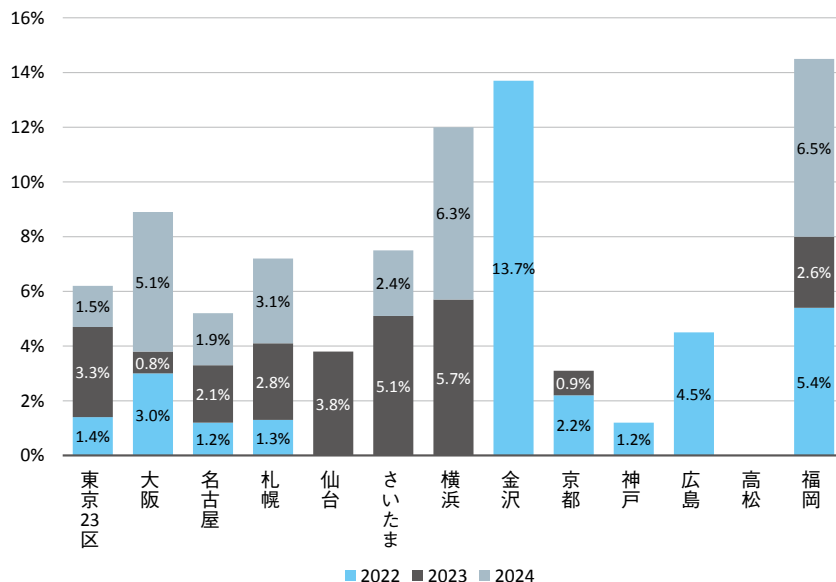
今後、経済の回復に伴い、オフィス需要は緩やかな回復を見込む。地方都市では東京に比べてオフィスへの出社率が高いと推定される。そのため、コロナ禍の収束がより鮮明になれば、拡張や新規開設、立地改善のための移転が増加するだろう。その結果、相対的に新規供給の少ない都市では既存ビルの空室消化が進み、空室率は緩やかに低下すると予想する。高松は向こう3年間で新規供給の予定が全くないため、空室率は2024年Q4時点で6.8%に低下すると予想。仙台、京都、神戸、広島では、向こう3年間の新規供給の割合が2021年Q3時点のストックに対して1.2%から4.5%と、他の都市に比べて少ない。このため、2024年Q4時点の空室率は2021年Q3に対してほぼ横ばいか、やや下回ると予想する。横浜、福岡では新規供給が相対的に多く、少なくとも2024年まで空室率は上昇基調が続くと予想する。金沢でも新規供給が多く、かつ2022年に集中している。このため、空室率は2023年Q1に一時的に12.6%まで上昇すると予想する。ただし2023年Q2以降は低下に転じると予想する (Figure 9, 10)。

2024年Q4時点の賃料は、いずれの都市においても2021年Q3か

ら数パーセント低下すると予想する (Figure 11)。ただし、新規供給の少ない都市では空室率の緩やかな

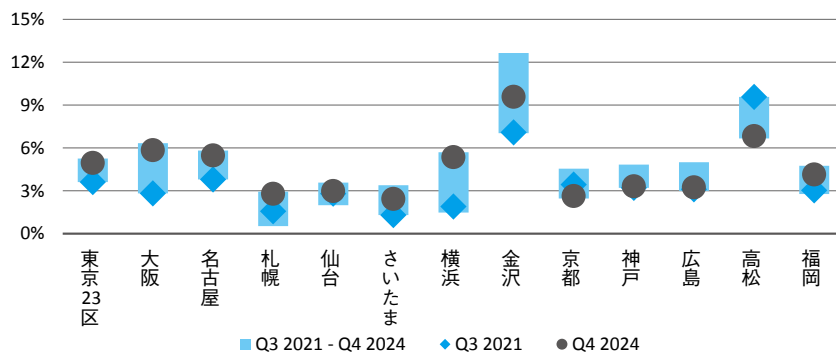
低下とともに賃料の下落幅は徐々に縮小するとみられる。

Figure 9 : 2021年Q3時点のストックに対する新規供給の割合 (オールグレード)



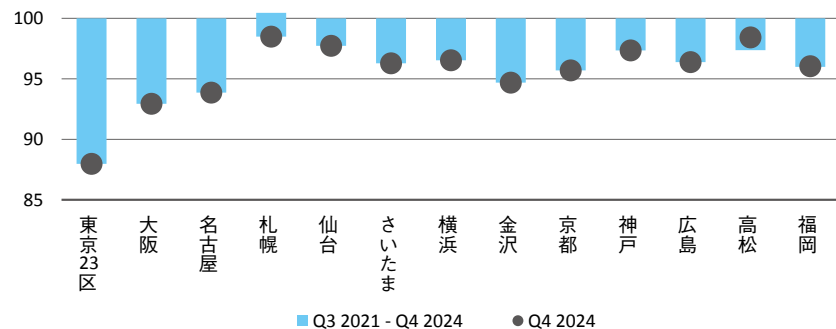
出所: CBRE, 2021年Q3

Figure 10 : オールグレード空室率の予想 (2021年Q3 ~ 2024年Q4)



出所: CBRE, 2021年Q3

Figure 11 : オールグレード賃料の予想 (2021年Q3 ~ 2024年Q4、2021年Q3=100)



出所: CBRE, 2021年Q3

## 銀座リテール市場

### コロナ禍の影響は減少傾向も、 立地によっては出店ニーズが弱含み

2021年のリテール賃貸市場は、前年に引き続き新型コロナウイルス感染拡大の影響を受けた。長引くコロナ禍で既存店舗の売り上げが減少したテナントが、物件オーナーに対して賃料減額や支払い猶予の支援を要請。また、営業不振に陥ったテナントが、既存店舗を閉店する動きもみられた。ただし、そうした動きはQ1からQ3にかけて減少傾向にある。

銀座では、ラグジュアリーブランドが出店ニーズを牽引。ハイストリートの晴海通りにある募集物件では、10社ほどの申し込みの中から、立地改善の移転ニーズのあったラグジュアリーブランドが内定した事例があった。並木通りの募集物件では、既に銀座エリアに2つの既存店舗を持つラグジュアリーブランドが、3店舗目の出店を決めた事例もあった。

2021年Q3の銀座ハイストリート空室率は、対前期比0.1ポイント上昇の5.2% (Figure 12)。ラグジュアリーブランドなどの需要が空室を消化した一方、中心地から離れたエリアでは空室が増えている。ただし、マロニエ通りなどの比較的面積の大きい募集物件ではテナントが内定または引き合いがみられており、Q4には空室率が低下する可能性がある。

銀座ハイストリート賃料は、2017年から2019年にかけて上昇基調が続

いたものの、2020年は下落に転じた。2021年Q1とQ2は横ばいで推移し、Q3は対前期比0.6%減の241,500円となった (Figure 13)。長期的な視点で物件を押さえようとする海外のラグジュアリーブランドが複数みられている一方、国内ブランドが集積するエリアの賃料は弱含んでいる。

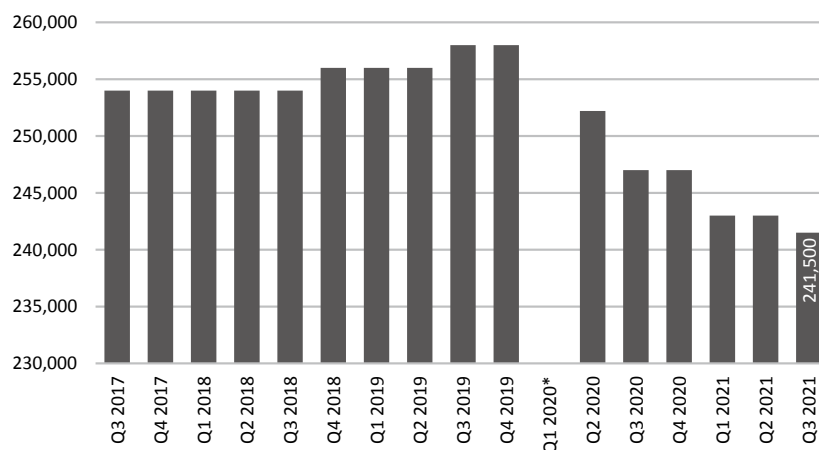
出店ニーズがあるラグジュアリーブランドの中には、銀座4丁目の交差点に近い稀少な一等地の物件には、高額な賃料を支払ってもよいと考えるブランドが存在する。そのため、2021年Q3のプライム賃料は40万円と、24期連続横ばいとなった (Figure 14)。株高を背景とした

Figure 12: 銀座ハイストリート空室率

	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021
銀座	2.6%	3.3%	5.7%	5.1%	5.2%

出所: CBRE、2021年11月

Figure 13: 銀座ハイストリートの賃料 (円/坪)



\* 新型コロナウイルス感染拡大の状況を鑑み、2020年Q1はハイストリート賃料の集計をおこなっていない。成約事例の大幅な減少により賃料想定が困難になっていたことによる。

出所: CBRE、2021年11月

Figure 14: 東京プライム賃料【銀座】 (円/坪)

	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021
銀座	400,000	400,000	400,000	400,000	400,000

出所: CBRE、2021年11月

購買などによって、売り上げ好調な高級時計などの出店ニーズがみられた。

**2022年の出店ニーズ：**

**ラグジュアリーブランドが市場を牽引、エリア内の移転ニーズも**

2022年の銀座エリアの賃貸市場は、ラグジュアリーブランドが引き続き出店ニーズを牽引することになりそうだ。直近では、ハイストリートの中でも好立地となる新規開発の募集物件に、ラグジュアリーブランドの出店が内定した事例があった。賃料はコロナ禍前の水準となる。別の新規開発の募集物件でも、複数のラグジュアリーブランドから引き合いがある。

ラグジュアリーブランドの出店ニーズは、銀座エリアに路面店舗がないブランドと既存店舗の移転の2つに分けられる。数としては後者が多く、立地改善・拡張、そして建て替えによるニーズとなる。既存店舗に固定客がついているため、空白期間を作らずに移転先を決めることが重視され、立地や面積が希望に合えば賃料はオーナーの希望が受容されやすい。

銀座エリア内の移転ニーズは、ラグジュアリーブランド以外のリテラーでもみられそうだ。ただし、実際の出店には時間が掛かるケースもあると予想する。なぜなら、既存店舗よりもよい立地に適正な面積で出店したいという意向がある一方で、そういった募集物件では賃料負担能力に

勝る複数のラグジュアリーブランドと競合することが考えられるためだ。

銀座エリアに路面店舗がないリテラーによる新規出店として考えられるのは、コロナ禍で業績を伸ばしているリユースや、ブランドの認知度を向上させたい新興リテラーが挙げられる。ただし、コロナ禍前のハイストリート賃料を支払えるほどの能力はないリテラーが含まれており、オーナーが賃貸条件に柔軟に対応することで、実際の出店に繋がりそうだ。

**賃料は2022年Q2にかけて現在の金額で底ばい、Q3には上昇へ**

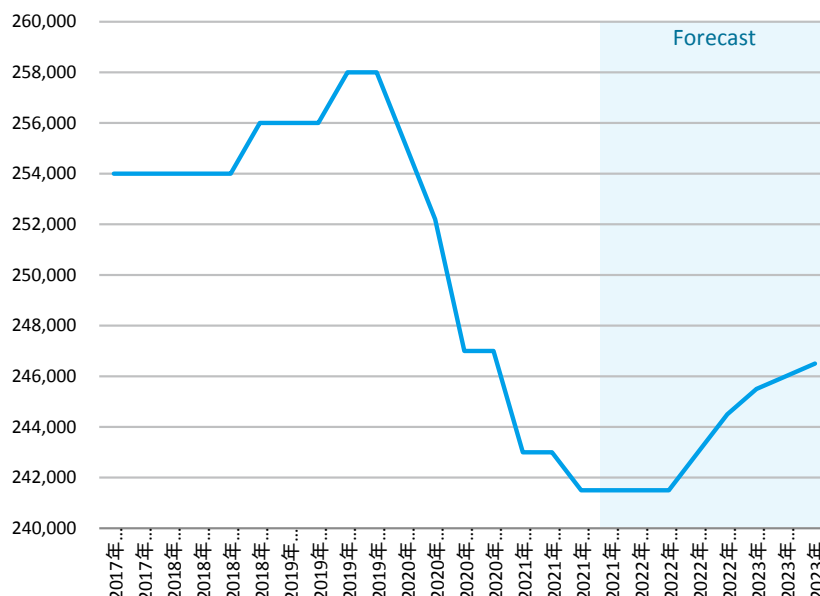
銀座ハイストリート賃料(Figure 15)は、2016年Q2をピークに下落したが、2017年Q3には底入れした。その後しばらく横ばいが続き、2018年Q4と

2019年Q3にそれぞれ上昇。しかし、2020年に入ってコロナ禍の影響を受け、1年間で4.3%下落。2021年Q1は対前期比1.6%減、Q2は横ばいだったものの、Q3は同0.6%減の241,500円/坪となった。

2020年から下落していた賃料は、2021年Q3時点で底入れしたとみる。賃料は今後、2022年Q2にかけて現在の金額で底ばいし、2022年Q3には対前年同期比で0.6%上昇すると予測する。まず、ハイストリートの中でも好立地の募集物件では、ラグジュアリーブランド同士が競合することで、コロナ禍前の賃料水準でテナントが内定する可能性がある。

一方、複数の空室がある、ハイストリートの中でも中心地から離れたエリアでは、リテラーの引き合いの弱

Figure 15: 銀座ハイストリート賃料の予測 (円/坪) 2021年Q4 - 2023年Q3



出所：CBRE、2021年11月

さから空室の消化にはやや時間が掛かりそうだ。また、リーシングを優位に進めるためには、オーナーが賃料水準を下げる可能性もある。そのため、2022年Q2までは賃料の上昇と下落圧力の両方が掛かることによって、現在の金額で底ばいするだろう。

2022年上期を目途に、ハイストリートの中でも好立地の募集物件でテナントが内定することで、2022年下期には中心地から離れたハイストリートでもテナントの内定が進み、賃料も上昇に転じると考える。ワクチン接種の進展などを背景に、リテール市場を下支えしている日本人を中心とした国内需要層の消費マインドが、改善していることが前提条件となる。

経済の回復が続くことで、向こう2年間で賃料は2021年Q3と比べて2.1%上昇、コロナ禍前の2019年Q4に比べて4.5%減まで回復すると予測する。なお、銀座4丁目交差点付近の超一等地を対象としたプライム賃料は、今後も横ばいで推移すると予想。稀少な好立地に対して、出店に前向きなラグジュアリーブランドが常にあることが理由である。

## 物流施設市場

**首都圏：**

**大量供給により空室率4%台へ、賃料の上昇ペースはやや鈍化**

新型コロナウイルス感染拡大が始まった2020年、物流施設の需要は加速度的に増加した。外出自粛

の要請によりEC利用が急増したことに加え、サプライチェーンの寸断による保管量増への対応が急務となったこと等が主因である。2020年の新規供給物件の竣工時稼働率は97%に達し、既存物件の空室も次々に埋まった。空室率は1%以下の空前の低水準が1年を通して続いた。しかしこれは一時的な現象であった。2021年に入ると、感染拡大の「特需」はほぼなくなった。2019年、2020年に積極的に借り増しした結果、拡張ニーズが一旦充足した企業もみられるため、2021年の新築物件の空室消化ペースは過去2年と比べると若干鈍い。2021年Q4時点の空室率は2.7%に上昇する見込みである。一方で、従来からの物流課題が、コロナ禍で浮き彫りになった面もある。即ち、物流の効率化、ならびに物流網の再整備である。2021年はこれらの課題解決に向けて、戦略的な拠点開設や大型の集約、拡張ニーズがみられたほか、EC企業も従来の成長ペースを維持している。実際、2021年Q1からQ3に竣工した物件の竣工時稼働率は72%で、2018年(64%)、2019年(79%)と比較しても遜色のない高稼働率である。

2022年の新規供給は過去最高の72万坪となる見込み。ただし、2022年の供給率(前年ストックに対する新規供給面積)は15%とはほぼ過去平均並みであり(2015-2020年の平均供給率は16%)、2022年Q4時点の空室率は2.9%の低い水準にとどまると予想する。しかし、2023年の新

規供給は90万坪と、2022年の供給量を26%上回る予定。新規需要も過去最高の更新を見込むものの、単年では供給を下回り、空室率は2023年Q4時点で4.3%に上昇すると予想する。とはいえ、そこまで上昇したとしても、賃料が上昇基調にあった2018年(Q4時点で4.8%)を下回る水準である。需給バランスは引き続き健全といえよう(**Figure 16, 17**)。

実質賃料は引き続き上昇基調を予想するものの、上昇率は過去2年と比べて小さくなるだろう。2019年から2020年にかけては空室率が低下する局面であったため、首都圏全体の賃料は2019年に3.4%、2020年には4.0%と連続して過去もっとも大きい上昇となった。しかし、2021年Q4時点で4,480円/坪、1年間で0.4%の上昇にとどまる見通し。2022年は1年間で+1.6%と、2021年に比べて強めの上昇を予想する。ただしこれは、賃料水準の高い外環道エリアでの新規供給が多いことが主因。2023年Q4に4,570円/坪、1年間の上昇率は+0.4%と、再び上昇が抑制される見込みである(**Figure 18**)。その理由は、過去最大級の供給が2022年、2023年と2年連続することである。特に2023年は、新規供給の7割弱が集中する国道16号エリアで賃料が伸び悩むと予想する。また、これだけ豊富な供給があると、物件の使い勝手の良し悪しによって、リーシングの進捗状況に格差がみられよう。稼働率が上がらない物件では、賃貸条件を見直す可能性もある。

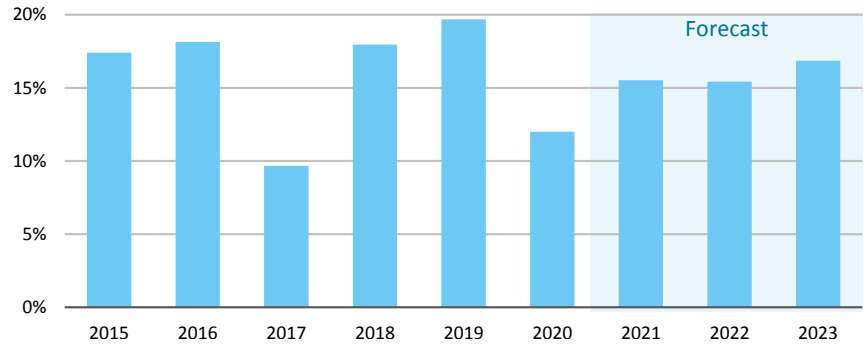
近畿圏：

新規供給の水準は相対的に低く、需給バランスは今後もタイト賃料は上昇基調が続く

近畿圏は、2016年から2017年にかけての大量供給により、空室率は2018年Q1に21.0%に上昇したものの、その後はほぼ一貫して空室解消に向かった。コロナ下の2020年も大規模施設が竣工した期を除いて空室率は低下し、過去2番目の大量供給(27万坪)となった2021年も需給が緩むことはなかった。2022年の新規供給はわずか5.6万坪と、2013年以来の低い水準であるため、2022年Q4には空室率は0.7%まで低下すると予想している。2023年は23万坪のまとまった新規供給となるものの、既存ストックに対する供給率は13%と、過去と比較して低い水準である(Figure 19)。そのため、空室率は2023年Q4時点でも1.7%と低い水準を維持すると予想する(Figure 20)。開発計画は、滋賀県から兵庫県にかけての新しい地域に分散する一方で、名神高速道路沿いの近畿圏中心部でもみられ、物流立地のバリエーションが広がってきている。

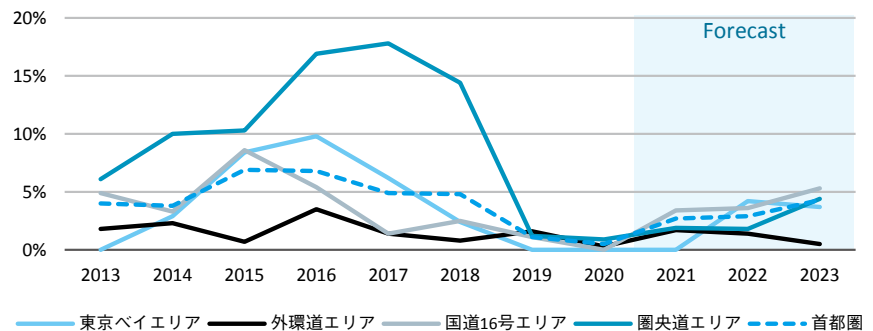
低い空室率を反映して、実質賃料は上昇基調を維持する見通しである。2022年、2023年はそれぞれ2%超の上昇率、2023年Q4に4,310円/坪を予想する。特にランプウェイを完備した物件は、竣工前の早い段階でテナントを獲得できる確率が高いことから、賃料上昇を牽引するだろう。

Figure 16：首都圏 前年ストックに対する新規供給率



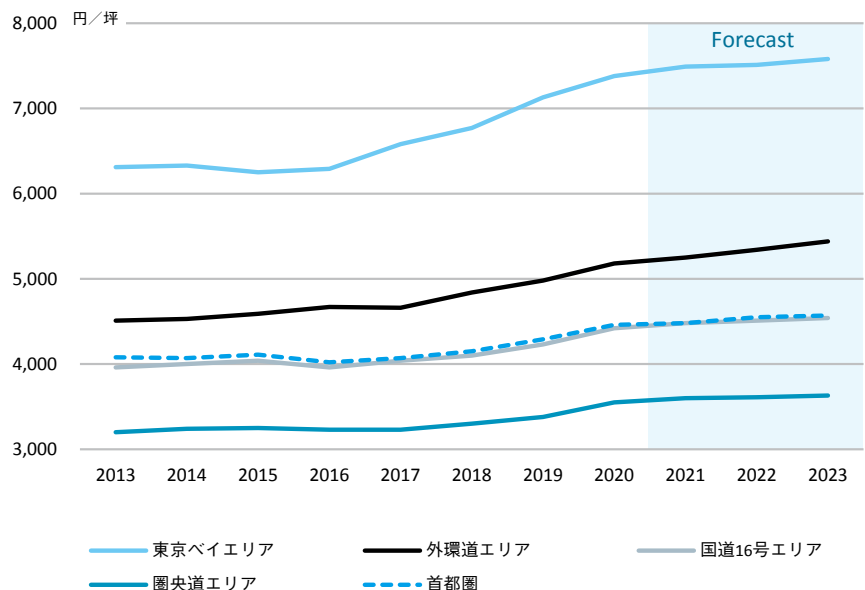
出所：CBRE、2021年11月

Figure 17：首都圏 空室率



出所：CBRE、2021年Q3

Figure 18：首都圏実質賃料指数



出所：CBRE、2021年Q3

**中部圏：**

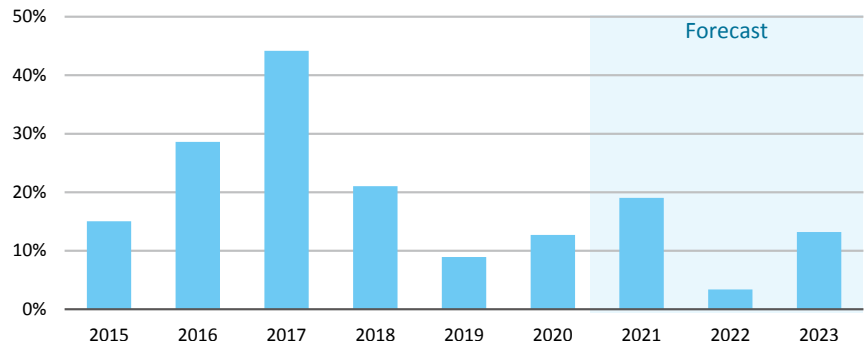
**大量供給が大型のニーズを**

**喚起するも、空室率は上昇見通し**

中部圏は製造業の一大拠点であることから、新型コロナウイルス感染拡大によるサプライチェーン分断の影響により、経済回復への不透明感が大きかった地域の一つである。物流施設についても、一時的に拡大を控える傾向がみられた。また、2020年、2021年の新規供給は各1棟で、いずれも新興立地だったことも影響してテナントの動きは限定的だった。しかし、感染拡大が沈静化してきたことに加え、2022年には16万坪、2023年には28万坪の大量供給が控えていることもあり(Figure 21)、足元では大型の拠点開設や移転ニーズがみられ始めている。それでも大量供給の影響は避けられず、空室率は2022年Q4に12.4%、2023年Q4に21.2%に上昇する見込みである(Figure 22)。

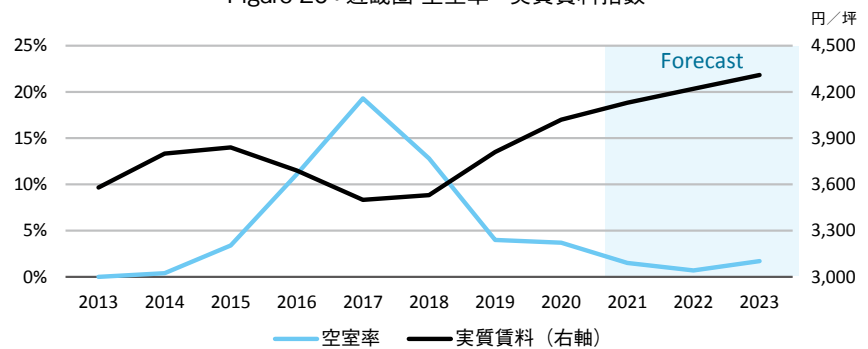
今後の新規供給は、物流施設の集積がまだ少ない湾岸地域にも多く竣工するため、テナント獲得競争が激しくなるとみられる。そのため実質賃料は、2022年はほぼ横ばいを維持するものの、向こう2年間では-0.3%と、わずかながら下落を予想する。ただし、2023年後半には賃料水準が高い名古屋市内や小牧市で大型の物件が竣工する。これらの物件のリーシングが順調に進めば、全体の賃料が上振れる可能性がある。

Figure 19：近畿圏 前年ストックに対する新規供給率



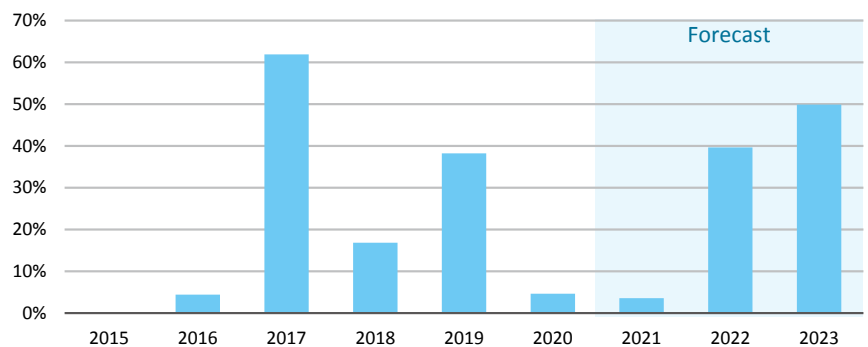
出所：CBRE, 2021年 Q3

Figure 20：近畿圏 空室率・実質賃料指数



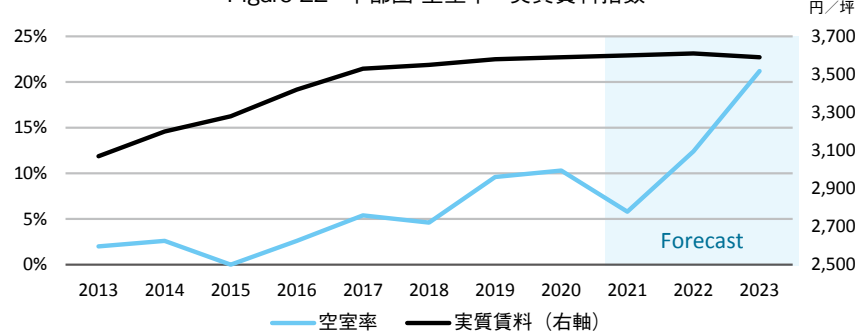
出所：CBRE, 2021年 Q3

Figure 21：中部圏 前年ストックに対する新規供給率



出所：CBRE, 2021年 Q3

Figure 22：中部圏 空室率・実質賃料指数



出所：CBRE, 2021年 Q3

**福岡圏：**

**供給は拡大するも過剰感はなく、賃料は向こう2年間で7.1%の上昇を見込む**

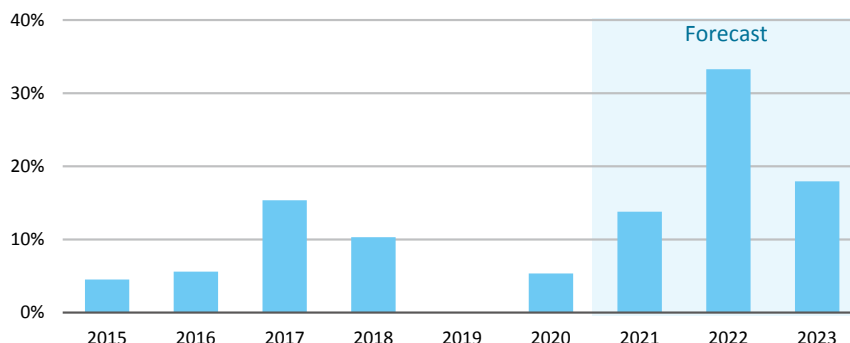
福岡圏では、2019年Q2に0.0%となった空室率は、さらに2022年Q2まで0.0%を維持する見込みである。これは、2022年の新規供給8棟のうち5棟で、すでに一括借りのテナントが内定しているためである。福岡圏では、大型のテナントが先々の竣工物件を早めに押える傾向が強まっている。その理由として、過去に供給が少なく物件が不足していた反動と、昨今の物流拠点の全国的な拡充・再配置が九州にも及んでいることが挙げられる。デベロッパーも開発に積極的で、今後2年間で16万坪の新規供給が予定されており、ストック面積は2021年末に比べて57%増となる見込みである (Figure 23)。

まとまった量の新規供給により、空室率は2022年Q4に4.2%、2023年Q4に8.7%へ段階的に上昇すると予測する。とはいえ、その時点でもまだ経済規模に照らしてストックが十分とは言えず、過剰感はない。また、大型需要が旺盛なことから、実質賃料は向こう1年で+3.7%、向こう2年間で+7.1%と、4大都市圏の中でもっとも高い上昇を予測している (Figure 24)。

**不動産投資市場**

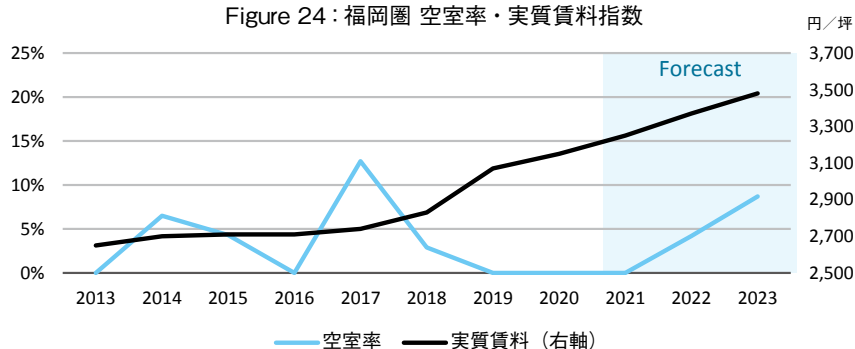
**Q3累計投資額は2.6兆円、対前年同期比2%減少**

Figure 23：福岡圏 前年ストックに対する新規供給率



出所：CBRE, 2021年Q3

Figure 24：福岡圏 空室率・実質賃料指数



出所：CBRE, 2021年Q3

2021年Q1からQ3までの累計投資額(10億円以上が対象)は2兆6,420億円で、前年同期を2%下回った。前年(2020年)は新型コロナウイルス感染症が拡大した年であったにも関わらず、通年投資額は2019年を11%上回った。事業会社による資産売却などの大型取引のほか、コロナ禍前から進行していた取引が多かったことが、取引額の伸びを牽引した。これに対し、2021年に入ってから投資市場は、日本でコロナ禍が本格化してからの取引が殆どとなった。それにも関わらず、Q3までの累計投資額は前年同期とほぼ同水準で推移している。大型取引

は前年に比べて減少したものの、中小規模の取引が増加しており、全体の取引件数でも前年同期を1割程度上回った。投資家がより活発になっていることを示している。

**国内投資家の累計投資額が大幅増**

投資主体別の累計投資額は、J-REITを含む国内投資家が増加。特に、J-REIT以外の国内投資家の投資額は対前年同期比38%増加した。2020年の投資額が前年に比べて少なかったことの反動に加え、事業会社が本社ビルを売却した大型取引がQ3にみられたことなどが主因。J-REITについては年初から株



値が上昇傾向にあったことから前年  
に比べて増資が増え、投資額は対前  
年同期比7%増加した。一方で、海  
外投資家の累計投資額は同41%と大  
きく減少。2020年の投資額が例年を  
上回る規模だったことの反動減が主  
因。ただし、累計取引件数は、全て  
の投資主体で前年同期を上回った。  
国内投資家、海外投資家のいずれ  
の投資意欲も引き続き高いと言える。

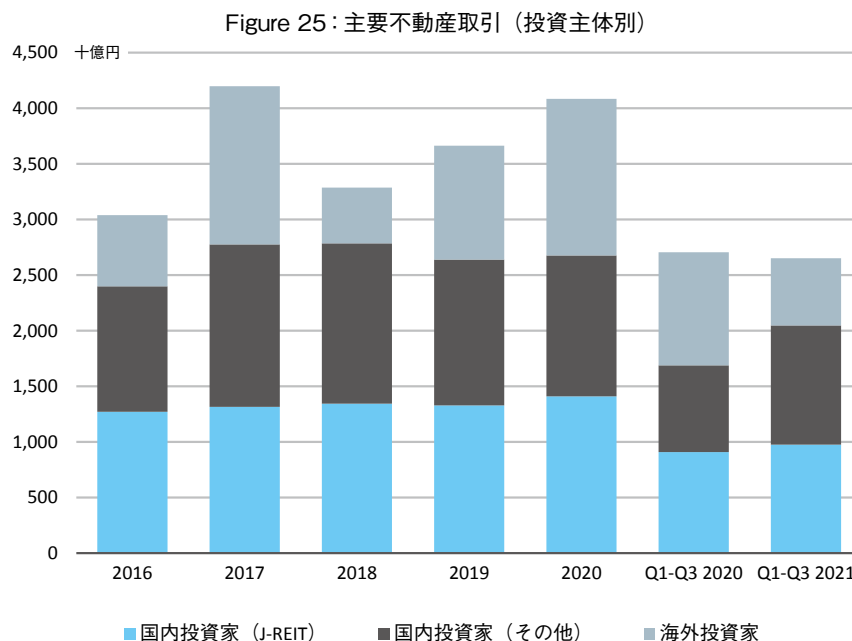
### 投資機会が限られるコロナ下の市場、 オフィス投資額が増加

2021年Q3までのアセットタイプ  
別累計投資額は、オフィスと商業施  
設が共に対前年同期比44%増加。  
ただし、オフィス投資額は2019年  
Q3までの累計投資額をも3割上回っ  
た一方で、商業施設はまだ同期間を  
3割下回っている。オフィス投資額  
が増加したのはQ3にみられた推定  
2,700億円の大型取引が主因。加え  
て、100億円を超える取引の件数も  
前年同期に比べて約6割増加した。  
働き方の変化を受けてオフィス需要  
の先行きを懸念する投資家もみられ  
るものの、オフィスは投資市場で最  
も流動性が高いアセットタイプ。新  
規賃料が下落基調にある中で、収  
益の安定性や成長性が依然として  
期待できる物件を選別して投資して  
いたとみられる。

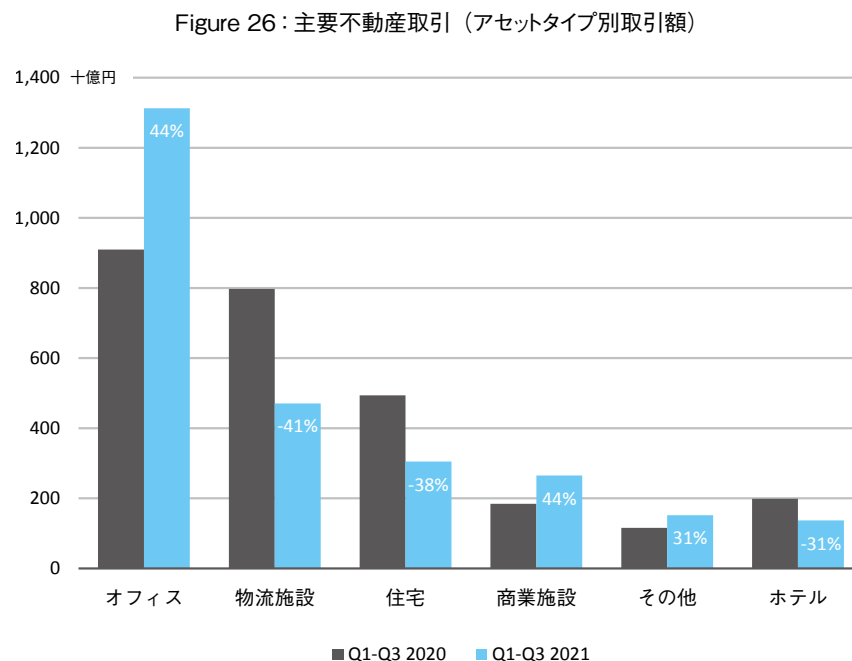
### 安定性や成長性が見込める

#### オフィス取引利回りは コロナ禍前を下回る

2020年11月に実施したアンケー  
ト調査によれば、投資家はコロナ禍  
による市況悪化を懸念して、多くの



10 億円以上の取引を対象、J-REIT による IPO 時の取得物件を除く。  
出所：Real Capital Analytics, CBRE, 2021 年 Q3



10 億円以上の取引を対象、J-REIT による IPO 時の取得物件を除く。数値は対前年変動率。  
出所：Real Capital Analytics, CBRE, 2021 年 Q3

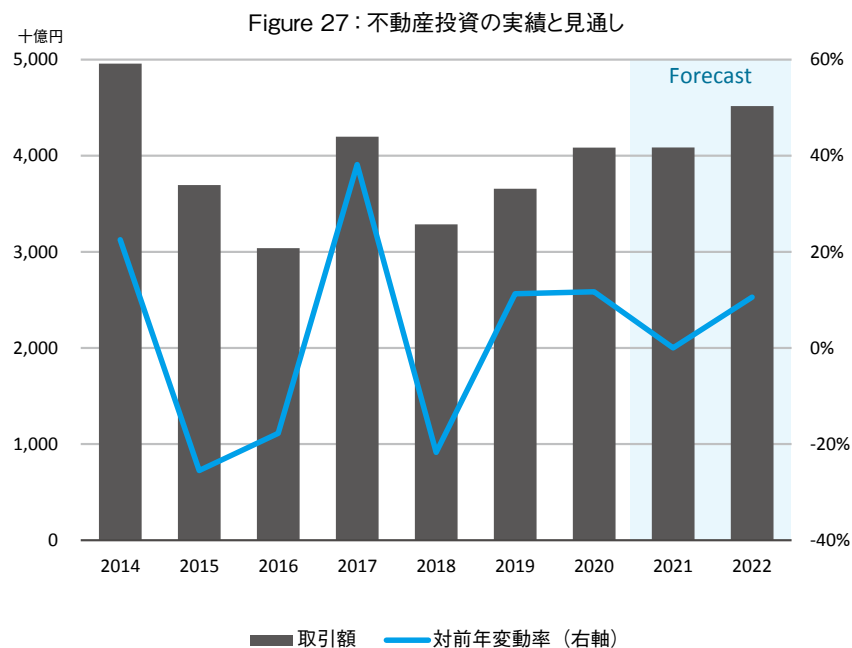
アセットタイプについて価格目線を  
下げていたと考えられる。しかし、  
取得を希望する投資家が競合し、  
取引利回りが低下した事例が多くみ

られたのも事実。そのような事例は、  
コロナ禍でも安定した収益を見込  
める物流施設や住宅が中心だった。  
その一方で、今年の累計投資額が

大きく増加したオフィスについても、コロナ禍前の水準を下回る利回りでの取引が散見された。オフィスは、新規賃料の下落が中期的に続くことが見込まれている。このような中でも低い利回りで取引された物件は、好立地にあり、キャッシュフローの安定性や成長性が見込めると投資家が判断したものにほぼ限定される。例えば、①長期の定期借家契約が締結されている物件や、②現行の賃料水準が相場を大きく下回る物件、③建て替えによりキャッシュフローの増加が期待できる物件などである。

### 2022年の投資市場は更に拡大へ

2022年は、半導体不足や原材料価格の高騰などによる景気悪化懸念、また、新型コロナウイルス感染症再拡大の可能性といった不透明感が残るものの、ワクチンの普及や経口薬の実用開始による経済正常化への期待は大きい。投資家は、



10 億円以上の取引を対象、J-REIT による IPO 時の取得物件を除く。  
出所：Real Capital Analytics, CBRE, 2021 年 Q3

引き続き物流施設、住宅、オフィスを選好するとともに、商業施設やホテルについても投資を再開する可能性がある。CBREは2021年の投資額は2020年とほぼ同水準で着地し、翌2022年は2021年を10%程度上回ると予測する。ただし、今後の市況

見通しは本稿でも触れたとおり、アセットタイプ毎に異なる。アセットタイプによっては、キャッシュフローの見通しについての個別精査が従前以上に重要となろう。

### おおくぼ ひろし

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

# 2021年GRESB評価結果

## ～気候変動への対応と今後の展望～



高木 智子

CSR デザイン環境投資顧問株式会社  
執行役員



前田 花恵

CSR デザイン環境投資顧問株式会社  
リード・コンサルタント



宮澤 大喜

CSR デザイン環境投資顧問株式会社  
シニア・コンサルタント

## 1. はじめに

不動産・インフラセクターでESG評価のデファクト・スタンダードとなっているGRESB評価は2021年で12回目を迎えた。今回は内容に大きな変更はなかったが、TCFDに関する設問が複数組み入れられるなど、気候変動に対するより強い注力が感じられた。本稿では、結果の概要を解説することに加え、このような変更点に対する国内外の回答状況をご紹介します。

## 2. GRESBの概要

### 2.1 評価の概要・参加者

GRESB評価はリアルエステイト（実物不動産）とインフラストラク

チャーに大別され、リアルエステイトのなかに、既存物件の運用について回答するスタンディング・インベストメントと、開発・大規模改修について回答するディベロップメントの2つの評価体系（ベンチマークと呼ぶ）が存在する。本稿においては、リアルエステイトのうち、まず最も参加者の多いスタンディング・インベストメント・ベンチマークについて言及し、後段の第4章でディベロップメントを、コラムでインフラストラクチャーをそれぞれ解説する。

2021年のリアルエステイト評価はグローバルで1,520の参加があり、前年伸び率を上回る24%増加となった。日本からの参加はついに

100者を超え、アメリカ、イギリスに次いで世界第3位となった(109者、前年は85者)。特にJ-REITからは新たに10社が参加しJ-REIT時価総額全体に占める割合は98.6%に達した(2021年9月1日時点)。

また、これら参加者の成績を閲覧する「投資家メンバー」についても今年は大幅な増加が見られ、野村アセットマネジメント株式会社、アセットマネジメントOne株式会社、農林中央金庫、株式会社かんぽ生命の加盟があった。これで国内における投資家メンバーは9社となり、さらなる参加への後押しとなることが期待される(図表1参照)。

## 2.2 日本参加者の総合スコア平均

2020年に配点の大幅変更を受け下落に転じたグローバル、日本、J-REITの総合スコア平均は、2021年は前年比からの上昇傾向に戻った(図表2)。GRESBは2023年評価まで大きな変更は加えないと公表しているため、来年もこの平均スコアの上昇傾向は継続しそうだ。

スタンディング・インベストメント・ベンチマークの得点はマネジメント・コンポーネント(以下、MC)30点、パフォーマンス・コンポーネント(以下、PC)70点から成る計100点である。図表3は、MCの得点割合を縦軸、PCの得点割合を横軸に取った従来からのプロット図で、図中の斜線がGRESBレーティング(スター)の閾値にあたる。各スター獲得のための最低点はグローバルでの平均スコアの上昇により前年比で2~3ポイント程度上昇した。

## 3. GRESBにおける気候変動対応

日本でも2020年秋に政府が2050年カーボンニュートラルを掲げて以降、脱炭素への意識向上は目覚ましいものであったが、GRESBでも世界の潮流に合わせ、設問内容に気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)提言やカーボンニュートラルを意識した内容を導入している。本章ではその詳細と今後の見通しについて解説する。

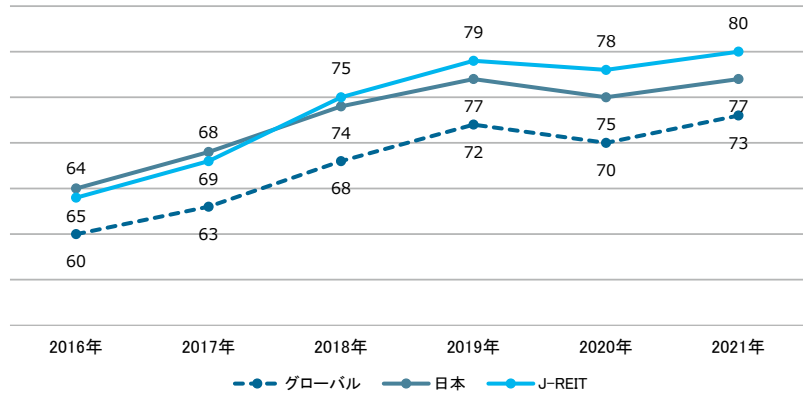
### 3.1 気候変動に関連した設問

2020年までは本評価とは別の任意回答枠であったTCFD関連の設

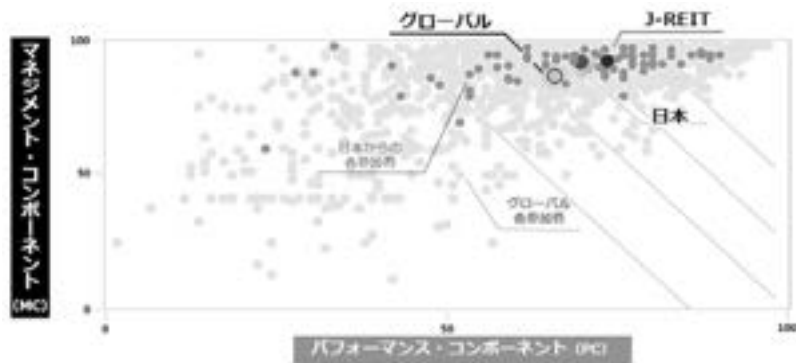
図表1 日本からの投資家メンバー(加盟順)

- 株式会社日本政策投資銀行(2014年)
- 三井住友DSアセットマネジメント株式会社(2019年)
- 農林中金全共連アセットマネジメント株式会社(2020年)
- 年金積立金管理運用独立行政法人(2020年)
- 三菱UFJ信託銀行株式会社(2020年)
- 野村アセットマネジメント株式会社(2021年)
- アセットマネジメントOne株式会社(2021年)
- 農林中央金庫(2021年)
- 株式会社かんぽ生命保険(2021年)

図表2 総合スコア平均の推移(2016~2021年)



図表3 日本・J-REIT、グローバルのスコア比較



問が、2021年からリアルエステイトとインフラストラクチャー両評価に組み込まれた。ただし、これらの設問はすべて2021年では採点対象外であったため、前述の総合スコアには影響していない。リアルエステイト評価における気候変動に関連する

主な設問と、グローバルおよび日本参加者の回答状況は以下のとおりである(図表4)。

グローバルと日本の回答状況を比較すると、LE3(気候関連の目標の責任者を設定しているか)やLE5(気候関連の課題の最終決定権者を設

置しているか)といった社内体制に関する設問は、グローバルと比較し遜色ない回答であった。既存参加者ではすでにサステナビリティ課題の管理体制があるため、気候変動も追加で対象項目に含めるとの扱いで回答することは容易であったと推測される。

RM5(気候関連リスクに対するレジリエンス戦略)とRM6(移行/物理リスクの特定と影響評価)は、TCFDにおける「戦略」にあたる。これらは全体的にグローバルより低い回答率となった。背景としてこれらの設問が公表された2021年初めの時点では、まだTCFD対応が進んでいない参加者も多かったことがある。なお、RM5は設問大項目に付随して中・小項目の設問が続き「レジリエンス戦略の評価にシナリオ分析を用いているか?」など詳細が訊かれる。この間に「はい」と回答した割合はグローバル53%に対し、日本は30%でシナリオを用いる回答がまだ1/3以下であった。移行リスクに用いたシナリオでは、グローバル回答でCRREM1.5℃が最も多く23%であった。CRREMについては3.3章で後述するが、欧州では早くから使用が可能であったため回答が多いと考えられる。物理リスクについては「RCP8.5」への回答がグローバル、日本ともに最多であった。

TCFDにおける「指標・目標」に該当する設問が、T1.1(ポートフォリオの改善目標)とT1.2(その目標が科学的根拠に基づいているか)である。まずT1.1だが、温室効果ガス(GHG)の削減目標の設置有無に

図表4 気候変動に関連するGRESBの設問

設問番号	気候関連の設問内容	グローバル	日本
LE3	気候関連の目標の責任者を設定しているか? ※兼任者での回答	78%	68%
LE5	気候関連の課題の最終決定権者を設置しているか? ※取締役会での回答	36%	61%
RM5	レジリエンス戦略に気候関連リスクを組み込んでいるか?	74%	45%
RM6.1	移行リスクを特定するプロセスがあるか?	61%	46%
RM6.2	移行リスクの財務的な影響を評価しているか?	53%	42%
RM6.3	物理リスクを特定するプロセスがあるか?	68%	46%
RM6.4	物理リスクの財務的な影響を評価しているか?	57%	43%
T1.1	GHG削減に関する長期目標はあるか?	76%	84%
T1.2	T1.1が科学的根拠に基づいた目標(SBT)であるか?	33%	10%
EN1	敷地内再エネ導入有無	26%	31%

関しては、日本の回答者の割合がグローバルを上回っている(グローバル76%、日本84%)。しかし次のT1.2では水をあげられグローバル33%、日本10%である。日本の回答が少ない理由としては、現状、目標の水準は採点対象でないため、省エネ法の努力義務である年平均1%削減を基準にした目標がまだ多いことがある。ただし直近では、日本参加者の目標が2030年や2050年といったより長期の野心的な水準に改訂されるケースが徐々に増えている。なお、原単位ベースの削減よりも難易度が高いとされる総量ベースで100%削減目標(すなわちゼロエミッション)を掲げる参加者(期限は問わず)は、グローバルで14%、日本では4%であった。さらに目標の範囲としては、スコープ1と2(ロケーション基準またはマーケット基準)のみとするのがグローバルで計17%と最多だが、これにスコープ3を含めるとした回答も15%存在した(日本ではそれぞれ6%、5%)。

最後に、EN1(エネルギー使用)における再生可能エネルギーに関する

回答状況については、敷地内に再エネ生成設備を置き当該建物内で消費する物件が一つ以上あると回答した割合はグローバルで26%、日本は31%であった。一方で、敷地外で生成された再エネを調達した物件が一つ以上あると回答した割合は、オーナーによる調達がグローバル46%、日本20%。テナントによる調達もグローバル24%、日本2%と状況に大きな開きが見られた。ただし、この1年間で、国内では非化石証書やグリーン電力証書をはじめ、敷地外再エネの購入例がかなり増えており、この差は今後縮まることが予想される。

### 3.2 エネルギー消費量の原単位比較

パフォーマンスを測る指標として不動産で最も一般的なものは床面積あたりの消費量を算出した「原単位」であるが、これまでのリアルエステイト評価においては原単位の高低は採点対象外であった。参加者に信頼できる数値を報告させ正当な評価を行うことが困難とみられていたことが主要な要因である。しか

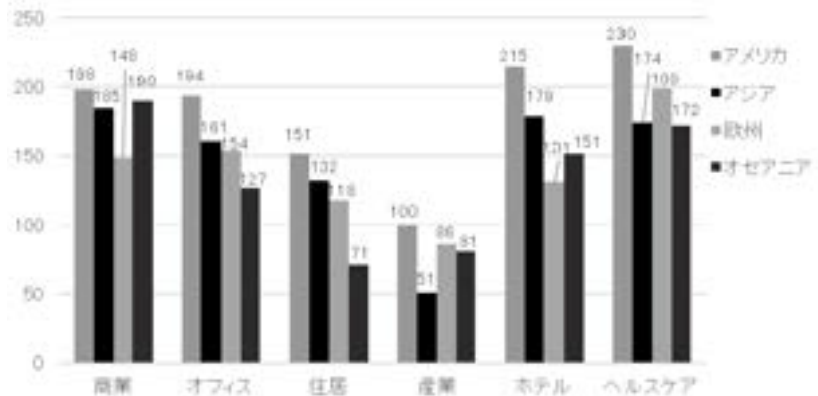
し、GRESBは以前より、この問題  
をある程度解決できた暁には原単位  
の数値自体を採点する旨を予告して  
いる。なお、原単位の数値に対する  
採点が始まったとしても、用途と地域を  
同種に限った参加者同士の相対比較  
となると予想されるため、突然グ  
ローバル基準の競争にさらされるわ  
けではない。

来る原単位評価の参考として、  
GRESBが公表している各地域の用  
途ごとエネルギー原単位平均を**図表5**  
にまとめた。地域別では、アメリカが  
全用途において他の地域の数値を上  
回る一方、日本を含むアジアは産業用  
途で突出して低い水準となるなど健  
闘している。用途別では、産業用途  
が最も低くヘルスケアが最も高い傾向  
が共通している。カーボンニュートラ  
ルがより意識される今後においては、  
物件ごとやポートフォリオ全体の原単  
位を評価することへの投資家からの  
要求は強まりそうだ。

### 3.3 移行リスク分析ツール (CRREM)の進捗

GRESBが開発に参加している  
気候変動の移行リスク分析ツ  
ールCRREM(クレム、Carbon Risk  
Real Estate Monitor)については、  
本稿でも2019年以来ご紹介してい  
る<sup>注1</sup>。すでに欧州に所在する資産つ  
いてはGRESBに提出したデータを用  
いて無料で分析を行うことが可能  
だが、アジアパシフィック版が2021

図表5 地域・用途ごとエネルギー原単位 (kWh/m<sup>2</sup>)



年冬に公開され今後は国内でも広ま  
る見込みだ。また、国内でもすでに  
先進的な数社がこのツールを使った  
保有不動産の分析を試みている。

CRREMの特色としては、個別物  
件及びポートフォリオがいつ座礁資  
産となるか、つまり排出量が本来あ  
るべき削減経路を逸脱するかを把  
握できることがある。**図表6**では、  
参考ポートフォリオについて何も対  
策をしなかった「成り行き」の場合  
と、省エネ・創エネ改修や再エネ導  
入といった「施策を実施した」場合  
の座礁資産の割合の変化を例示し  
た。施策導入によりポートフォリオ  
全体の座礁資産化が延期できたこ  
とが分かる。今後、GRESB参加者  
をはじめ、グローバルでの定量分析  
の普及に拍車がかかりそうだ。

## 4. ディベロップメント・ ベンチマーク

ここまで解説したスタンディング・

インベストメント・ベンチマーク(既  
存物件の運用の評価)と並んで、リ  
アルエステイト評価にはディベロッ  
プメント・ベンチマーク(新規開発・  
大規模改修の評価)も存在する。得  
点はMC30点とディベロップメント・  
コンポーネント(以下、DC)70点よ  
り構成される。2019年まではディベ  
ロップメントについてのレーティン  
グ(スター)がなかったが、2020年  
から開始され、一定の訴求効果が  
期待できるようになった。2021年の  
グローバルでの参加者は515者、日  
本からは14者であり(2020年はそれ  
ぞれ447者、12者)、三菱地所と東  
京建物がセクターリーダー<sup>注2</sup>に選出  
され、取組み水準の高さを示した。  
今後より注目を集めるであろうDC  
について、日本からの参加者の伸び  
を期待して本章にて取り上げたい。

### 4.1 DC設問の内容

DCの設問一覧は**図表7**のとおり

注1  
フェーズ2以降の開発にはGRESB投資家メンバーであるGPIFも参加している。

注2  
対象地域内で最も高い総合スコアおよびその1点差内を獲得した参加者に与えられる称号。

である。開発や改修における幅広い分野を網羅しているのが当該分野でのESG取組みの指針となることがお分かりいただけるだろう。設問はLEED NCで問われる施策にほぼ沿うものであり、参加当初はLEEDを利用した開発の経験が有利に働くと思われるが、日本の一般的な取組みでもある程度の得点が可能である。以下では特に気候変動に関連した設問(太字)について、グローバルと日本の回答状況を確認する。

「材料」(DMA)の分野に置かれたDMA2.1(ライフサイクルアセスメント(LCA))では、LCA実施の有無、

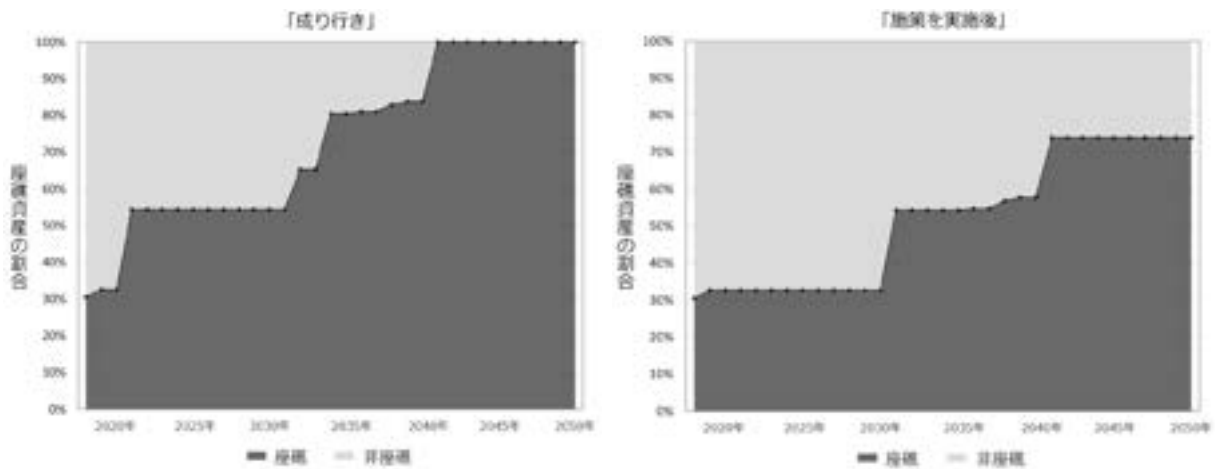
その内容が定量または定性か、および適用する基準や手法が訊かれる(現状は採点対象外)。LCAを行っているとは回答した参加者は、グローバルで36%に対し日本では14%であった。評価方法については、グローバルでEN 15978、ISO 14040/44、One Click LCAなどがそれぞれ1割以上の回答者を得た。

また、DMA2.2(エンボディド・カーボン情報開示)では、建築の材料を製造・輸送、または建設する際の排出量(エンボディド・カーボン)に関する開示有無が問われる(同様に、現状は採点対象外)。開示あり

との回答はグローバルで17%、日本からは7%(すなわち1社)であった。建設におけるスコープ3排出をどのように算出するかはまだ統一された基準が存在しない。欲を言えばこの設問はもう一步踏み込んで、どのように算出したかの情報を抽出してほしいところだ。

「エネルギー」分野のDEN2.1(設計段階での再生可能エネルギーの導入有無)では、「太陽光・太陽熱」を利用するプロジェクトが1件以上あるとの回答が非常に多く、グローバルで69%、日本ではさらにそれを上回る86%であった。一方、

図表6 CRREMを活用したポートフォリオの分析(成り行き/施策を実施後)



図表7 ディベロップメント・コンポーネント (DC) 設問概要

設問番号	設問内容	配点	設問番号	設問内容	配点
DRE1	開発におけるESG戦略	4	DWT1	節水戦略	5
DRE2	敷地選定に関する要件	4	DWS1	廃棄物管理戦略	5
DRE3	敷地デザイン/開発に関する要件	4	DSE1	健康・快適性	2
DMA1	建築資材選定に関する要件	6	DSE2.1	建設現場の安全性	1.5
<b>DMA2.1</b>	<b>ライフサイクルアセスメント</b>	採点対象外	DSE2.2	建設現場の安全性指標	1.5
<b>DMA2.2</b>	<b>エンボディド・カーボン情報開示</b>	採点対象外	DSE3.1	外部の請負業者に対するESG要件	2
DBC1.1	グリーンビル基準要件	4	DSE3.2	請負業者のモニタリング手法	2
DBC1.2	グリーンビル認証	9	DSE4	コミュニティへのエンゲージメント・プログラム	2
DEN1	エネルギー効率要件	6	DSE5.1	コミュニティへのインパクト評価	2
<b>DEN2.1</b>	<b>敷地内での再生可能エネルギー</b>	6	DSE5.2	コミュニティへのインパクトのモニタリング	2
<b>DEN2.2</b>	<b>ネット・ゼロカーボン設計と基準</b>	2			

DEN2.2(ネット・ゼロカーボンを満たすように設計された物件の有無)では回答率がやや下がり、グローバルが22%に対し国内は36%であった。この設問の要件は2021年に厳格化され、「ネット・ゼロカーボン」はエネルギー消費量が正味ゼロ以下の「ZEB」以外は認められないこととされた。すでに欧州では2021年初めより新築建物では「ニアリー・ゼロエネルギー基準(Nearly ZEB)」が義務化されているためである。日本の基準で「ZEB」を主張するためには、省エネ50%以上のほか敷地内で生成した再生可能エネルギーによってゼロ・カーボンを達成しなければならない。国外では敷地外からの再生可能エネルギーの調達も認められている場合も多いので基準緩和も検討の余地があるかもしれない。

#### 4.2 今後の展望

以上、DCにおける気候変動関連の設問を一部取り出したが、不動産における脱炭素には設計・企画段階から取り組む必要があるため、開発を手掛ける会社の取組みは大変重要である。また、建築における

「エンボディド・カーボン」については業界統一の手法は広まっておらず各社は手探りであるようだ。こうした状況を打開するためベストプラクティスは速やかに展開される必要がある、GRESBディベロップメント・ベンチマークにはぜひそのような役割を期待したい。DCの各設問については内容深化や裏付資料の拡充などさらなるブラッシュアップが必要だろう。また、気候変動のほかにも人権問題など注目が高まっており、ステークホルダー関連(図表7のDSE)なども今後刷新があるかもしれない。

GRESBは対外的な訴求の手段のみならず、幅広い設問やその回答選択肢自体が取組みへの示唆を与えてくれる。自らの運営にグローバル水準のESG配慮を取り入れたい不動産ディベロッパーの参加が今後さらに推奨される。

#### 5. 終わりに

表面上穏やかであった2021年評価だが、GRESBでは大きくなる影響力にあわせて、水面下ではより実効性を評価する内容へ進化を模索中であり、23年頃に内容を大きく更

新すべく、数年かけて準備を進めている。特に、近年は、日経ESG-REIT指数をはじめとして国内外でGRESBを使った指数ができ、サステナビリティに関する野心的目標を設定してその目標達成を金利優遇等につなげるサステナビリティ・リンク・ローンでもGRESBを使う例が出てきている。また私募ファンド等でも運用機関マネジャーの評価に投資先のGRESBスコアが影響する例もあるようだ。検証・採点の在り方についても、まだ課題は多く残るものの、毎年改善を図っている。

GRESBへの参加は、既存投資、開発・大規模改修を行う事業者・ファンドのどちらにとってもESG実践の参考・訴求の手段として大変有用である。ぜひ日本からも参加を通じて取組みや成果を発信することで、世界の流れにより貢献していけると良いと思う。また、GRESB参加やその評価が今後さらに本質的に投資判断や投資家との対話などに利用され、本業界でのサステナビリティの推進により実行的につながっていくことを祈念する。

#### 参考文献

- 1) 2021 GRESB Real Estate Results : <https://gresb.com/nl-en/2021-real-estate-assessment-results/>
- 2) Creating a Five-Year Roadmap for GRESB Assessments : <https://gresb-prd-public.s3.amazonaws.com/2021/Assessment/GRESB-Assessment-Roadmap.pdf>
- 3) 2013 ~ 2021 GRESB評価日本市場データ(非公開)
- 4) CRREM (Carbon Risk Real Estate Monitor) WEBサイト : <https://www.crrrem.eu/>



## コラム 2021年GRESBインフラストラクチャー結果概要

GRESBリアルエステイト評価と同様、業界全体のESGへの認識の高まりを受けて、「GRESBインフラストラクチャー評価」に関してもグローバルで継続的に参加者数が増加している。この評価は、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種から構成される。

前者の「ファンド評価」では、主にインフラ投資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、6年目となる2021年は、ファンド評価へ全世界で149者(昨年比+26%)が参加している。日本からは1社(タカラレーベン・インフラ投資法人)が参加し、アジアセクターリーダーを受賞した。なお、ファンド評価の最終成績は、運用会社のマネジメントプロセスに対する評価と、投資先のアセットによるアセット評価の結果の2つの軸で構成されるため(図表8)、ファンド評価参加者は自身の成績向上のためにも、投資先のアセット(インフラ会社あるいは資産のオペレータ)にアセット評価への参加を要請することになる。

後者の「アセット評価」は、投資対象となるインフラ会社およびアセットのオペレーションにおけるESGマネジメント体制、GHG排出量などのパフォーマンス実績、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ESGに関する項目が総合的に問われる評価である点を強調したい。再エネ発電インフラなどは、「グリーン」な投資先であるとする向きもあるが、GRESBにおいては、E・S・Gのそれぞれに関する取組みが総合的に評価される。一例として、環境面(E)では森林伐採などによる生物多様性の

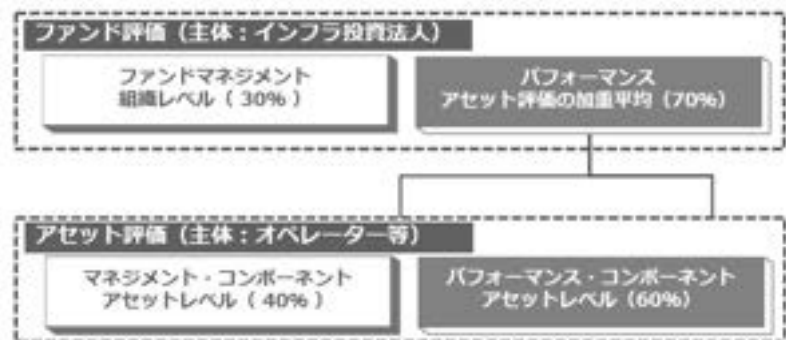
損失の有無、社会面(S)では従業員の健康・安全や地域コミュニティとの関係への配慮、ガバナンス面(G)では従業員の多様性が図られているか等の項目が評価対象となる。

このアセット評価は、本年度558者(昨年比+31%)が参加し、ファンド評価同様に年々参加数を伸ばしており、日本からは、昨年度と同様に4者が参加した。参加セクターとしてグローバルでは港湾インフラ等を含む「輸送・交通」セクター、「再エネ発

電」セクター、ヘルスケア、教育サービス、ホール、刑務所などを含む「社会インフラ」セクターからの参加者が多く(図表9)、PPP/PFI関連での投資先による参加も一定数存在している。

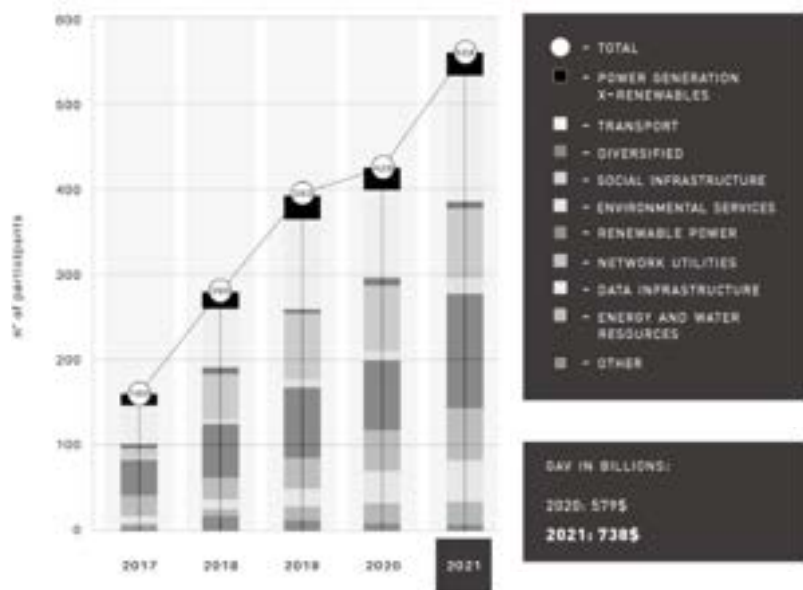
アセット評価の地域別平均点を見ても、グローバル分散型の平均点(91)が突出し、アメリカが他地域を一步リード(77)しているが、アジア(71)、オセアニア(70)、欧州(71)の3地域は概ね似たような成績となっ

図表8 GRESBインフラストラクチャー評価におけるスコアリング概要



(出典: GRESB公表情報より弊社作成)

図表9 GRESBインフラストラクチャーセクター別参加者推移



(出典: GRESB 2021 Infrastructure Result<sup>注3)</sup>)

注3

<https://gresb.com/nl-en/2021-infrastructure-assessment-results/>

ており、それぞれ昨年から得点が伸びている。特に欧州では昨年(57)からの伸びが著しく、ESG体制構築の整備が進んできていることが窺い知れる。

なお、アセット評価の参加者は複数のインフラ設備・資産の保有者ある

いは運営者(オペレータ)である場合が多く、今回のアセット評価参加者が保有又は運営した設備・資産は合計で69ヶ国、2,096施設<sup>注4</sup>にのぼる。

近年、GRESBにおいても他の国際イニシアティブとの平仄を合わせる動きがあり(図表10)、GRESBの年次

評価に参加することが、インフラセクターにおいても網羅的なESG対応構築に寄与する可能性が高い。インフラに係るESG対応のツールとして今後GRESBインフラストラクチャーが国内インフラ市場で果たす役割にも期待したい。

図表 10 GRESB インフラストラクチャーと他の国際イニシアティブとの関係性



注 4

GRESB はこれらインフラ施設・設備の大まかな位置情報をインタラクティブ・マップとして公開している。  
<https://gresb-prd-public.s3.amazonaws.com/Interactive+Facilities+Map.html>

たかぎ ともこ

CSR デザイン環境投資顧問株式会社 執行役員 パートナー。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、その他 ESG 評価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。

まえだ はなえ

CSR デザイン環境投資顧問株式会社 リード・コンサルタント。国際基督教大学卒業後、外資系証券を経て 2015 年に CSR デザイン環境投資顧問株式会社に入社。GRESB リアルエステイトやその他 ESG 評価、ESG 情報開示に関するコンサルティング業務に従事。CASBEE 不動産評価員。

みやざわ だいき

CSR デザイン環境投資顧問株式会社 シニア・コンサルタント。京都大学大学院地球環境学舎において環境政策学を専攻した後、経営コンサルティング会社にて再生可能エネルギー分野をはじめ環境ビジネスに関するコンサルティングに従事。2018 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(地球環境修士、京都大学大学院)、CASBEE 不動産評価員、Climate Reality Leadership Corps Tokyo Training 修了。

第13回

# 個人投資家の運用を考える



## 徳島 勝幸

株式会社ニッセイ基礎研究所  
取締役 金融研究部研究理事 兼  
年金総合リサーチセンター長 兼  
ESG 推進室長

### 1. 個人投資家の特性

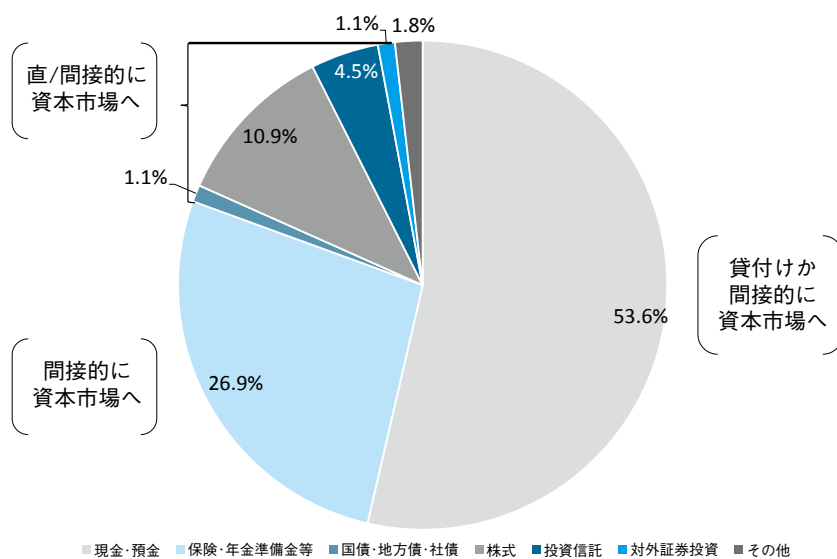
個人投資家は、富裕層から給与所得者、自営業者等多様な人々であり、資産規模も様々で、年齢層も万遍なく存在する(資産の積み上がりを考えると、年齢の高い方が多いはず)。日本においてもファミリーオフィスのような資産運用管理会社を保有しているケースもあるが、個人投資家としては、典型的な給与所得者もしくは自営業者等をイメージし、極端に大きな額の金融資産を保有していない前提としたい。

まず、個人金融資産全体の状況を確認しておこう。図表は、日本銀行の発表した資金循環統計に基づく家計の金融資産保有状況である。資金循環統計において資金余剰主体は家計であるが、近年の日本では、

企業までもが資金余剰主体となり、家計と企業が政府の資金不足を埋めている形になっている。

報道でも話題になったように、時価評価した個人金融資産額が既に1,999兆円を超え、ほぼ2千兆円の水準になっている。内訳を百分比

図表 日本の個人金融資産の内訳 (2021年9月末)



出所：日本銀行『資金循環統計（2021年9月末速報）』を基に筆者作成

で見ると、現金・預金が依然として半分を越え、更に、保険・年金の準備金等が約27%を占めている。これらは、銀行等金融機関もしくは保険会社・年金基金等を通じて、企業金融や国債の購入等に向かっていいる。個人による投資は、株式・債券・投資信託・対外証券投資を含めても2割に満たない。なお、あくまでも金融資産の統計であるため、不動産の直接保有は含まれず、証券形態での不動産保有は信託受益権や投資信託といった形で各々に含まれている。

日本では、預金等の個人金融資産が多いため、「貯蓄から投資へ」もしくは「貯蓄から資産形成へ」といったキャンペーンが展開されている。日本銀行による強力な金融緩和によって預金金利がほぼゼロ近傍に張り付くようになって既に20年近くが経過し、預金の代替となる金融商品の利回りが低いこともあっても、個人金融資産の預金からのシフトは緩やかである。

背景にあるものとして、保守的な投資姿勢や金融リテラシーの不足等を挙げることが一般的であるが、金融リテラシーの問題は欧米でも少なからず懸念されている。日本でも遅まきながら高校での投資教育が拡充されることになっているが、短期的に状況の変化をもたらすことは出来ないだろう。米国では、401kプランの導入による成功体験の蓄積が、その後の投資拡大に繋がったとされる。日本においては、バブル経済の崩壊によって、同様の好循環は生じておらず、投資への誘因にはな

り得ていない。

本来的には、長期投資やリスクの高い投資に適しているとも考えられる個人金融資産がリスクを取ろうとしない状況にあり、時間をかけてでも、リスクに対する姿勢が変化する方向に誘導することが望ましいだろう。それが日本経済の活力回復への一歩となるかもしれない。

## 2. 個人投資家が混同する投資と投機

日本の個人投資家が好むのは、無リスクに近い預金と極めてリスクの高い投機である、と言い切ってしまうと、あながち誤りではない。本来の投資は、企業や政府に必要な資金を提供することで、適切な見返りを得る行動である。したがって、極端な高利回りを得られるものは、極めて高いリスクを帯びている。

これが投資の基本原則であるが、日本の個人投資家は的確な理解ができていないのではないか。ゼロ金利の預金に多くの資産を残す一方で、公営ギャンブルやパチンコ、宝くじといった投資とは言えないものに血道を上げている。基本的に期待収益がマイナスなものを投機と定義するならば、これらはすべて投機である。公営ギャンブルや宝くじの資金は、地方自治体等によるインフラ整備に役立っているのだが、その原資が適切な投資によるものではない、という構造には問題があるものと考えられる。

個人投資家が投機を志向しているのは、株式投資においてもファン

ダメンタルズに基づいた長期投資より、IPOに応じることでの短期の利益確定や信用取引、デイトレーディングといった手法が注目されていることでもわかるし、FX取引やCFD取引等ディーラーですら頻繁には取組まないようなレバレッジを効かせた鞘取りが、日常茶飯事で行われていることでもわかる。外国為替取引の世界で“ミセスワタナベ”とは、日本でFX取引に取組む個人投資家であるが、大胆な逆張りやトレンドに乗ったモメンタム取引は、ほぼ投機である。

投資と投機の厳密な線引きは難しいが、リスクに見合った適切なりターンが期待できるものを投資とするならば、暗号資産のように、需給関係だけで価格が変動し本源的価値を持たない商品の取引は、投機でしかない。日本の個人が、中庸の投資ではなく、低リスクの預金と高リスクの投機の両極に向かう傾向を有していることは、個人投資家向けの金融商品を考える際にも、理解しておくとうまいだろう。

## 3. 機関投資家と個人投資家の違い

最後に、機関投資家と個人投資家の行動の違いをもたらしている幾つかの要因について整理しておきたい。

### ① 保有資産に対する時価評価の有無

機関投資家のほとんどは、例外があるものの、保有する金融商品を期末に時価評価することが求められる

ている。評価差額は必ずしも損益としては計上されないが、少なくとも貸借対照表に影響するため、時価変動に対し敏感にならざるを得ない。実現損でない時価評価であっても、“GPIFの運用損失が15兆円にも上った”などと報道されてしまう。

一方、個人投資家の場合には、相続等の例外を除いて、保有商品の時価変動に一喜一憂することはあっても、実現しない限り利益や損失の認識を要しない。

## ② 投資ホライズンの矛盾

機関投資家は法人であり、個人資産を運用している等の例外を除いて、投資期間に終期がない。しかし、機関投資家の投資評価に関しては、会計上毎期末の評価が行われるし、運用委託先のパフォーマンス評価も3年や5年といった期間を区切って

行われる。

一方、個人投資家に関しては、寿命等によって有期である一方、毎期末の評価を要しないことから、タイムホライズンを長めに持つことが可能である。例を挙げるならば、株式を購入し数十年保有を継続して長期的な値上がり益を享受できるのである。

長期投資家であるべき年金や保険は短い期間での投資評価が主となり、一方で、永遠の生命を有しない個人投資家の方が、長いタイムスパンでの投資が可能になっている実態は、タイムホライズンの矛盾と表現しても、あながち誤りではないだろう。

## ③ 目標運用利回りの有無

年金や保険といった多くの機関投資家は運用利回りの目標を設定し、

それを上回ることを目指す。目標利回りを規定するのは、リスク許容度であったり、制度の枠組みだったりするが、必ずしも高いリスクを取って高いリターンを獲得することを求められていない。日本の金融資本市場においてリスクマネーの乏しいことを懸念されるが、背景にはハイリスク・ハイリターンを希求する機関投資家がほとんど存在しないことがある。

一方、個人投資家の場合には、多くは目標運用利回りを設定せず、儲けのためにチャレンジする姿勢であり、リスク許容度の認識が十分でない可能性は高い。投資と投機とが峻別できていないためでもあるが、日本において最もリスクを取って運用する可能性が高いのは、個人投資家である。

### とくしま かつゆき

1986年京都大学法学部卒業、1991年ペンシルバニア大学ウォートンスクール MBA。

1986年日本生命保険相互会社入社、ニッセイアセットマネジメント株式会社出向を経て、2008年株式会社ニッセイ基礎研究所出向、現在に至る。

証券アナリストジャーナル編集委員、日本ファイナンス学会理事の他、社会保障審議会資金運用部会委員、国民年金基金連合会理事等の立場で多くの公的機関及び企業年金等の資産運用に関与している。

第 11 回

# コンセッション事業再考・空港編（上）



**福島 隆則**

株式会社三井住友トラスト基礎研究所  
PPP・インフラ投資調査部長

## はじめに ～コンセッションの 10年と空港～

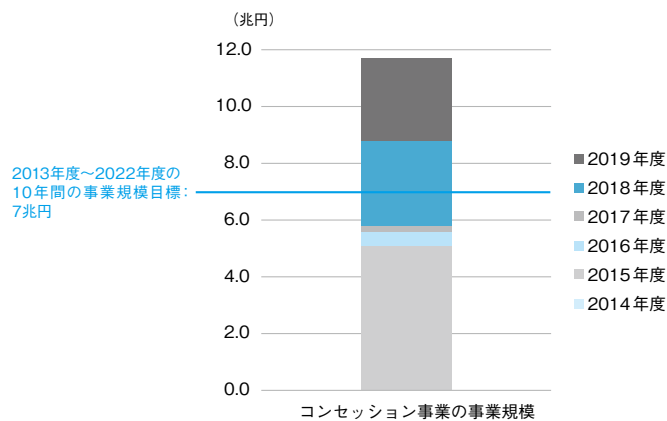
2011年の「民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する法律」(PFI法)の改正で我が国にコンセッション方式が導入されてから、丸10年が経過した。実際の事業化は、2013年に政府が事業規模目標を設定した頃から急速に増加。その目標を前倒して達成するほどの拡大を見せている(図表1)<sup>注1</sup>。

ただ、分野別に見ると違った姿も見えてくる。政府はコンセッション事業に取り組む「重点分野」として、空港、水道、下水道、道路、文教施設、公営住宅、クルーズ船向け旅客ターミナル施設、MICE施設、公営水力

発電、工業用水道を指定し、それぞれに取組件数の目標も設定しているが、達成度合いは斑模様であ

る。要因の1つとして、コンセッション事業、つまりインフラの運営を民間に任せることに対する受けとめ方

図表1 コンセッション事業の事業規模目標と実績



事業規模目標 (2013年度～2022年度：10年間)	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	計
コンセッション事業	7兆円	0.0兆円	5.1兆円	0.5兆円	0.2兆円	3.0兆円	2.9兆円	11.6兆円

※当該年度に契約締結した事業から見込まれる民間事業者の契約期間中の売上を一括計上（契約期間は10年を超えるものを含む）

出所)内閣府 民間資金等活用事業推進室、第27回PFI推進委員会計画部会資料「新たな目標設定における検討事項」(2021年10月15日)をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注1

コンセッション方式を導入したPFI法改正は旧民主党政権下で、事業規模目標の設定など実際のコンセッション事業の推進は、その後の自民政権下で行われている。

が、分野ごとに異なっていることが挙げられる。例えば、「空港や道路の民間運営はいいが水道はダメ」などである<sup>注2</sup>。また、当初想定していたビジネスモデルからの乖離が大きくなってしまった分野、特にコロナ禍を経て事業環境が大きく変わった分野もあるだろう。

いずれにしても、導入から10年が経つ我が国のコンセッション事業は、その成長シナリオを見直す時期にきているのかもしれない。分野ごとに現状と課題を再確認し、場合によっては大胆に“未来予想図”を描き直すことも必要になるだろう。

こうしたコンセッション事業を再考する最初の分野として、空港を取り上げる。コンセッションと言えば空港を思い浮かべる人が多いほど、我が国では空港コンセッション事業が一般的なものとなっている。冒頭の事業規模目標の前倒し達成も、空港分野の貢献がなければあり得なかった。

一方で空港は、コロナ禍で最も大きな打撃を受けた分野の1つであり、ビジネスモデルを見直すのにちょうどよい機会と言えるかもしれない。

本稿ではまず、「空港コンセッション事業の現況と関連政策の動向」、「コロナ禍と空港コンセッション事業」というテーマで考察を行っていくこととする。

## 空港コンセッション事業の現況と関連政策の動向

政府が指定した重点分野の1つである空港のコンセッション事業については、2014年6月に公表された「PPP/PFIの抜本改革に向けたアクションプランに係る集中強化期間の取組方針について」で、「2016年度までの3年間で6件の事業に取り組む」という個別の取組件数目標が設定された。同じ時期に同様の目標が設定された水道や下水道分野が苦戦する中、空港はこの目標を達成。目標達成後も取組案件は増え続け、昨(2021)年12月末時点で事業開始にまで至っている案件が、但馬(Ⅱ期)、仙台、関空・伊丹、神戸、高松、鳥取、南紀白浜、福岡、静岡、熊本、北海道内7空港、広島12件・19空港。他にもコンセッション事業を検討中の空港がいくつもあり<sup>注3</sup>、案件はまだ増えそうな勢いである。

このように、我が国のコンセッション事業を空港分野が席卷している背景には、そもそもコンセッション方式導入の議論が、「民間の知恵と資金を活用した空港経営の抜本的効率化」という文脈の中で生まれてきたことがあるだろう。これは、2009年10月に第1回会議が開催された「国土交通省成長戦略会議」の「航空」分野で示された6つの戦略の1つで、同会議では他にも「国際

展開・官民連携」分野で、空港事業へのコンセッション方式の活用が謳われている。

その後の2010年2月、当時の前原国土交通大臣が呼び掛ける形で、コンセッション方式の導入を念頭に置いたPFI法改正の議論が、内閣府の「PFI推進委員会」で始まった。そして2010年6月、「国土交通省成長戦略会議」と「PFI推進委員会」がPFI法改正に向けた提言を提出。同月18日に当時の民主党政府が閣議決定した「新成長戦略」にも、コンセッション方式の導入を含むPFI制度の拡充策が盛り込まれ、冒頭で述べた2011年のPFI法改正につながったわけである。

空港コンセッション事業に対する政策面での後押しという観点では、政府が「PPP/PFI推進アクションプラン」で、「地方管理空港を含め、原則として全ての空港へのコンセッションの導入を促進する」と毎回“宣言”していることも、大きな推進力となっているはずである。我が国には、国管理空港や会社管理空港などを含む拠点空港が28、地方管理空港が54、その他の空港を含めて合計97の空港がある(図表2)。そのため、前述のとおり19の空港でコンセッション事業が始まっているが、まだ70以上の空港で事業化の可能性(ビジネスチャンス)が残されていることになる。もちろん、個々の事業化には一定の事業性が必要

注2

他には、民間運営の必要性は認めるものの自分の地域では反対という、所謂「NIMBY (Not In My Back Yard)」的な意見もある。

注3

三井住友トラスト基礎研究所HP、「国内コンセッション事業データベース」([https://www.smtri.jp/market/infra\\_ivst/](https://www.smtri.jp/market/infra_ivst/))を参照。

図表2 空港分布図



出所) 国土交通省、「空港分布図」(2021年4月1日)

となるが、こうして政府がブレずに方針を貫いている限り、民間は安心して戦略を立てることができるのである。

一方、昨(2021)年9月6日に行われた政府の「成長戦略会議 第2回PPP/PFI等に関するワーキンググループ」では、「羽田空港と成田空港のコンセッション」の議論が大きな話題となった。羽田空港だけでも、コロナ前2019年度の航空系事業+非航空系事業のEBITDA<sup>注4</sup>が

約826億円(国土交通省試算)。運営権対価がEBITDAの15倍だとしても1.2兆円を超えるため、話題になるのも無理はない。

実は、同ワーキンググループのメンバーでもある竹中平蔵氏は、その半年以上前に行われた「第7回成長戦略会議」でも、「関西空港・仙台空港などでは、コンセッション制度に基づく競争を通じて最もよい提案をした事業者に運営を委ねている。なぜ東京圏(羽田・成田)ではそのよう

にしないのか?」と述べている。羽田空港は国管理空港の1つ、成田空港は関空・伊丹と同じ会社管理空港の1つであるため、コンセッション方式導入の検討をすること自体、前述の政府方針と齟齬はない。ただ、羽田・成田ともに実際の事業化には課題も多く、今のところ実現度は未知数である。

注4 Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (利払い前税引き前償却前営業利益)。



## コロナ禍と 空港コンセッション事業

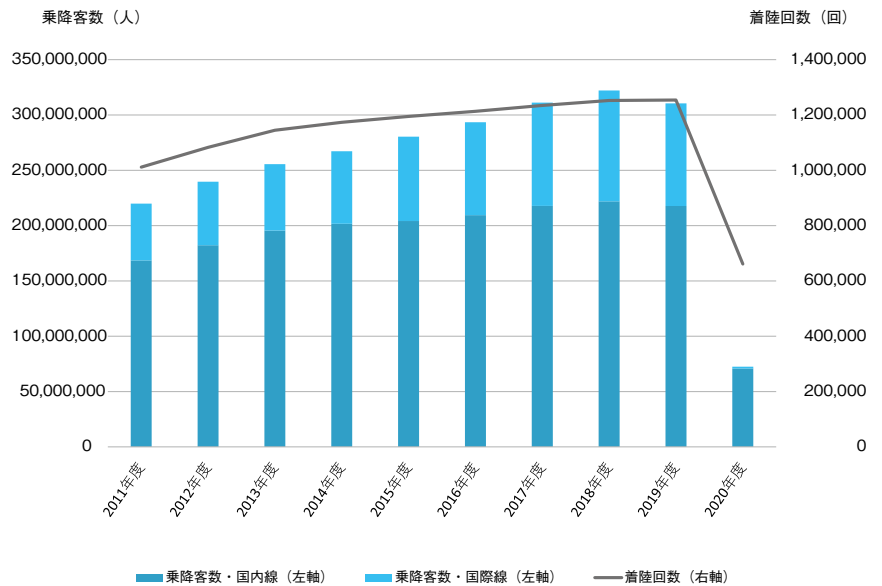
ここまで急速に拡大してきた空港コンセッション事業であるが、コロナ禍がその勢いを削いでしまうかもしれない。コンセッションかどうかに関わらず、空港事業そのものが、かつてないほどの需要減少に見舞われており、将来性に疑問を感じる向きも増えてきているためである(図表3)。

一方、運営中の空港コンセッション事業については、その社会的機能を維持するため、必要な支援をしっかりと行っていく必要がある。空港は社会・経済活動に不可欠なインフラであり、それはコンセッション方式で運営されている空港(コンセッション空港)でも同じだからである。

こうした中、政府は2020年7月7日、「PFI事業における新型コロナウイルス感染症に伴う影響に対する対応等について」という通達を出した。この通達はPFI事業全般を対象にしており、空港コンセッション事業に限ったものではないが、いくつかの重要な論点に対する政府見解を示したものとして注目される。

まず、新型コロナウイルス感染症が不可抗力にあたるかどうかという論点については、「新型コロナウイルス感染症の影響により通常必要と認められる注意や予防方法を尽くしても事業の設計・建設・維持管理・運営等に支障が生じるといえる場合は、基本的に「不可抗力」によるものと考えられます」とした。その上で、不可抗力発生時の対応として、「業

図表3 我が国の空港(拠点空港、地方管理空港、共用空港の合計)の状況



出所) 国土交通省、「暦年・年度別空港管理状況調査 (H23 ~ R2)」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

務内容の変更や不可抗力事由による合理的な損害又は増加費用の分担等対応方法について、管理者等とPFI事業者で協議を行うこと」や、「PFI事業契約に定めのない事項について解決しなければならない場合等に、当事者間で誠意をもって協議すること」と、まずは官民で協議を行うことが基本としている。

そして、この通達で筆者が最も注目したのは、「当事者間でその分担方法について協議を行うべき不可抗力による損害、増加費用等の中には、基本的に物件以外の損害等も含まれると考えられます」の部分である。これは、空港コンセッション事業で言えば、台風や地震などで滑走路やターミナルビルが損傷して使えなくなる物損こそが「不可抗力による損害」と考えられていたところ、新型コロナウイルス感染拡大による需要の減退も(つまり物損

がなくとも)「不可抗力による損害」に該当し得ると解釈でき、今後の不可抗力をめぐる議論に影響を与えそうである。

そして、同(2020)年10月28日、国土交通省は「コロナ時代の航空・空港の経営基盤強化に向けた支援施策パッケージ」を公表する。こちらは、多くの部分が航空会社向けの支援施策となっているが、空港会社向け、特にコンセッション空港に対する施策も含まれているのが特徴である。

そのコンセッション空港に特化した施策は、以下の3つ。中でも1点目は、先に述べた通達の「新型コロナウイルス感染症の影響は「不可抗力」によるものと考えられる」という見解を踏まえており、特に注目される。

■ コンセッション空港における契約上の履行義務の緩和(施設整備の後ろ倒し等)

契約上の義務となっている空港活性化投資の後ろ倒し等を柔軟に認めることにより、空港運営会社における当面の資金繰りの支援を実施する。

■ コンセッション空港(福岡・北海道)の資金繰りへの対応

経営改善や資金繰りの確保に向けた関係者の議論も踏まえ、国においても必要な対応を検討する。

■ コンセッション空港の空港運営事業期間の延長

空港運営事業期間の延長について、空港運営会社の申し入れに基づき協議する。

これらの他にも、「国税・地方税等の支払い猶予」や「雇用調整助成金による支援」、「国有財産使用料の支払い猶予」など、コンセッション空港を含む空港関連企業全体に対する支援施策が示されている(図表4)。

なお、国土交通省は昨(2021)年12月24日にも、令和4年度(2022年度)予算案が閣議決定されたこと等を踏まえ、新たに盛り込んだ施策等を「コロナ時代の航空・空港の経営基盤強化に向けた支援施策一覧」として取りまとめ、公表している。この中で、コンセッション空港に特化した支援施策は、以下の4つであった。

■ 契約上の履行義務の緩和(施設整備の後ろ倒し等)

契約上の義務となっている空港活性化投資の後ろ倒し

等を柔軟に認めることにより、空港運営会社における当面の資金繰りの支援を実施する。

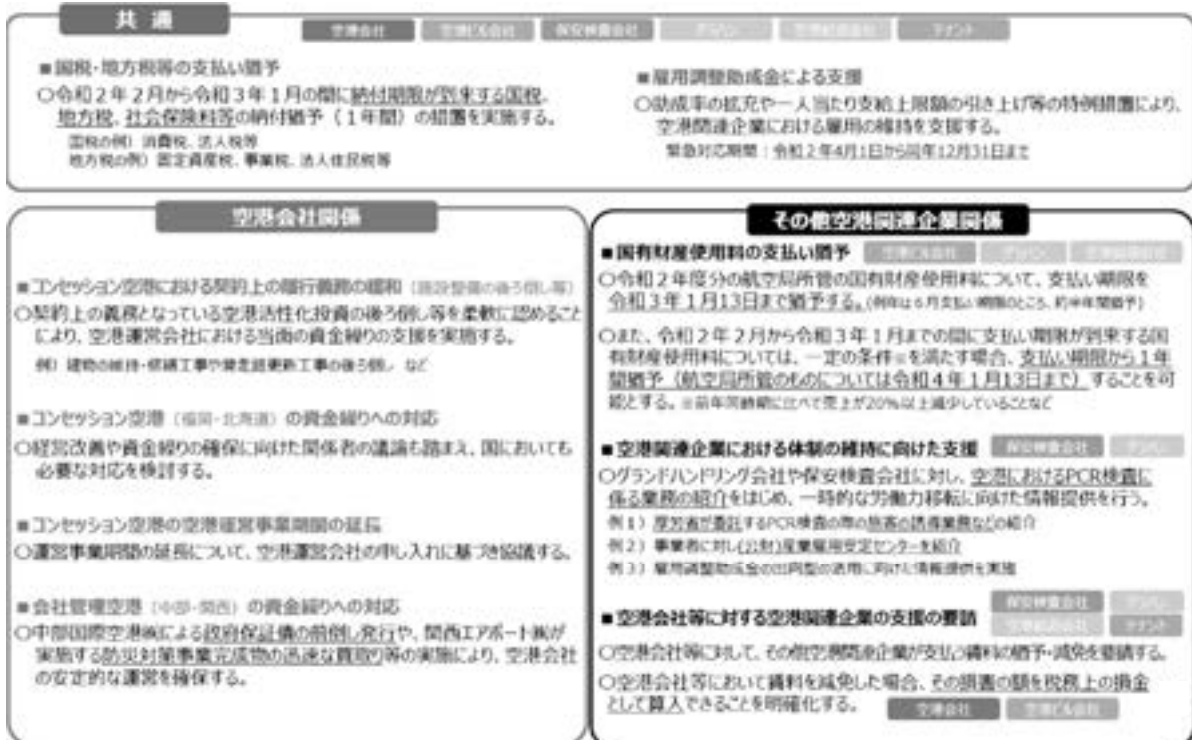
■ 運営権対価分割金の年度越え猶予(北海道・福岡)

令和2・3年度に支払い期限が到来する運営権対価分割金の支払いをそれぞれ2年間猶予し、加えて、令和4年度分についても年度越え猶予(令和5年度から5年分割払い)を行う。

■ 空港運営事業期間の延長

空港運営会社からの申し入れに応じ、空港運営事業期間をさらに1年(通算2年)延長する。今後の航空需要の回復状況等及び空港運営会社からの申し入れを踏ま

図表4 航空ネットワークの基盤を支える空港関連企業の維持・強化を支援するための施策



出所) 国土交通省、「コロナ時代の航空・空港の経営基盤強化に向けた支援施策パッケージ(参考資料)」(2020年10月28日)

え、さらなる期間の延長について協議する。

■ **空港施設の整備に対する無利子貸付**

空港運営会社が実施する、滑走路、灯火その他空港の機能を確保するために必要な空港施設の整備に対し、無利子貸付を行う。

コロナ禍は、空港コンセッション事業の拡大にブレーキをかけるかもしれない。それでも、これらの通達や支援施策から見えてくる、(民間に運営を任せたとはいって)コンセッション空港を見捨てることはないという政府の姿勢は、空港分野のみならず、コンセッション事業全体の推進に大きな安心感を与えること

だろう。

今回は、コロナ禍が生んだ新しいビジネスを紹介しつつ、空港コンセッション事業のビジネスモデルを再考してみたいと思う。

参考文献

内閣府 民間資金等活用事業推進室 第27回PFI推進委員会計画部会、資料「新たな目標設定における検討事項」(2021年10月15日)  
 内閣府 民間資金等活用事業推進室 第27回PFI推進委員会計画部会、資料「新たな目標設定における検討事項(参考資料)」(2021年10月15日)

三井住友トラスト基礎研究所HP、「国内コンセッション事業データベース」([https://www.smtri.jp/market/infra\\_ivst/](https://www.smtri.jp/market/infra_ivst/))  
 ARES不動産証券化ジャーナル Vol.27, 2015 September-October、福島、「空港事業の民営化とコンセッション方式② ～国内での検討の系譜～」  
 民間資金等活用事業推進会議、「PPP/PFIの抜本改革に向けたアクションプランに係る集中強化期間の取組方針について」(2014年6月16日)  
 内閣府 民間資金等活用事業推進室、「PPP/PFI推進アクションプラン」(2016年5月18日)  
 内閣府 民間資金等活用事業推進室、「PPP/PFI推進アクションプラン(平成29年改定版)」(2017年6月9日)  
 内閣府 民間資金等活用事業推進室、「PPP/PFI推進アクションプラン(平成30年改定版)」(2018年6月15日)  
 内閣府 民間資金等活用事業推進室、「PPP/PFI推進アクションプラン(令和元年改定版)」(2019年6月21日)  
 内閣府 民間資金等活用事業推進室、「PPP/PFI推進アクションプラン(令和2年改定版)」(2020年7月17日)  
 内閣府 民間資金等活用事業推進室、「PPP/PFI推進アクションプラン(令和3年改定版)」(2021年6月18日)  
 国土交通省、「空港分布図」(2021年4月1日)  
 国土交通省、「空港別収支の試算結果について<令和元年度>」(2020年12月21日)  
 成長戦略会議 第2回PPP/PFI等に関するワーキンググループ、「議事要旨」(2021年9月6日)  
 第7回成長戦略会議、「竹中氏提出資料」(2021年2月17日)  
 第7回成長戦略会議、「開催要領・議事要旨」(2021年2月17日)

内閣府通達、「PFI 事業における新型コロナウイルス感染症に伴う影響に対する対応等について」(2020年7月7日)  
 国土交通省、「コロナ時代の航空・空港の経営基盤強化に向けた支援施策パッケージ」(2020年10月28日)  
 国土交通省、「コロナ時代の航空・空港の経営基盤強化に向けた支援施策パッケージ(参考資料)」(2020年10月28日)  
 国土交通省、「コロナ時代の航空・空港の経営基盤強化に向けた支援施策一覧(概要)」(2021年12月24日)  
 国土交通省、「コロナ時代の航空・空港の経営基盤強化に向けた支援施策(参考資料)」(2021年12月24日)

ふくしま たかのり

早稲田大学大学院ファイナンス研究科修了(MBA)。国内証券会社や外資系投資銀行での勤務を経て、現在は PPP・インフラ投資に係るコンサルティング、リサーチ業務に従事。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「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」委員など歴任。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「インフラ投資 PPP/PFI/コンセッションの制度と契約・実務」(日経 BP・共著)、「よくわかるインフラ投資ビジネス」(日経 BP 社・共著)など。

## 第49回

ポストコロナ時代の商業施設  
～これからの商業施設のトレンドと課題～

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  
主任研究員

## はじめに

不動産証券化協会が発表している「ARES J-REIT Databook」の運用資産額(ポートフォリオ)データによると、令和3年11月末時点の商業保有物件の取得価格合計は約3.5兆円と、オフィス(約8.5兆円)、物流(約4.0兆円)に次ぐ第3位となっている。全取得価格(約21.1兆円)に占める商業保有物件の割合は16.6%で、新型コロナウイルス感染症の世界的流行前の2019年末時点における17.6%より若干減少はしているものの、商業店舗が不動産投資・融資における重要なアセットであることに変わりはない。

ザイマックス不動産総合研究所(以下、ザイマックス総研)では、日

本の商業施設の変化を長期の時間軸で、時系列・多面的に捉え、「近未来の商業施設」のベースとなるトレンドについて考察したレポート「これからの商業施設を考える」を2019年12月に公表した。これは世の中と不動産の動きを正しく把握するためにザイマックス総研が過去2回公表した「不動産リアルトレンド」の商業施設版ともいべきレポートである。

その後、2020年に発生した新型コロナウイルス感染症による世界的なパンデミックは日本にも甚大な影響を与え、商業施設においても休館や営業時間短縮などが求められた。一方で、ワクチン接種や治療薬の開発などが進み、コロナ収束後を見据えた議論も始まっている。そこで、ザイマックス総研は、コロナ禍を経

験したことにより大きく変化した社会情勢や消費者行動・価値観を受けて、ポストコロナ時代(コロナ収束後2～3年程度)の商業施設のあり方がどう変わっていくか、トレンドや課題を整理したレポート「ポストコロナ時代の商業施設を考える」を2021年12月に公表した。本稿はその内容を要約したものであり、全文はザイマックス総研のホームページから参照されたい。

([https://soken.xymax.co.jp/2021/12/22/2112-future\\_retail/](https://soken.xymax.co.jp/2021/12/22/2112-future_retail/))。

1. 商業施設を取り巻く  
5つの環境変化

ザイマックス総研では、早稲田大学石田航星研究室と共同で、商業

事業者(以下、事業者)に対するアンケート調査を定期的に行っている。**【図表1】**は、2020年・2021年に実施した「コロナ禍における店舗戦略に関する実態調査」のうち、ポストコロナ時代の商業施設に影響を与える社会情勢およびコロナ禍を経験したことによる消費者行動・価値観の変化について事業者に聞いた結果をまとめたものである。

本章では上記アンケート結果に基づき、コロナ禍における商業施設を取り巻く環境変化について、(1)人口動態の変化、(2)人手不足、(3)テクノロジー、(4)サステナビリティ、(5)ワークスタイル・ライフスタイルの変化の5つのポイントにわけて整理する。

(1) 人口動態の変化

総務省「国勢調査」および国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計(全国推計)2018(平成30)年推計」によると、世帯主が65歳以上である世帯数の比率は2000年では24%、2015年は36%と増加し、2025年には39%になると推計されている。言い換えると、世帯主が生産年齢人口にあたる世帯数の比率は減少し続けることとなる。

上記データおよび総務省「国勢調査」をもとに、世帯主の年代別到家計消費支出のボリュームを算出したものが**【図表2】**である。これによると、団塊の世代が50歳代であった2000年の時点で全消費支出に対する世帯主50歳以上の比率は55%と半数を超えており、その後も上昇傾向は続き、2025年には65%になると想定される。

【図表1】 社会情勢、消費者行動・価値観の変化 (2020年:n=515、2021年:n=283)

社会情勢の変化

		2021年	2020年
1	新型コロナウイルス感染症の影響の長期化	85%	85%
2	少子高齢化、人口減少、人口の都心部集中	81%	81%
3	人手不足	79%	79%
4	物流費などのコスト増加	72%	66%
5	自然災害(地震、台風、洪水)の増加	65%	70%
6	Eコマース(ネットショッピング)の進展	53%	50%
7	テレワーク、在宅勤務など働き方の変化	49%	47%
8	AI(人工知能)や5GなどのIT技術の進歩	46%	45%
9	若年層、高齢層の車離れ	45%	45%
10	外国人旅行者の減少	29%	24%
11	シェアリングエコノミーの進展	24%	28%

※「影響がある」と回答した事業者の割合

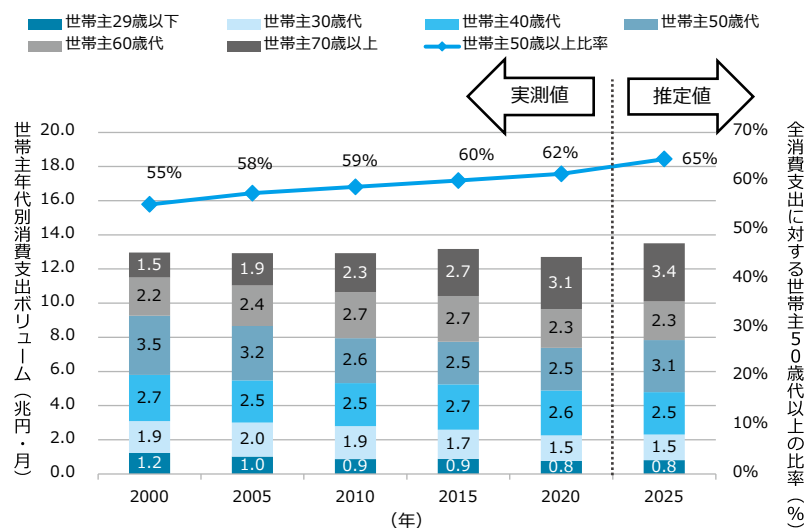
消費者行動・価値観の変化

		2021年	2020年
1	巣ごもり消費の増加傾向が続く	73%	85%
2	テレワーク(在宅勤務など)が今後も拡大	64%	83%
3	ライブコマース(※1)の利用者が増える	63%	65%
4	消費者のSDGsを意識した行動が増える	61%	35%
5	都市部郊外の店舗利用が増える	60%	65%
6	ドライブスルー型の店舗ニーズが増える	57%	68%
7	商業施設・店舗でのシェアオフィス利用が増える	57%	55%
8	国内旅行に伴う消費が増える	49%	34%
9	地方への移住者が増える	49%	52%
10	買い物での公共交通機関利用が減る	47%	65%
11	品揃えや価格よりも混雑情報など新型コロナ対策重視の顧客が増える	41%	51%
12	東京への一極集中が進む	11%	7%

※「そう思う」「ややそう思う」と回答した企業の合計割合

※1: タレントやインフルエンサーがライブ動画を配信し、視聴者はリアルタイムに質問やコメントをしながら商品を購入できるという新しいEコマースの形

【図表2】 世帯主(総世帯)の年代別家計消費支出ボリューム



(出所) 総務省「国勢調査」「家計消費支出」および、国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計(全国推計)2018(平成30)年推計」よりザイマックス不動産総合研究所作成  
 ※2025年の消費支出ボリュームはビフォーコロナ時の2019年「家計消費支出」実績にて算出

## (2) 人手不足

ビフォーコロナ時代は多くの商業施設・店舗が慢性的な人手不足の状況にあったが、ひっ迫していた労働市場はコロナ禍で一変した。緊急事態宣言やまん延防止等重点措置の断続的な発出により特に大きなダメージを受けた飲食業や娯楽業などでは、休業・営業時間の短縮による就業制限や自宅待機を余儀なくされ、廃業や倒産による失職も発生している。

一方、人手不足感の推移について帝国データバンクが実施した「人手不足に関する企業の動向調査(2021年7月)」によると、飲食店(非正社員)の人手不足感は2019年7月調査では約80%で、2020年7月調査では約39%と半減したものの、2021年7月調査では約56%と上昇してきている。感染者の減少による経済活動の再開に伴い、商業施設・店舗、ホテルなどにおいて、人手不足が再び事業に影響を及ぼす深刻な問題となってきている。

## (3) テクノロジー

金融: FinTech(フィンテック)、不動産: PropTech(プロップテック)、小売: RetailTech(リテールテック)といったX-Tech(クロステック)がビフォーコロナ時代から登場しており、ほかにも様々な分野でビジネスとテクノロジーの融合が進んでいる。

これらは単にアナログだった業務やサービスにデジタルを取り入れること(デジタルシフト)ではなく、ビジネスモデルや社会の変革を促し、

あらゆる面でより良い方向に変化させること(デジタルトランスフォーメーション=DX)である。コロナ禍を経験し、社会情勢やニューノーマル(新しい生活様式)における消費者行動の変化に対応するためのテクノロジーの進化は、よりスピード感が加速している。

## (4) サステナビリティ

地球の環境問題が深刻化するなか、サステナブル(持続可能)な社会の実現を目指す動きが世界的に広まっている。2015年に国連で採択されたSDGs(Sustainable Development Goals: 持続可能な開発目標)は、地球上の「誰一人取り残さない」ことを目指し、途上国と先進国が一丸となって、2030年までに持続可能な社会を実現させるための17の国際目標である。

これらの目標の達成を、金融や投資の側面から支援する手法として「ESG投資」があり、2020年の世界での投資額は35兆ドルを超える規模となっている。企業の事業活動においては、自然環境問題だけでなく、人権、強制労働、ハラスメント、性別・人種による差別といったものがないかといったことも問われている。サステナビリティ(持続可能性)への取り組みが不十分な企業は、事業の継続的發展が難しくなる時代に移行しつつあるといえるだろう。

消費者のSDGs認知度も上昇してきている。その背景としては、今回のコロナ禍によるパンデミック、近年の気候変動、貧困問題などを実際に目の当たりにし、自分事として

「今後、何をしていくべきなのか」を考える消費者が増加していることが考えられる。

また、ここ数年、自然災害の脅威は増大しており、BCP(事業継続計画)への関心が高まっている。コロナ禍での対応を踏まえ、感染症を想定したBCPのブラッシュアップが求められている。

## (5) ワークスタイル・

### ライフスタイルの変化

コロナ禍による2020年4月の第1回緊急事態宣言発出に伴う政府の企業に対する在宅勤務要請は、いわば、テレワークの大規模な社会実験となり、多くの企業がテレワークを経験する大きなきっかけとなった。今後のオフィス戦略についても、メインオフィスとテレワークを組み合わせる「ハイブリッド型」が主流になっていく。

テレワークやリモート授業などの普及により、消費者の「おうち時間」が増加した。その結果、今までリアルでしか考えられなかった(それが当たり前だった)様々なサービスや体験が、コロナ禍をきっかけにオンライン化され、「巣ごもり消費」の増加につながっている。ポストコロナ時代においても、消費者がその利便性・快適性を放棄するとは考えにくく、巣ごもり消費はコロナ禍による一時的なものにはならないと推測される。

## 2. これからの商業施設の5つのトピックス

コロナ禍を経験した商業施設は、

前章で確認した社会情勢や消費者行動・価値観の変化の影響を受け、それらに対応するためのスピード感を持った変化・進化が求められており、その巧拙によっては、商業施設の優勝劣敗がより短期間で顕在化していく可能性がある。

本章ではコロナ収束後2～3年のポストコロナ時代の商業施設におけるトレンドや課題について、(1)より消費者に近いところへ、(2)進化するリアル店舗の使い方・使われ方、(3)ショッピングプロセスのデジタル化、(4)実感できるサステナビリティ、(5)柔軟なビジネスモデルへの転換の5つのトピックスにわけて考察していく。

### (1) より消費者に近いところへ

前章で確認したテレワークの普及による巣ごもり消費の増加など、消費者行動の変化によって、コロナ禍の初期から都心型立地の商業施設は郊外型立地の商業施設よりも、売上高や客数の面で苦戦している状況にあり、二年近く経過した現在においてもその傾向は大きくは変わっていない。

こうした状況において、商業施設・店舗が重視する立地が住宅地にシフトする傾向がみられている。特に飲食業では、イートイン売上高の減少を補うためにテイクアウトおよびデリバリーを開始した事業者が多く、「ラストワンマイル」を制し競合優位性を確保するため、消費者に近い、消費者が多い立地への出店が鍵となる。

また、飲食業ではキッチンカー、

食品スーパーやコンビニエンスストアなどでは移動販売車の活用、アパレルでは企業に出向いてオーダースーツ出張採寸など、販売チャネルを多様化し、顧客接点の場を増やしていく取り組みは今後も活発化していくものと思われる。

コロナ禍で、安全・安心な移動手段として自家用車の有用性が再確認された。車でのアクセスが相対的に悪く、駐車台数が少ない駅前・駅近の中規模商業施設の不動産をどのように利活用していくかが今後の課題になっていくと思われる。

### (2) 進化するリアル店舗の

#### 使い方・使われ方

ここ数年、多くの事業者がリアル店舗を商品の認知やブランド体験の場にシフトさせていく動きがみられ、ポストコロナ時代のトレンドの1つになっていくと思われる。このような、消費者に新たな価値を提供するリアル店舗の普及とともに、「リテールテイメント」や「ショールーミング」といった概念も広がってきている。リテールテイメントはリテール(小売)とエンターテイメント(娯楽)からなる造語で、リアル店舗で商品やサービスを買う以外の役割として、「その店でしかできない体験」という価値を提供することを指す。ショールーミングはリアル店舗で商品を実際に確認してから、Eコマースで購入するスタイルであり、今後は「商品売らないテナント」が増加していくと考えられる。

こうしたトレンドのなかで商業施設が抱える課題の一つとして、賃

料設定の形態があげられる。従来、百貨店は「消化仕入れ」、ショッピングセンターでは「歩合賃料」などの契約形態が用いられてきた。これらはインターネット経由の売上高がトレースできないと、その分を賃料に反映させることができない。この課題に関して、現状ではデベロッパーごとに対応方針が異なっており、中長期的な賃料設定のスタンダードがどのような形態になっていくのかを見通すことはまだ難しい。

コロナ禍で新たに出てきた巣ごもり消費という消費形態は、ポストコロナ時代になっても残ると推測される。家計消費支出が伸び悩むなか、巣ごもり消費とリアル店舗での消費は基本的にはトレードオフの関係となるため、商業施設はポストコロナ時代にむけて、**巣ごもり消費とリアル消費を共存させるべきもの**と捉え、双方にアプローチしていく戦略が必要になるとと思われる。

リアル消費につながる切り口の一つとして、これからは商業施設が消費者にとって「**サードプレイス(3番目の居場所)**」(ファースト：自宅、セカンド：会社・学校など)となる戦略を強化していくことがあげられる。サードプレイス化するためには、目的に応じて商業施設を使い分ける消費者に、ショッピングのみならずその施設にわざわざ行く目的・価値をいかに数多く提供できるかが課題となる。具体的には、「癒し・くつろぎ・開放感・人とのつながり・安心・安全・体感・体験・共感・情報発信・利便性・健康増進・生涯学習」などがキーワードとなる。

### (3) ショッピングプロセスの デジタル化

多くの商業施設・店舗におけるDX戦略への取り組みの実態はいまだ「黎明期」、「試行錯誤」の段階にある。その背景としては、デジタル・ITの進化は日進月歩であること、DXの領域自体がかなり広範であること、また、DXを推進するためのIT人材が絶対的に不足していることなどが挙げられる。ここでは、ショッピングプロセスのデジタル化に関するいくつかのキーワードを考察する。

近年、コロナ禍における非接触ニーズに対応するため、会計業務の省力化(あるいは無人化)のような、リアル店舗におけるスマートストア化の取り組みが広がっている。その目的は人手不足を解決し生産性向上を図ることだけではなく、消費者に新たなCX(顧客体験)を提供し、CS(顧客満足度)・ES(従業員満足度)の向上につなげていくこと、かつ、様々なデータを集積・分析し今後の戦略策定に活用することでより魅力のある店舗づくりを進めていくことにある。

ここ数年、企業がSNSを活用して消費者と接点を持つようになってきている。SNSを活用した販促事例としては、PRマンガ(TwitterやInstagram上で漫画家などに商品の使用感を漫画にしてもらい、広告とするもの)や、TikTok売れ(日経トレンドの2021年ヒット商品ランキングで1位となった、TikTokで動画紹介された商品が売れること)などがあり、従来の販促広告に取って

代わる可能性を秘めている。今後、メタバース(オンライン上に構築された三次元の仮想空間)の進展によりVRコマースも普及していくと考えられる。

Eコマースの進展は、ラストワンマイルのあり方を多様化させた。コロナ禍により米国発の「BOPIS(Buy Online Pick-up In Store)」とよばれるサービスが様々な業種・業態で普及してきている。Eコマースはもはやリアル店舗の売上高減少を補う単なる補完機能ではなく、オンラインとオフラインを融合させ、個々の消費者に最適なサービスを提供することで、**新たなCXの提供とCSの向上**を目指すための重要な戦略の一つとして検討していく必要がある。

コロナ禍で飲食業と同様に大きな影響を受けた娯楽・エンターテインメント業界においては、今後、ITを徹底的に活用したDXの進化が求められる。そのために重要なのが、**5Gの普及**である。今後は商業施設においても、遠隔地でのイベントに直接参加しているかのような臨場感を味わえるエンターテインメント体験を提供することができるかもしれない。

### (4) 実感できるサステナビリティ

SDGsが定義されて以降、サステナビリティは商業施設においても大きな課題となった。また、コロナ禍を経験して消費者のSDGs認知度が上昇してきている。2021年には中国新疆ウイグル自治区の強制労働の疑いが世界的に報道され、今後は

環境や人権など何らかの犠牲の上に立つ商品は購入しないと考える消費者が増加していくのではないだろうか。

さらに、不動産デベロッパーや大手小売業がパリ協定を契機に、気候変動に対応した経営戦略の開示(TCFD)、脱炭素に向けた目標設定(SBT)、使用電力を100%再エネで賄うことを目指す枠組み(RE100)などを通じた脱炭素経営に取り組む動きが進展している。ほかにも、大量生産・大量消費の現代社会に疑問を持ち「ごみをゼロにする」ことを目標に、できるだけごみを減らしていこうとするゼロ・ウェイストの取り組みも広まってきている。

これからの商業施設は、出店テナントや消費者がサステナビリティへの貢献を実現・実感できる施設へのブラッシュアップが課題となるであろう。

### (5) 柔軟なビジネスモデルへの転換

コロナ禍によって多くの事業者が不採算店舗の整理・統合を行い、消費者の人流の変化などの影響を受け、今後、地方都市のみならず都心部でも駅前・駅近にある商業施設の空床が増加していく可能性がある。そこに存在する「空間・スペース」を世の中の変化と当該物件の特性を考慮して、どのように活用するのが最も良いかを柔軟に考えていくことがポイントになるだろう。

築古化した商業施設のスクラップアンドビルドや用途変更は従来から行われているものの、「守り」ではなく「攻め」の店舗戦略として今後さ



らにその重要性は増加し、事例も増えていこう。また、立地によっては低層階が商業施設、上層階がオフィスや住宅などの複合型施設といった「不動産事業化」を志向する開発計画の増加が見込まれる。

今そこにある空間・スペースをどう活用するのが最善であるかを検討するために重要となるのは、テクノロジーをベースとした「情報の量・質・スピード」である。これからは、業種・業態、または商業・非商業の枠をこえて情報をミックスし、最適・柔軟にマッチングを実施していく「不動産情報のマッチングプラットフォーム」が必要となるだろう。また、ネットスーパーやコンビニの宅配など、店舗の「物流拠点化」も進むだろう。

近年「アクティブシニア」という言

葉があるように、平均寿命や健康寿命の延伸により、ライフスタイル、消費者行動・価値観は20世紀のシニア層と比べて活発化・成熟化・多様化してきている。また、若い世代もミレニアル世代が今後、40歳代となり、Z世代も結婚して家族を持つ年齢に差し掛かっている。

このような「顧客ニーズの変化」を把握することも重要であり、商業施設には従前とは異なる居場所、モノ、コト、サービスが求められていくだろう。

## おわりに

本稿執筆時点(2021年12月現在)では、日本国内における新型コロナウイルスの新規感染者数は落ち着いてはいるものの、新たな変異株発

生による第6波の到来も懸念されている。新型コロナウイルス感染症が季節性インフルエンザなどと同レベルのリスクとなるには、ある程度の時間が必要かもしれない。

しかし、諸外国と同様に日本も経済再起動に向けて舵を切っている。ポストコロナ時代の消費者に支持され、選ばれる商業施設であり続けるためには、加速する社会情勢や消費者行動・価値観の変化を正しく把握したうえで、柔軟に、スピード感のある戦略の進化・変革がより一層求められる時代となっていくだろう。

ザイマックス総研では、今後も商業施設や商業店舗に関する調査研究を続け、有益な情報を発表していくつもりである。

### なかやま よしお

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

### 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、ホテルの調査研究を担当。上智大学文学部卒業。

# インド不動産が関連する 売買・合弁開発・M&A等の プロジェクトの勘所

## —日本企業が押さえておくべき実務上の 法的留意点のダイジェスト



川村 隆太郎

森・濱田松本法律事務所  
シンガポール  
弁護士

### I. はじめに

日系企業は、2010年初頭以降の10年で、不動産に関連する開発・投資や海外事業展開といった分野で、タイ、インドネシア、ベトナム、マレーシア、フィリピンといった東南アジアの主要国において豊富な実績を積み上げてきた。これと比較して、インドに関しては、主に製造業等による工場の進出を別とすれば、上記のような日本企業による不動産に関する開発・投資等の事例はいまだ限定的であるといえる。2016年不動産規制開発法(The Real Estate (Regulation and Development) Act, 2016)に代表される法規制の整備やインドREITに見られる不動産証券化市場の発展によりインドの不動産ビジネスは急速に近代化が進みつつあり、インドの経済規模と今後の潜在的な成長力を考慮すれば、今後、日本企業による進出が本格的に増加することが見込まれる国の1つであるといえよう。

もともと、多様性溢れるインドビジネスにおける物事の見え方や背景にある商習慣・文化を理解するだけでもひと苦労であるといわれることが多い。また、法務面に関して、筆者は日本の弁護士として、アジアの様々な国々における不動産案件に携わっているが、それらの国々と比べても、インドの不動産関連のプロジェクトは、圧倒的に難解かつ複雑といっても過言ではない。

そこで本稿は、インドにおける不動産プロジェクト、すなわち、インドに所在する不動産の売買、不動産開発の合弁、不動産を保有する会社を対象とするM&Aを念頭に置き、取引にあたって日本企業が押さえておくべき実務上の法的留意点をいくつか概観する。具体的には、不動産の取得、不動産開発に関する合弁事業、現地法人による資金調達、不動産に関する販売・賃貸活動のそれぞれのプロセスにおけるポイントについて、できるだけ日本や他のアジアの国と対比しながら説明する。これらの

各プロセスは不動産開発の合併案件に典型的なものといえるが、後記Ⅱ.を中心に、不動産を保有する会社を対象とするM&Aや工場用地の取得等の不動産売買に関する取引にも共通する項目であることから、参考にして頂きたい。

なお、本稿は、2021年4月に発刊した拙著『インド不動産法制－理論と実践－不動産に関連する法制度一般から合併・M&A等のプロジェクトまで』(商事法務)を土台に、昨年行ったウェビナーの成果を加筆して作成したものである<sup>注1</sup>。

## Ⅱ. 不動産の取得

### 1. 不動産法制に関する基本的事項

#### (1) 土地に関する主な権利

インドにおける土地に関する主な権利は、freeholdとleaseholdである。前者は、土地に対する完全な法的所有権であり、その権利者は、土地をあらゆる合法的な目的のために使用することができ、いつでも譲渡することができる。後者は、一定の期間、賃貸人とのリース契約に基づき、排他的に土地を占有し使用することができる権利である。リース契約によって定められた一定期間が終了すると、leaseholdは土地の賃貸人の元に戻る事となる。当事者間の合意により権利の内容が定まるという意味では、日本でいう土地の所有権ではなく、土地の賃貸借に近い。もっとも、インド法上、leaseholdは「right in rem」(第三者に対して権利を主張できる権利)であると考えられており、単なる債権的な権利ではなく、日本法でいうところの物権的性格を合わせて持っている。実務上leaseholdは、freeholdと区別せずに土地のオーナーシップ(ownership)と呼ばれるこ

ともあり、「期限付き所有権」と捉えることが有用な場合もある。州法等による例外はあるが、基本的にはコモンローにおける不動産の権利に関する考え方が踏襲されている。

#### (2) 不動産登録制度

インドの1908年登録法(The Registration Act, 1908)上、不動産取引に関する一定の文書(譲渡証書や賃貸証書)の登録が義務付けられている。具体的には、100ルピー以上の価値を有する不動産に係る権利の譲渡、発生および消滅について、ならびに、1年以上の期間の定めを有する不動産賃貸借について、当該取引文書の登録が義務とされている。この点に関し、日本の不動産登記制度は、不動産登記簿(登記記録)において特定の不動産に関する権利関係および物理的現況を記載させ、その公示を通じて取引の安全を図ることを目的としている。これに対し、インドにおいては、上記のとおり、一定の取引文書そのものを「登録」する制度となっており、不動産の物理的現況および権利関係に関する情報が登録の対象として登録簿に記載されるものではない<sup>注2</sup>。その帰結として、インドでは、土地または建物ごとに一覧性を持った不動産登記簿が作成されるわけではなく、土地の権利関係を確認するには、不動産登録所に編綴・保管されている取引文書そのものを閲覧する必要がある。後記Ⅱ.3.でふれるが、インドにおいて土地の権利の「確からしさ」の確認を難しくしている事情であるといえる。近時、アメリカのようないわゆる土地権原保険に関する商品がインドにおいても見られるようになってきているが、実務的にはいまだ一般的ではないと理解している。また、インドの一部の州においていわゆるトレ

#### 注1

インドの法律実務については、一般的な会社の仕組み、M&A・合併契約や訴訟・仲裁等に関する留意点等、すでに多数の文献・講演があるため、本稿ではそうした事項は割愛し、上記のインドの不動産プロジェクトに特徴的な事項に焦点を当てて説明したい。会社の設立、M&A・合併については、小山洋平『インド企業法務 実践の手引き』(中央経済社、2016年)が詳しい。

#### 注2

日本の制度は一定の「情報」を帳簿に記録させ、それを土地権原の帰属等に関する法的根拠として扱うことから、「登記」という用語が馴染むのに対し、インドにおいては、「情報」ではなく「文書」そのものを土地権原の帰属等に関する根拠として扱うものであるため、本稿では「登録」という用語を用いている。

ンス・システム<sup>注3</sup>の導入が検討されているが、いまだ途上との理解である。

### (3) 不動産に関連する外資規制

アジアの大多数の国を俯瞰すると、不動産に関連する外資規制の内容は、大きく2つの類型に分けることができる。1つは、不動産の「取得」・「利用」に関する外資規制であり、外資企業による不動産の取得・利用に着目して、国土の有効利用や安全保障といった観点で規制を課すものである。もう1つは、不動産に関連する「事業」についての外資規制であり、内資企業の産業保護の観点から、事業の内容に着目して外資規制を課すものである。

インドの場合、上記の1つ目の外資規制については、大雑把に言えば、インド非居住者は制限されるが、(外資が入っているか否かを問わず)インド居住者は制限されないというルールとなっていることから、日系企業が土地の「取得」を現地法人や合弁会社を通じて行うのであれば、インド居住者に該当し、特段問題にならないことが多い。これに対して、上記の2つ目の外資規制に関しては、インド法上、「不動産業 (real estate business)」に対する外国直接投資が全面的に禁止されている。もっとも、その例外として、統合版FDIポリシー上、「建設開発プロジェクト (construction-development project)」<sup>注4</sup>および「工業団地 (Industrial Parks)」<sup>注5</sup>のカテゴリについては、一定の条件の下、外資100%まで自動承認ルートで外国直接投資が認められている。

分かり易く言い換えると、「取得」の観点では、日本企業は現地法人を用いる限り、100%子会社でも土地を取得できる。たとえば、製造業であれば、現地法人が土地を購入して工場を運営することができる。これに対し、「事業」の観点では、(製造業を行うことに外資規制はかからないが、)外資の入った現地法人が土地を使って「不動産業」を行うことは原則として禁止されているため、事業目的によっては制約が存する。もっとも、その例外として、「建設開発プロジェクト」および「工業団地」に該当するプロジェクトであれば、100%子会社でも行うことができる。

## 2. 土地売買手続の基本的な流れ

インドにおける土地売買手続の基本的な流れは、MOU (memorandum of understanding) 等の基本的合意書の締結から、前払金の支払、土地のデューデイリジェンス (次項Ⅱ.3.参照)、土地売買契約 (agreement for saleまたはagreement to sell) の締結、一定の条件成就をもってクロージング (残代金の支払と引き換えでの、土地譲渡証書 (sale deedまたはconveyance deed) の締結・登録、土地の引渡し) というものである。若干のバリエーションはありうるものの、上記は概ねインドにおける民間土地の取得手続として一般的なものであり、読者には、日本や他のアジアでも概ね共通するものとの印象を抱く方も多と思われる。

理解しておく役立つこととしては、インドにおける agreement for sale と sale deed の違いである。

#### 注3

トレンス・システムとは、当初オーストラリアで採用された近代的な土地登記制度であり、一般に、登記上の権利者が真正な権利者であることを国が保障する制度といわれ、過去の権利移転のすべてを確認しなくとも現在の所有者を確認できる点に特色を持つ。前近代における土地の権利を記録・管理する制度においては、土地売買契約といった取引文書が登記所に提出・編纂される仕組みがとられ、土地を取得しようとする者が売主が真正な権利者であることを確認するには、全ての権利移転の連鎖を確認する必要があり、労力、時間と費用がかかる点が問題視されていた (上記に見たとおり、インドはこのような問題が日態依然として残っている状況と思われる)。トレンス・システムは、このような労力、時間と費用を解消するために考案されたと言われている。Barlow Burke, REAL ESTATE TRANSACTIONS, 217頁-218頁、Tan Sook Yee & Yang Hang Wu, PRINCIPLES OF SINGAPORE LAND LAW, 263頁-265頁参照。

#### 注4

統合版 FDI ポリシー上、「建設開発プロジェクト (construction-development project)」には、タウンシップの開発ならびに住宅・商業施設、道路、橋梁、ホテル、リゾート、病院、教育機関、レクリエーション施設、都市・地域のインフラおよびタウンシップの建設が含まれる。

#### 注5

「工業団地 (Industrial Parks)」については、統合版 FDI ポリシーにおいて詳細な定義がある。

すなわち、後者は、登録・土地の引き渡しと引き換えに、土地売買代金を支払うという売買そのものを法的効果として実現するものであることから、1908年登録法上の登録義務のある取引文書となりえ、4か月間の登録期限に服する。これに対して、前者は、一定の契約条件が満たされることを条件に、sale deedの締結を約束するものであり、いわゆる“agree to agree”に関する契約という意味で売買の予約に近いように思われる。そのため、1908年登録法上の登録義務のある取引文書には該当せず、登録期限はない。sale deedは一旦締結してしまうと登録期限の時計の針が回り始めてしまうことから、取引の実行前提条件にある程度時間がかかるものが含まれる場合は、agreement for saleを先に締結することが一般的な実務となっている。

### 3. 土地権原に関するデュー・ディリジェンス

日本や他のアジアの国と比較して、インドだと特に手間と時間がかかりうるものが、土地権原に関するデュー・ディリジェンス(title due diligence。以下「土地DD」という。)である。上述したインドの不動産登録手続の制度を踏まえると、本来、調査の対象となる土地の権利について確認するには、その原始的な取得者から現在の権利者(であると主張する者)まで連綿と続く全ての権利移転の連鎖に不備や異常性がないことを確認する必要があることから、理屈上、その土地に関して登録された取引文書の全てを過去に遡って確認しなければならないこととされている。これがインドの土地DDの最大の特徴であるが、詳細は多岐に及ぶため、紙面の制約上、本稿では簡略ながら以下にポイントを記載する。

①土地DDの目的は、上述したインドの不動産登録制度の仕組みや、インドでは二重譲渡の判断基

準が売買文書の登録時点ではなく売買証書の締結日付であることを念頭に、土地の権利移転が過去から現在まで一本で間断なく続いているか、権利を主張しうる第三者の可能性等を示す異常フラグがないかを確認するものといえる。

②土地DDをサポートする専門家のチームングとしては、物件所在地の言語・実務が分かるローカルの専門家を配置する必要がある。株式譲渡契約や合弁契約等の交渉・書面作成を担うディールチームが土地DDをまとめて担うこともあるが、ディールチームに物件所在地の言語・実務に精通したものがいないことも珍しくなく、別途ローカルの専門家を起用することも珍しくない。

③土地DDにおける確認書類については、種類が多岐に渡るため、メリハリをつけて文書の意義を理解することが、土地DDにおける判明事項および想定する取引へのインパクトを理解する上で重要であるといえる。

④調査対象期間については、実務上は通常30年と言われている。上述したとおり、インドでは、理屈上、その土地に関して登録された取引文書の全てを過去に遡って確認しなければならない。もっとも、通常はそのような文書の量は膨大であることから、そのようなやり方をとることは時間的にも費用的にも非効率であり、また、非現実的である場合が多い。そこで、インドでは、ある種の実務的な妥協として、過去の文書全てではなく、一定の合理的と思われる期間に絞って調査することが一般的である。そして、そこで遡る期間としては、過去30年分ということがよく言われる<sup>注6</sup>。状況に応じて50年や60年に伸ばすことを検討することがある。

⑤土地DDに要する期間については、日本や他のアジアと比較すると、文書の種類も量も多いので時間がかかる。ディールのクロージングに向けて、土

#### 注6

過去30年分という数字のもっともらしい法的な根拠として、現地弁護士からよく挙げられるのは、1872年証拠法や1963年主張制限法の規定であるが、説明し切れていない印象である。

地DDについての初動とスケジューリングが重要であるといえる。

⑥土地DDにより顕出される問題点の例と対処法については、問題の内容ごとに個別に検討が必要となる。一般論としては、発見された問題点ごとに、治癒が可能であれば、時間軸と深刻度に応じて、可能であれば取引実行前に、難しい場合は取引実行後に治癒を図る、そもそも治癒が難しい場合は時効制度の適用によってリスクの度合いを判断するといったように、1つずつ対処していく地道なプロセスとなる。問題点の例としては、前主との売買証書が見あたらず土地の権利が売主に帰属していることを確認できなかったり、税務関係の公的記録に記載されている地番や面積の数字が不動産登録所に保管される取引文書と異なるといったことがあり、他にも様々なケースがありうる。

### Ⅲ. 合併事業

日系企業がインドにおいて合併で不動産開発を行う場合、多数の法的な論点が問題となるが、その法的留意点についていくつか例を示すと以下のとおりである。

#### 1. ストラクチャーに関する検討

日系企業による合併会社への出資比率という観点では、上記Ⅱ.1.(3)のとおり、「建設開発プロジェクト」または「工業団地」に該当するか否かを検討する必要がある。また、「建設開発プロジェクト」に該当する場合、一定のロックイン期間が存するため、その期間中はインド居住者に対するプロジェクト持分の譲渡が制約される。また、いわゆる価格規制ガイドラインが適用され、一定の公正価値を下回る金額でインド居住者に対する株式譲渡が制約される。このような合併からのエグジットに対する制約となりうる点を洗い出して、ストラクチャーおよびエグジットプランを検討しておく必要がある。

また、インドにおいては、1つまたは複数のプロ

ジェクト会社をぶらさげるような持株会社 (holding company) を設立することができるかという点については、インド法上の外資企業による Investing Company (投資会社) への投資に関する規制が問題となる。

さらに、外資企業が現地で合併プロジェクトに関連する業務を行うためインド国外から出張ベースで人員を派遣できるかという点については、インドにおける入国・就労許可 (ビザ) および Doing Business 規制について確認しておく必要がある。

#### 2. 合併契約に関する交渉

##### (1) 合併会社のガバナンス

インドの不動産開発の合併契約において、他の国と同様、合併会社の経営・組織上の重要事項や組織再編等のコーポレートアクションについて全会一致事項を定めることは実務上一般的であり、インド法上もそのような契約の定めは基本的に有効であると考えられている。そして、こちらがマイノリティの立場であれば、そのような全会一致事項は、合併会社の事業運営をモニタリング・監督する上で特に重要といえる。

全会一致事項にすることが考えられる具体的な項目としては、①定款変更・組織再編といった2013年会社法上の株主総会決議事項、②資本政策・借入等取締役会決議事項と考えられている事項に加え、不動産開発を目的とする合併会社の文脈では、③事業計画や予算の策定・変更、④重要な資産の取得・処分、⑤建設契約、⑥不動産の開発・管理等に関する業務委託契約および⑦在庫としての完成不動産の販売・リース契約の締結・変更・終了、⑧一定額以上の資本金費用の出捐といった事項である。日系企業の立場からは、事業運営の機動性・円滑さにも配慮しながら、特にマイノリティ株主となる場合には、適切なレベルのモニタリングを及ぼせるようバランスをとることが重要であるといえる。また、上記のような全会一致事項の法的な効力を強める観点から、合併会社の定款にも反映することが

一般的である。

## (2) その他の事項

(他のアジアの国でも見られるが、)不動産デベロッパーは創業者オーナー・一族により経営されるケースが多く、Exitを含むプロジェクトの売却の場において競合事業者への売却を嫌う。そのため、「競合事業者」の定義を巡って議論が過熱し易い傾向がある。

また、近年の贈賄防止実務の発展を受けて、日本企業には合弁契約等に贈賄防止条項を入れることをコーポレート・ポリシーとしている会社が多い。他方で、物件所在地における許認可や不動産業界の実務を念頭に、インド企業から、贈賄防止条項の削除または限定を求められることがある。厳しい交渉ではあるが、日本企業で応諾可能な着点を見出すべく、インド企業側の懸念を粘り強く聴取して交渉することが重要である。

## IV. 現地法人による資金調達

合弁会社が不動産開発プロジェクトを行うには、それに必要な資金を調達する必要がある。もっとも、インドにおいては、合弁会社の株主に外資企業が含まれる場合、外資企業による資金の提供に関し、様々な法的な制約が存在する。したがって、十分な資金を調達できるよう、キャッシュフローを計画する際には、そのストラクチャーについてもあらかじめ慎重に検討する必要がある。

まず、外国からの普通株式の引受など資本金性の資金については、2017年FEMA規則に基づく統合版FDIポリシーにより規律される。他方で、外国が

らの借入を含む負債性の資金については、いわゆる対外商業借入(external commercial borrowing)と呼ばれ、2000年外国為替管理(外国為替における借入)規則(Foreign Exchange Management (Borrowing or Lending in Foreign Exchange) Regulations)(以下「2000年外貨借入に関するFEMA規則」という。)等が適用され、それらに定められた様々な規制を遵守する必要がある<sup>注7</sup>。都度公表される指針と併せてECB規則と呼ばれ、借入人・貸付人の資格、借入の金額・期間、資金用途、総コスト上限等の様々な条件を定めているが、中でも借入人適格や資金用途の制約により、一定の例外を除き、対外商業借入について不動産開発を目的として用いることはできないことが多い。

日系企業の場合、資金調達方針として日本またはその他の海外拠点からインドの合弁会社に対して株主ローンを検討することもあると思われるが、上記の制約により、通常、合弁会社の資金調達手段として、株主ローンを選択肢とすることができないことが多い点、留意が必要である<sup>注8</sup>。

このように、合弁会社に対して、株主である日系企業がローンを提供しようとする場合、対外商業借入に該当し、ECB規則の適用を受ける。物流施設・ホテル以外の不動産開発プロジェクトについては、外国株主が株主ローンを検討することは現実的ではないことから、株主が負債性の資金を提供しようとする場合の代替手段としては、一般的に全額強制転換条項付社債(fully compulsorily and mandatorily convertible debenture, CCD)がよく用いられる。私募引受による上場非転換社債(listed non-convertible debenture, NCD)も一定の場合には発行可能であるが、当局への登録の負担がある

### 注7

ECB規制の詳細については、前掲・小山66頁以下を参照されたい。外国為替管理に関する政策は動きも早く変更も頻繁であるため、ECB規則については、都度、現地の専門家に最新の情報を確認する必要がある。本文の記載は概括的な事項を説明するものであり、都度アップデートが必要なものとして理解されたい。

### 注8

筆者の経験上、東南アジアの主要国のうち、不動産開発プロジェクトで外国株主からの株主ローンが制限される国としては、たとえば、ベトナムにおける住宅開発案件を挙げることができるが、その他の国ではオフショアからの株主ローンに関してそこまで大きな法的な制約は課されていないことが多い。日系企業からすると、出資のみならず株主ローンも問題ないと思込みがちなポイントでもあるため、留意されたい。

ため、そこまで一般的ではないようである。

## V. 不動産に関する販売・賃貸活動

### (1) 不動産仲介に関する許認可

合弁会社が、開発後の建物について、顧客(最終購入者・テナント)に対して販売またはリースを行うにあたって、その株主であるローカルパートナーまたは日系企業がそのような販売・リース活動を支援するためのサービスを有償で行うことが考えられる。

不動産仲介業者が関与する取引が不動産の売買である場合、2016年不動産規制開発法に従い、州の不動産管理当局に登録しなければならない。そのため、開発した建物を合弁会社が最終購入者に販売するケースでは、上記のサービス提供者は不動産仲介業者としてその州の不動産管理当局に登録する必要がある。

これに対し、取引が不動産の賃貸借である場合、各州において2016年不動産規制開発法に準じた自前の法律が制定されているため、州によって取扱いが異なりうる。開発した建物を合弁会社がテナントにリースするケースでは、上記のサービス提供者がその州において不動産管理当局への登録を要するか否かについて確認する必要がある。

### (2) 建物の瑕疵に関する責任

合弁会社が開発した建物を顧客に対して販売またはリースした場合、その建物に何らかの瑕疵があり損害が生じたときに、合弁会社はいかなる法的な責任を負うかについて関心のある方も多いであろう。完成建物の販売の場合には、2016年不動産規制開発法上、合弁会社が完成物件の購入者に対してどのような責任を負うか、また、合弁会社と建設会社との間の建設契約の内容について、検討する必要がある。さらに、完成建物を賃貸する場合には、テナントとの関係で1882年財産移転法(The Transfer of Property Act, 1882)を検討する必要がある。

## VI. まとめ

上記のとおり、インドにおける不動産プロジェクト、すなわち、インドに所在する不動産の売買、不動産開発の合弁、不動産を保有する会社を対象とするM&Aを念頭に、取引にあたって日本企業が押さえておくべき実務上の法的留意点を概括的に述べた。不動産に関連する実務や法律の複雑さから日本企業にとって敷居が高いと言われがちなインド不動産プロジェクトについて、多少なりとも参考となれば幸いである。

### かわむら りゅうたろう

2003年東京大学法学部卒業、2004年森・濱田松本法律事務所入所。2010年米国ペンシルバニア大学ロースクール(LL.M.)及びウォートンスクール(Business & Law Certificate)卒業。森・濱田松本法律事務所シンガポールオフィスにて勤務し、日本法、シンガポール法(FPC)及びニューヨーク州法の弁護士資格を有する。クロスボーダーでの不動産・インフラプロジェクト、M&A、合弁事業等の国際投資・ファイナンス案件に関し、幅広い経験を有し、東南アジア・南アジア主要国の不動産開発案件を多数手掛けている。



## 不動産ファンドに関する国際財務報告基準

### 第76回

# パリ協定がIFRSに基づく財務報告に与える影響



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  
パートナー  
公認会計士



太田 いつみ

PwC あらた有限責任監査法人  
シニアマネージャー  
公認会計士、米国公認会計士

## 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」）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。

国際社会における気候変動リスク対応への期待が高まってきています。今回は、前回に引き続き、IFRSとサステナビリティ、特に気候変動との関係について、パリ協定がIFRSに基づく財務報告に与える影響という観点から、具体的な検討ポイントをふまえて説明します。

## 2. パリ協定による影響

### (1) パリ協定とは何か

2020年以降の新たな国際的枠組みであるパリ協定には、190か国と欧州連合（EU）が署名し、温室効果ガス（GHG）排出量および気候変動の影響の大

幅削減という目標が掲げられています。

多くの国がパリ協定を採択し、国が決定する貢献（Nationally Determined Contribution: NDC）の一部として、2020年までに国連に対しGHG排出量削減計画を提出しています。NDCには、通常、2025年と2030年の中期目標、および遅くとも2050年までのGHG排出量ネットゼロ目標が含まれています。

各国は、それがNDCを達成するうえで十分かどうかはわからないものの、GHG削減に関連する詳細な法規則を導入している可能性があります。したがって、企業は、要求事項に対処するため、その要求事項や予想される影響に応じて、さまざまなレベルで詳細な計画を設定することになります。

「パリ協定準拠の仮定（Paris Aligned Assumptions）」という用語は、企業がパリ協定の目標を考慮して見積りを行う際に用いられるインプットをいいます。

### (2) 財務諸表利用者の期待

財務諸表利用者は、気候変動が財務諸表に織り

込まれているかどうか、またどのように織り込まれているのかについて、企業、経営者、取締役、および監査人に対し、ますます厳しい目を向けています。パリ協定が財務諸表に重要性のある影響を及ぼす場合がありますが、「この財務諸表はパリ協定に準拠しているのか」という問いに対する答えは、問いの見た目よりも複雑である場合が多く、また、基本的にIFRSにおけるさまざまな会計基準のテクニカルな要求事項により導き出されます。

### (3) IFRSに基づき検討すべきガイダンス

国際会計基準審議会 (IASB) は、教育文書<sup>注1</sup>を作成し公表しています。この教育文書には、さまざまな基準書における測定および開示に関する要求事項に対して気候関連リスクがどのような影響を及ぼす可能性があるのか、および気候関連リスクをどのように織り込むべきかを判断する際に参照される各基準書のさまざまな項番号について、リスト(網羅的なものではない)が記載されています。

IASBはまた、アジェンダに気候関連リスクに関するプロジェクトを追加するかどうかを検討しています。IASBは、第3次アジェンダ協議において、アジェンダ協議の情報要請に関するアウトリーチの際に、特定の投資者から次のような意見があったと述べました。

- (a) 財務諸表に計上される資産・負債の帳簿価額に対する気候関連リスクの影響について、定性的・定量的情報の改善が必要である。当該事項に関する開示や情報は、比較可能で首尾一貫していなければならない。
- (b) 気候関連リスクは、発生可能性がほとんどない長期的なリスクとして認識される場合が多く、将来の見積りを要求する財務諸表の領

域(例えば、資産の減損テスト)において十分に検討されない可能性がある。

アジェンダ協議では改善の余地のあるさまざまな領域が提起されており、IAS第1号「財務諸表の表示」で要求されている不確実性に関する情報を開示するための閾値の検討、資産の減損テストにおける使用価値に関する要求事項の拡大、汚染物質の価格決定メカニズムの会計処理に関する追加のガイダンスの開発などが含まれます。IFRSを改善するにあたり、IASBは、アジェンダにプロジェクトを追加し、IFRSの修正のためのデュー・プロセスを経る必要があります。

しかし、その一方で、パリ協定によるさまざまな影響のうち、既存の基準書に基づき検討する必要のあるものも依然としてあります。

### (4) 予想される影響

パリ協定は企業によって異なる影響がありますが、気候関連リスクの高い業種に属する企業は他の業種に属する企業よりも影響を受ける可能性が高いといえます。また、会計および開示への影響は、個々の事実および状況(例えば、企業の計画や関連する国の規制)によって、または、場合によっては、市場参加者がパリ協定による企業への影響をどのように見るのかによっても異なるといえます。したがって、企業が「パリ協定準拠の仮定」を会計記録に反映させているかどうか問われる可能性があったとして、その問いが示すほど、その答えは概して単純ではありません。

一般的に、パリ協定が企業に及ぼす影響として、資産および負債の認識または認識の中止、当該資産および負債の測定、ならびに表示および開示への影響が考えられます。しかし、認識、認識の中止、測

注1  
IASB「Effects of climate-related matters on financial statements」November 2020

定方法ならびに開示要求は会計基準によって異なるため、その影響は資産または負債の性質によって異なるといえます。

### 3. 測定の検討事項

取引の事実および状況によって異なる測定の検討事項が適用される可能性があります。以下の例は、包括的なリストではありませんが、関連するIFRSを適用した場合に異なる影響が生じうることを示しています。

#### (1) 公正価値測定

IFRS第13号「公正価値測定」は、特定の資産に関する仮想的な売却取引に基づいています。簡単な例として、IFRS第9号「金融商品」に基づき純損益を通じて公正価値で測定するものとして会計処理されている、石油・ガスの公開企業の株式投資が挙げられます。このような投資の公正価値は、通常、活発な市場における相場価格を参照することにより決定され（すなわち、レベル1の公正価値測定）、したがって、気候関連リスクを含む異なるリスクに関する市場参加者の仮定を反映することになります。相場価格を使用しなければならず、これに気候関連リスクに関する市場参加者の仮定が反映されるべきであるため、それ以上の調整を行うことはできません。活発な市場における相場価格が入手可能でない場合、公正価値モデル（レベル2またはレベル3）に、仮想的な出口取引において市場参加者が気候変動をどのように考慮するかの仮定を織り込む必要があります。つまり、企業は、市場参加者が考えるよりも保守的または楽観的な企業固有の仮定を用いるべきではありません。

活発な市場で取引されていない項目の公正価値の決定には、明らかに重大な経営者の判断が必要となる可能性があり、インプットまたは仮定（気候に関するものを含む）に関する適切な開示を検討する必要があります。

#### (2) IAS第36号—非金融資産の減損

IAS第36号「資産の減損」は、企業に対して、非金融資産に減損の兆候があるか評価することを要求しています。このような兆候の評価においては、パリ協定が、資産または資金生成単位の回収可能性にネガティブな影響を与えるという見積りを考慮することもあるでしょう。したがって、パリ協定は、IAS第36号の範囲に含まれる資産の減損に係る評価が行われるかどうか、またどの程度の頻度で行われるかに影響を与えうるといえます。

ただし、IAS第36号に基づく資産の回収可能価額は、処分コスト控除後の公正価値と使用価値のいずれか金額が高い方で決定され、その後、この金額の高い方が、資産または資金生成単位の帳簿価額と比較されます。上述のように、公正価値測定は市場に基づく測定であり、企業固有の測定ではありません。したがって、企業は、主要な市場における、または主要な市場が存在しない場合には最も有利な市場における、秩序ある取引において、どのような資産（または、資金生成単位）が売却されうるかを見積もることが必要といえます。公正価値測定では、それが市場参加者によって想定されるのであれば、資産の運用における将来の改良を考慮することができます（例えば、燃焼エンジン・プラントの電気自動車プラントへの再利用）。

使用価値には一定の制約があり、確約されるまでは改良による変更を考慮に入れることが認められません。しかし、使用価値には、気候変動に関するその他の見積り、およびそれらの見積りが資産または資金生成単位に関連する将来キャッシュ・フローにどのような影響を与えるかを考慮することになります。

#### (3) 最善の見積りを要求する基準書

いくつかのIFRS基準書では、測定に最善の見積りを織り込むことを要求しています。例えば、IAS第16号「有形固定資産」は、資産の耐用年数の最善の見積りを考慮することを要求しています。後述の

ように、最善の見積りが用いられている場合は、財務諸表に首尾一貫性が必要となります。耐用年数について複数の結果が生じうる場合、最も可能性の高い仮定を用いることが考えられます。または、確率加重平均が最善の見積りとなる可能性も考えられます。もし気候の影響が重大であればシナリオに織り込む必要がありますが、企業の最善の見積りを導き出すためにその影響を確率加重することがあります。

使用期間が物理的な耐用年数である40年となる可能性が75%で、パリ協定の結果生じる可能性のある将来の法規制の変更により使用期間が25年となる可能性が25%である資産を考えてみます。企業はその最善の見積りに基づき当該資産の耐用年数に40年を使用する可能性があります。その一方、企業が確率加重された結果を用いる場合は、見積耐用年数として約36年間を使用することになります。

最善の見積りと著しく異なる結果が生じる(たとえば、見積りに著しいばらつきがある)場合、企業は、耐用年数の見積りに確率加重アプローチを用いる方が適切かどうか、または最善の見積りアプローチを用いるのであれば見積りの変更のリスクに関する追加的な開示が必要かどうかを検討する必要があります。さらに、企業は、新たな情報が入手可能となった場合は可能性の再評価を必ず行うとともに、重大な不確実性が存在する場合には、より頻繁に、または、より詳細に再評価を行う必要があります。

#### (4) 開示の検討事項

企業は、財務諸表の作成基礎となる気候関連の仮定を投資家が理解できるような開示がIFRSに基づき要求されているかどうかを評価しなければなりません。

その起点は、特に資産または負債の測定に適用される基準書の開示要求であるべきです。さらに、重大な判断および見積りの開示に関するIAS第1号の全般的な要求事項は、実施された見積りの感応度の検討も含めて考慮される必要があります。企業は、

「パリ協定準拠の仮定」および関連するNDCに関する開示の必要性を評価する場合、GHG排出量削減に対する当該仮定の適用について、以下を検討する必要があります。

- 企業の現行の計画を大幅に変更する必要があるか
- 適用に多大なコストと時間が必要となるか
- 不確実性が高まり、ある項目の測定を決定する際に適用されるシナリオの数が増えるか
- サプライヤーのコストや製品または業務に著しい影響を与えるか

主要な仮定ではIFRSに準拠するために財務報告と非財務報告との間の整合性は必要であり、企業はこの整合性を確保する必要があります。例えば、企業がサステナビリティ報告書においてパリ協定の影響に関する最善の見積りを公表している一方で、あるIFRS基準書が測定で最善の見積りを使用することを要求している場合には、企業は、財務報告で用いている見積りとサステナビリティ報告書で開示している見積りとの間の整合性を検討する必要があるといえます。(例えば、企業が市場参加者による別の仮定に依拠しているため)サステナビリティ報告書において財務報告で反映されていない記載がある場合、企業は、その項目が財務報告で異なる基礎に基づき反映された理由について、追加の記載が必要かどうかを検討しなければなりません。

## 4. おわりに

企業は利害関係者の期待を理解し、IFRSにおける測定および開示の要求事項を注意深く検討することが重要です。IFRSに基づき作成される財務諸表に「パリ協定準拠の仮定」を反映させるための単一のアプローチは存在しません。しかし、これは、「パリ協定準拠の仮定」を無視すべきであるという意味ではなく、反対に、それらの仮定の使用は、関連す

るIFRSの遵守を注意深く検討し評価する必要があることを端的に意味しています。企業は、これらの財務報告上の検討事項、ならびに非財務報告上の検討事項との整合性について、利害関係者、基準設定主体および規制当局と開かれた対話を継続することが重要であるといえます。

なお、IFRS財団は2021年11月、国際サステナビリティ基準審議会 (ISSB) の設立を公表しました。

また、2022年6月までに、既存の開示基準の設定機関であるVRF (Value Reporting Foundation<sup>注2</sup>) とCDSB (気候変動開示基準委員会) をISSBに統合することも公表されました。今後、ISSBにより、気候変動を含むサステナビリティ報告基準の設定が予定されていますので、こうした動向にも合わせて留意が必要となると考えられます。

#### 注2

IIRC (国際統合報告評議会) とSASB (サステナビリティ会計基準審議会) が合併して2021年6月に設立された。

#### 参考文献

PwC「In brief No.2021-14:Impact of the Paris Agreement on Financial Reporting under IFRS」November 2021

#### おおた ひでお

公認会計士、PwC あらた有限責任監査法人 資産運用アシュアランス部パートナー

不動産運用インダストリー全般、Jリートおよび私募不動産ファンドなどに対して、監査およびアドバイス業務を提供。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士協会 投資信託等専門部会及び経営研究調査会、IVSC 対応専門部会 副委員長。

#### やぶたに たかし

公認会計士、PwC あらた有限責任監査法人 資産運用アシュアランス部パートナー

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不動産ファンド運用会社の米国基準財務諸表の監査に従事。東京事務所に帰任後、現在は、不動産運用インダストリーに特化してサービスを提供。主に、Jリートおよび私募不動産ファンドに対して、ファンド組成や会計実務に関するアドバイス、監査業務を提供。特に、インバウンド及びアウトバウンド不動産投資に関連して不動産ファンドのIFRSの会計処理についてアドバイスを行っている。

#### おおた いつみ

公認会計士、米国公認会計士 PwC あらた有限責任監査法人 資産運用アシュアランス部シニアマネージャー

不動産運用インダストリー全般に対する監査やアドバイス業務を担当。2014年よりPwC ニューヨーク事務所で2年間勤務し、SEC 上場米国リートおよび私募不動産ファンドの米国基準財務諸表監査に従事。帰国後はJリートの財務諸表監査、内部統制アドバイス業務のほか、IFRS を含むインバウンドのグローバル不動産ファンド・運用会社の財務諸表監査、海外不動産エクイティ・デットなどを投資対象とするオルタナティブファンドの財務諸表監査および組成アドバイス業務を提供。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)。



# 継続教育ポイントの取得は お済みですか？

ARES マスター・アソシエイトは1年度ごとに原則30ポイント<sup>(※)</sup>の取得が必要です。2021年度の継続教育ポイントが30ポイントに達していない方は、2022年3月31日までの期限に関わらず、早めに取得してください。昨年度に引き続き、今年度も新型コロナウイルス感染拡大防止のため、集合型の研修は行いません。下記の「1. ARES CAMPUS 等で現在ポイントが取得できるプログラム」やオンラインで実施している会員研修の受講、または、「2. 申請によりポイントが取得できる制度」をご活用いただき、ポイントの取得をお願いいたします。

\*5年間の受講管理期間内に2度目の警告を受けた翌年度は60ポイント以上を取得し、2度目に受けた警告の取消措置を受ける必要があります。

## 1. ARES CAMPUS 等で現在ポイントが取得できるプログラム

### 【全認定者を対象としたプログラム（申込不要）】

- 2021年度 アンケート [5ポイント] 受講期限：2022年3月31日
- 2021年度 書評（800字以上） [10ポイント] 受講期限：2022年3月31日
- 2021年度 雑感（800字以上） [10ポイント] 受講期限：2022年3月31日
- ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.59～64 [各5ポイント]  
※各号の受講期限はマイページ内でご確認ください。
- 法改正 Web 研修（2021年度分） [各10ポイント] 受講期限：2024年3月31日  
法務「不動産証券化関連法制の改正動向」  
会計「不動産証券化と会計（改正論点）」  
税制「税制改正」  
※2019、2020年度分についても受講は可能ですが、昨年度等にすでに受講済みの場合、再度受講してもポイントは加算されません。

### 【今年度中に申込みおよび受講開始予定のプログラム】

- Web 研修  
「運用会社における女性活躍と今後への期待（女性マスター活躍推進小委員会 座談会）」 [10ポイント] 2月中旬受講開始予定
- 第3回マスター Web 研修「米国不動産テックトレンドレポート」 [10ポイント] 2月18日まで申込受付中
- 第4回マスター Web 研修 [10ポイント] 3月中下旬申込および受講開始予定  
※それぞれ詳細はACMメールにてお知らせいたします。

### 【申込済の方が受講可能なプログラム（申込受付は終了しています）】

- 会員研修  
「不動産投資運用業のコンプライアンス研修 運用会社のコンプライアンス態勢の整備・運用のポイントについて」 [10ポイント] 受講期限：2022年2月21日  
「不動産セキュリティトークン・オフリング（STO）に関する法規制、スキーム検討と実務の動向」 [10ポイント] 受講期限：2022年2月28日  
※会員研修についてはARES CAMPUS では視聴できません。申込後にお送りした視聴用URLからご視聴ください。
- 103 テキスト感想等募集（200字以上） [5ポイント] 受講期限：2022年3月31日

## 【更新対象者限定プログラム】

- 投稿募集（800字以上）
- アンケート

【10ポイント】受講期限：2022年3月31日

【5ポイント】受講期限：2022年3月31日

## 2. 申請によりポイントが取得できる制度

いずれの方法も ARES CAMPUS の「各種申請用紙・資料」コーナーに申請用紙をアップロードし、ご案内、注意事項をあわせて記載していますので、申請される際は必ずご確認ください。

### 【他団体主催の研修等への参加に関するポイント申請】

予め当会が継続教育の指定としていないものについても、不動産証券化に関連する内容の研修、講演会であれば、その参加をポイントの対象としています。ポイントの加算については要件（開催後2ヵ月以内に申請が必要、等）がありますが、対象研修等の参加については所定の方法により申請を行ってください。

\*申請書の内容を確認のうえ、到着月の翌月15日までを目途に加算いたします。

- 対象：今年度中に開催済みのもので下記期限内に提出が間に合うもの
- 申請期限：2022年3月11日（金）必着
- ポイント数：1件につき5ポイント

### 【当協会外活動に関するポイント申請】

マスターの継続教育では一般の専門誌への寄稿、著作の発行、講演活動など、不動産証券化業界に貢献する活動についても広くポイント加算の対象としています。ポイントは、1申請につき30ポイントが上限となり、ポイント数は個別に内容を審査のうえ決定し、2022年3月中旬に加算する予定です。

\*2021年度（2022年3月31日以内）に講演会の実施や掲載が確定しているものであれば、予定として申請することが可能です。

\*「当協会の活動」（当協会主催、共催イベントでの講演活動等）については申請は不要です。

【申請対象となる期間】 2021年4月1日～2022年3月31日

【申請書提出期限】 2022年2月末日必着まで

【加算時期（予定）】 2022年3月中旬頃

### 【自発的なグループ活動】

マスターが自発的に不動産証券化に関連する内容の講演会や勉強会を企画、開催する活動（複数のマスターを参加対象とする）をマスターの「グループ活動」とし、継続教育のポイント対象としています。ポイントの加算については要件等がありますが、申請対象となる活動を行った場合には、グループ活動を代表する1名（企画者）が所定の方法により、申請を行ってください。

\*申請書の内容を確認のうえ、到着月の翌月15日までを目途に加算。

- 対象：2022年2月末日（必着）までに提出が間に合うもの
- ポイント数：10ポイント～

加算されるポイント数は役割等によって異なります。詳細は申請書をご確認ください。

\*1名のマスターが複数の役割等を持つ場合（企画者であり講師をつとめた場合など）にも、いずれか高い役割のポイントのみの加算となります。

ARES Certified  
MASTER

# 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

2021年11月20日(土)、東京(TKP市ヶ谷カンファレンスセンターなど5会場)および大阪(TKPガーデンシティ大阪梅田)にて修了試験を実施し、2021年12月14日に以下のとおり、合格発表を行いました。コース1を受講された皆様、お疲れ様でした。

なお、試験当日は、特定非営利活動法人全国検定振興機構が公表している「民間検定試験等の実施における新型コロナウイルス感染症対策ガイドライン」(2021年6月7日改定版)に基づき、新型コロナウイルス感染拡大の防止策を十分に行ったうえで、試験を実施いたしました。

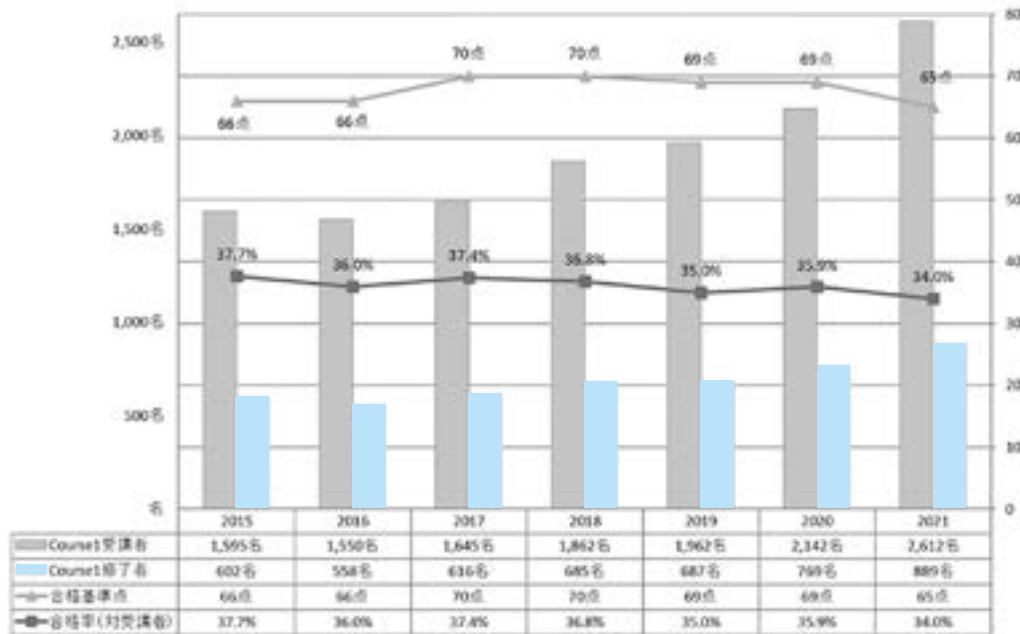
## 2021年度 コース1修了試験

合格基準：修了試験100問中、正解が65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：889名(男性718名、女性171名)

合格率：34.0%

### 合格率等の推移



## 2021年度再認定試験結果

合格基準：再認定試験65問中、正解が42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：8名/12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方が利用できる制度です。詳細はマスター資格制度Webサイトにてご確認ください。



# 2022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

2022年度コース1新規受講の申込受付は5月10日(火)10時より開始予定

2022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、修了試験は東京と大阪にて実施予定です。

募集・実施要項などのご案内

マスター資格制度 Web サイトにて公開中  
<https://www.ares-campus.ares.or.jp/>

(2022年)

申込受付期間 (新規受講)

5月10日(火)10時～5月31日(火)16時

コース1 新規受講料 (受験料、教材費、送料等込み)

一般	税込 107,800 円 (本体価格 98,000 円)
学生	税込 66,000 円 (本体価格 60,000 円)
正会員	税込 75,900 円 (本体価格 69,000 円)
準会員	税込 96,800 円 (本体価格 88,000 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 Web サイトにてご確認ください。

Course1 受講開始

6月16日より科目ごとに順次開始

Course1 修了試験

11月19日(土)  
受験地：東京、大阪で実施

(2023年)

Course2 受講および資格認定申請期間

2023年1月中旬～3月中旬  
※資格認定申請書の提出期限は2月中旬予定

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	税込 63,800 円 (本体価格 58,000 円)
学生	税込 31,900 円 (本体価格 29,000 円)

資格認定審査、認定発表

3月中旬～5月中旬



小多 康顕

Europa Capital Partners  
Executive Director  
(ARES マスター M0700964)

## 英国彷徨記

ようやくデルタ株が落ち着いたと思ったら、今後はオミクロンというとても強そうな名前のコロナ変異種が現れ、いよいよコロナが何らか存在し続ける生活にも慣れて、文字通りwithコロナになりつつある今日この頃です。

今回はこのwithコロナという観点から最近個人的に感じていることをご紹介したいと思います。

まずは働く環境ですが、当地でもリモートワークは盛んで、近時の就業者アンケートでもコロナ収束後も今のリモートワークを週に数回は続けたいという声が非常に強いです。

一方、オンライン会議は、表情も分かるのに意外とニュアンスが通じにくかったり、オフィスで同僚を捕まえて5-10分相談して解決できていたちょっとしたことが、いちいちオンライン会議のアポを取ったり、面倒でもメールするといった意外と手間がかかる問題や、何よりリモートワークでは新人や新たに異動してきた職場の新参者には様子をつかむことが非常に難しく、馴染みにくいという欠点もあります(小職も赴任して半年ほどずっとリモートワークでしたのでこの点は非常に苦労しました)。

そうした意味ではリモートワークの利便性とオフィスの重要性が共に明

らかになった、後は如何に両者のバランスを取ってゆくのが今後の課題になると考えています。

そのリモートワーク元の住宅では、在宅時間の増加と共に家の執務スペースや書斎などの余分なスペースが重視されはじめましたが、当地でも中心部の狭い家に住んでいた若年層が、少し広めの家を求めて郊外(但し通勤30分-1時間圏内)に移住する動きが継続しています。この辺りは家が比較的広い北米と異なり、日欧に共通する動きかもしれませんが、コロナが収束してもリモートワークの定着と共に当面は変わらないだろうと思います。

それから、一番影響の大きかった商業施設と物流施設についてですが、物流施設は賃貸・売買とも大盛況で、世界中で投資利回りが低下しているのは皆さま良くご存じのとおりです。

反対に商業店舗の多くは苦戦を強いられました。ただ日用品や生鮮食料品を扱うスーパーは盛況で、当地でも大手スーパーは政府からのコロナ対応支援金を返上・辞退するほど軒並み好調な一方、中規模のあまり特色のないショッピングセンターやモールは厳しい状況です。

コロナ前からもeコマースの進展で特色のない商業施設は厳しい状況に陥りつつありましたが、コロナ禍でそ

### おだ やすあき

1994年三菱地所株式会社入社。経理部、ロックフェラーグループ社出向、投資マネジメント事業部、ソリューション営業3部等を経て、2020年4月より三菱地所が資本参加するヨーロッパキャピタルに出向中。買収した外国企業への出向は2度目、アウェーの環境からマイノリティの視点でレポートします。



Amazon Fresh外観



店内の様子②  
「こんな商品も扱っていました。  
迷わず購入！」



店内の様子①「天井にはカメラが多数設置されている」

の傾向が一気に加速された感がありますし、これはコロナ収束後も続くものと思います。

ワクチンの普及と共にいわゆるロックダウンは考えにくくなりましたが、今後も外出規制は繰り返される可能性が高く、そうなると限られた外出時間を生鮮食品の購買や短時間でも気軽に楽しめる体験に充てる人が増えるものと考えています。

テレビ視聴率の奪い合いではありませんが、これからは外出時間の奪い合い、時間当たりの満足度が高い施設が生き残るのだらうと思います。ロンドン近郊のアウトレットモールや市内の高級ショッピングモールの人出は非常に多く、まさにこうしたニーズを満たしているのだと思いますが、これからの商業施設のライバルは他の

商業施設やオンラインショッピングだけでなく、映画館などの手軽な娯楽施設やそのライバルにあたるNetflixなどの電子空間、まさにリアルとバーチャル世界の相互でも競合が加速してゆ

くののだろうかと妄想しています。

話は横にそれますが、ロンドンでも無人小型店舗が少しずつ増えており、その代表格はAmazon Fresh(米国ではAmazon Go)というAmazon社が展開する無人小型スーパーで、21年3月に初号店開店以来12月末時点で15店舗あります。ご存じの方も多いと思いますが、同店は入口にゲートがあり、AmazonアプリのQRコードをかざして入店すると後は取り放題です。商品をそのままカバンに入れて出てゆけば良いので、何だか万引きしているような背徳感があるのですが(笑)、全く問題ありません。

雰囲気はマルエツプチなどの都市型小型スーパーが一番近いイメージで、レジがないことぐらいが違います。

が、店内には天井にカメラが多数設置され、棚に重力センサーもあると聞いていますが、あまり目立ちません。店外に出ると購入した品物一覧のメールが届き登録したクレジットカードに自動的に課金されます。

棚から商品を手に取って戻したり色々複雑な動きをすると、取ってないのに課金されたり、逆に取ったのに課金されてない等のエラーはある程度生じるものの、買ってないと申告すればすぐに返金されるので大きな問題にはなっておらず、何よりレジ待ちの時間を節約できるのが非常に便利です。

日本でも無人店舗は出てきていますが一旦レジで精算する必要がある分、Amazonの方がより短時間で買い物できそうです。

上記のように、限られた時間を有効に使いたいニーズは今後も高まってゆくと考えられ、そうした観点からもAmazonの無人店舗は優れた仕組みですが、今後はオフィスでも自宅でも外出先でも時間当たりの快適性や満足度といった観点からも不動産を考えてゆきたいと考えています。

会員情報

入会

第124回理事会(2022年1月27日開催)において、次の通り入会が承認されました。

※入会日は2月1日付

※敬称略

<正会員>

●みずほリートマネジメント株式会社

代表者：代表取締役社長

鍋山 洋章

所在地：東京都千代田区

大手町1丁目5番5号



※準会員からの種別変更

<準会員>

●ハイビックス株式会社

代表者：代表取締役

山本 高大

所在地：愛知県名古屋市東区

代官町35番16号

第一富士ビル7階



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>

●鹿島建設株式会社

代表取締役社長

天野 裕正

2021年6月25日付

●株式会社三井住友銀行

取締役会長

國部 毅

2021年10月25日付

●東京建物不動産投資顧問株式会社

代表取締役社長

杉瀬 一樹

2022年1月1日付

<準会員>

●ホワイト&ケース外国法事務弁護士事務所 ホワイト&ケース法律事務所(外国法共同事業)

オフィス・エグゼクティブ・パートナー

宇佐神 順

2021年7月1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 (<https://www.ares.or.jp/>) からお手続きいただけます。

### 2021年12月～2022年1月

12月 3日	第73回教育・資格制度委員会（一部オンラインによる開催）
12月10日	資格教育小委員会（科目責任者会議）（オンライン会議）
12月14日	第88回市場動向委員会（オンライン開催）
12月14日	Jリート実務委員会第4回新規参加会社懇談会
12月14日	私募リート実務委員会2021年度第1回セクション別会議（ESG部門）（一部オンラインによる開催）
12月15日	第43回国際委員会
	会員研修（C-9）
12月16日	「不動産投資運用業のコンプライアンス研修 基礎・体系編 2021年度第2回」 【ウェブ研修/2021年12月16日～2022年1月31日配信】
12月20日	会員限定セミナー「投資法人に関する法律・会計・税務の基礎と実務上のポイント」 【ウェビナー/2021年12月20日～2022年2月9日配信】
12月21日	資格教育小委員会第1～5合同分科会（コース1講師会議）（オンライン開催）
12月22日	第58回コンバージェンスワーキンググループ（オンライン開催）
1月17日	第101回企画委員会正副委員長会議（一部オンラインによる開催）
1月20日	Jリート実務委員会2021年度第2回総務人事部門分科会（一部オンラインによる開催）
1月21日	第113回運営委員会（オンライン開催）
1月24日	第18回投資家小委員会（オンライン開催）
1月24日	第28回リート資産運用業小委員会（オンライン開催）
1月26日	第108回税務・会計委員会（オンライン開催）
1月26日	Jリート実務委員会2021年度第2回財務部門分科会（一部オンラインによる開催）
1月27日	第124回理事会
	会員研修（C-10）
1月28日	「不動産投資運用業のコンプライアンス研修 運用会社のコンプライアンス態勢の整備・運用のポイントについて」 【ウェブ研修/2022年1月28日～2月21日配信】
1月31日	第98回制度委員会（オンライン開催）

ウェブ研修

# 今さら聞けない個人情報保護法の基礎

—令和2年・3年改正後の個人情報保護法の基礎を再学習する—

◆配信期間：2022年2月24日（木）～3月17日（木）◆  
（申込受付期間：2022年1月20日（木）13：00～2022年2月10日（木））

不動産証券化協会では、不動産投資運用にかかわる実務者がコンプライアンスに関する知識や考え方、態勢について理解を深めるとともに、業界全体にその意識を広く浸透させることにより、市場が投資家から一層の信認を得ることを目的としてコンプライアンス研修を実施しています。

多くの皆様のご参加をお待ちしております。

※会員及びARESマスター以外の方はお申込みいただけません。

開催概要やお申し込み手続きにつきましては、協会ウェブサイトの申込専用ページをご覧ください。

(<https://www.ares.or.jp/seminar/user/summary/232>)

※本セミナーはARES CAMPUSでは申込受付を行っておりません。

講師	梅澤 拓氏 長島・大野・常松法律事務所 パートナー 弁護士
対象および受講料	正会員：5,000円 準会員：10,000円 上記以外のARESマスター：10,000円
募集人数	200名（先着順。1社当たりの定員設定はありません）

## お申込み（申込受付期間）

2022年2月10日（木）まで。  
上記の申込専用ページよりお申し込みください。

## お申し込みに関するお問合せ先

不動産証券化協会 市場基盤ディビジョン（企画研修担当）

Tel 03-3500-5601 E-mail [compliance@ares.or.jp](mailto:compliance@ares.or.jp)

## ■ 編集後記

「必ずもうかる投資はない」「仕組みやリスクをよく理解できない場合は、絶対に手を出さない」など、今年4月に成人年齢が18歳に引き下げられ18、19歳でも金融サービスの契約を結んだりローンを組んだりできるようになることから、若い人に向けた大切な情報が色々なところに掲載されています。被害に遭わないための知識やお金の知識を身に着けると同時に、投資にも興味を持ち身近に感じてもらえるよう、私たち関係者が果たす役割はますます大きくなります。ARESは現在、Jリート認知向上の一環として、若年層や投資未経験者にも分かり易くJリートを紹介する特設WEBサイト (<https://j-reit.jp/seiyu/>) を設けています。ぜひご覧ください。(七沢)

---

## ■ マスター資格制度に関するお問い合わせ

### マスター資格制度事務局

マスター資格制度に関するお問合せは下記URL(または右のQRコードのリンク)のお問合せフォームよりお願いいたします。

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



---

ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.65 2022年2月1日発行

編集発行 一般社団法人不動産証券化協会

〒105-0003

東京都港区西新橋一丁目8番1号 REVZO 虎ノ門2階

TEL : 03-3500-5601

FAX : 03-3500-5607

URL : <https://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