

# 不動産証券化ジャーナル

共に市場を創る

- ・ 座談会 不動産投資のための情報インフラの未来
- ・ 座談会 運用会社における女性活躍と今後への期待
- ・ 新しい物流と不動産



尖石石器時代遺跡と黒曜石製石器（甲信縄文文化発信・活性化協議会提供）



## 星降る中部高地の縄文世界

—数千年を遡る黒曜石鉞山と縄文人に出会う旅—

（長野県＜茅野市、富士見町、原村、諏訪市、岡谷市、下諏訪町、長和町、川上村＞  
山梨県＜甲府市、北杜市、韮崎市、南アルプス市、笛吹市、甲州市＞）

日本の真ん中、八ヶ岳を中心とした中部高地には、ほかでは見られない縄文時代の黒曜石鉞山がある。鉞山の森に足を踏み入れると、そこには縄文人が掘り出したキラキラ耀く黒曜石のカケラが一面に散らばり、星降る里として言い伝えられてきた。日本最古のブランド「黒曜石」は、最高級の矢じりの材料として日本の各地にもたらされた。

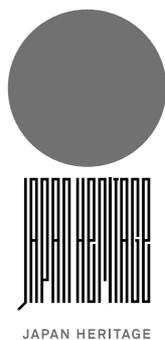
麓のムラで作られたヒトや森に生きる動物を描いた土器やヴィーナス土偶を見ると、縄文人の高い芸術性に驚かされ、黒曜石や山の幸に恵まれて繁栄した縄文人を身近に感じることができる。

写真（大）は、尖石石器時代遺跡（長野県茅野市）。八ヶ岳山麓を代表する縄文時代中期の集落として、約1000年間にわたり繁栄を続けた拠点集落。広大な面積の史跡公園となっており、復元された複数の堅穴住居のまわりには縄文の里山が広がる。まさに縄文の原風景を満喫できるスポットである。

写真（小）は、黒曜石製石器。信州産の黒曜石は良質なものが多く、割れ口が鋭く加工しやすいため、矢じりやナイフをはじめとする多彩な石器づくりの材料として当時の人々に好まれ、広く利用された。

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

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



#### 「日本遺産」ロゴマークについて

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



## 種橋 牧夫

東京建物株式会社 代表取締役会長  
(一般社団法人不動産証券化協会 理事)

# 重要性を増す不動産証券化の機能

コロナ禍は、経済社会の持続的安定のあり方を問いかけ、人口減少・少子高齢化やDXの急速な進展と相まって、働き方の多様化を加速させ、オフィスと住宅の境界を曖昧にするなど、不動産のあり方にも変化をもたらした。

また、気候変動による自然災害の脅威が顕在化し、脱炭素や循環型経済の実現、SDGsへの対応が世界的な要請となる中、我が国では、老朽化・陳腐化した不動産ストックの適切な更新が身近で喫緊の課題となっており、国においても区分所有法の建替え決議要件等の見直しが議論されている。

まちづくり産業は、多くの場面でこれらの課題と直接的に関わり、社会への影響も大きい。社会課題の解決と産業としての発展を高次元で両立させていく成長シナリオの構築がますます必要になってきている。

では、Jリートを始めとする不動産証券化が担うべき一層の役割とは、どのようなものだろうか？

まず、第一に、デベロッパーとの連携により不動産ストックの機能更新に貢献してゆくことが期待される。

これまで不動産の証券化は資産デフレ脱却に大きく貢献してきた。今後は都市の強靱化や脱炭素などさまざまな社会課題の解決につながる不動産ストックの機能更新に一層貢献してゆくことが重要である。不動産ストックの機能更新は、そこに関わる人々の生活の質や生産性を向上させ、ひ

いては日本の経済成長にもつながるからだ。

老朽化した不動産ストックの機能更新や質の高い不動産の開発をデベロッパーが担い、更新・開発された優良な不動産をJリート等が取得し、優良な不動産から生み出される安定的な収益を投資家が享受する。このような有機的なつながりを、さまざまなアセットタイプにおいて構築してゆきたいと考える。

第二に、2,000兆円ともされる個人金融資産に対し、安定的な長期運用のための選択肢として貢献すべきだ。さまざまな社会課題に対応した優良な不動産の証券化は個人投資家等に長期・安定的な資産形成の機会を提供するものであることを一層PRし、理解を広めてゆく必要がある。

また、ESG投資の観点からも、不動産証券化市場の意義は高まっている。我々としては、ESG投資の受け皿として信頼され、魅力ある市場の形成に引き続き努力してゆく必要がある。

第三は、不動産市場の安定化に寄与する機能を担うことである。Jリート等による不動産の価格形成機能は不動産市場に資金を安定的に供給し、不動産市場全体の安定化に貢献している。

引き続き不動産証券化市場の整備・改善・向上に努め、高度化・充実を図ることにより、社会の公器としての仕組み・役割を強化してゆくことが重要である。

このように、近年の急速な社会変化を市場の更なる発展の好機と捉え、我が国の成長・発展に資する優良な不動産ストックの形成に貢献しつつ、個人金融資産等について良質な運用先を提供し、信頼・評価を獲得し続け、更なる優良な不動産ストックの形成に向けて資金が投下されてゆくという成長の好循環を構築することが、不動産証券化業界の更なる発展に寄与すると考えている。

皆様方と心を一にして取り組み、業界の発展に微力ながら貢献してまいりたい。

## CONTENTS

### Special

|     |   |
|-----|---|
| 巻頭言 | <b>重要性を増す不動産証券化の機能</b> ..... 3                |
|     | 種橋 牧夫 東京建物株式会社 代表取締役会長<br>(一般社団法人不動産証券化協会 理事) |

|  |                                   |
|--|-----------------------------------|
|  | <b>不動産投資のための情報インフラの未来</b> ..... 6 |
|--|-----------------------------------|

|        |  |
|--------|--|
| 小夫 孝一郎 | ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社<br>オルタナティブ調査部長 アジア太平洋不動産リサーチヘッド |
| 高井良 博  | 三井住友信託銀行株式会社<br>不動産営業第一部 理事 アレンジメント担当部長              |
| 山下 誠之  | 一般財団法人日本不動産研究所<br>研究部長・国際部長                          |

|  |   |
|--|---|
|  | <b>運用会社における女性活躍と今後への期待</b><br>～ ARES 女性マスター活躍推進小委員会 座談会～ ..... 17 |
|--|---|

#### パネリスト

|       |  |
|-------|--|
| 坂下 雅弘 | プロロジス・リート・マネジメント株式会社 代表取締役社長                               |
| 菅野 顕子 | スターアジア投資顧問株式会社 取締役兼財務管理部長                                  |
| 関 恵都美 | 三井住友信託銀行株式会社 不動産企画部 ESG 企画推進チーム 調査役<br>当協会女性マスター活躍推進小委員会委員 |

#### ファシリテーター

|       |   |
|-------|---|
| 榎戸 明子 | 東急不動産株式会社 取締役 執行役員 都市事業ユニット長<br>当協会運営委員、教育・資格制度委員、女性マスター活躍推進小委員会委員長 |
|-------|---|

|  |                           |
|--|---------------------------|
|  | <b>新しい物流と不動産</b> ..... 31 |
|--|---------------------------|

## ウィズコロナ時代における非接触・ 非対面型消費者向け配送の展開に向けて

国土交通省総合政策局物流政策課  
株式会社野村総合研究所 社会システムコンサルティング部

|  |                                      |
|--|--------------------------------------|
|  | <b>スマートロックが結ぶ、新しい物流と不動産</b> ..... 37 |
|--|--------------------------------------|

|      |                |
|------|----------------|
| 滝沢 潔 | 株式会社ライナフ 代表取締役 |
|------|----------------|

|  |                                |
|--|--------------------------------|
|  | <b>置き配サービスの導入について</b> ..... 40 |
|  | ～ AD インベストメント・マネジメントの取組み～      |

|      |                               |
|------|-------------------------------|
| 星 青児 | AD インベストメント・マネジメント株式会社 資産管理部長 |
|------|-------------------------------|

Business Trend

資産運用の最新トレンドと課題

第14回 株式と投資信託への個人投資 ..... 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12回 コンセプション事業再考・空港編（下） ..... 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50回 ポストコロナに向けた新たな取り組み ..... 52

～ウェルネスオフィスの経済的価値の検証～

中山 善夫 株式会社ザイマックス不動産総合研究所 代表取締役社長  
吉田 淳 株式会社ザイマックス不動産総合研究所 主幹研究員  
大西 順一郎 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

令和3年民法改正が共有不動産に係る契約実務に  
与える影響について ..... 61

齋藤 理 長島・大野・常松法律事務所 弁護士  
松田 悠 長島・大野・常松法律事務所 弁護士

不動産ファンドに関する国際財務報告基準

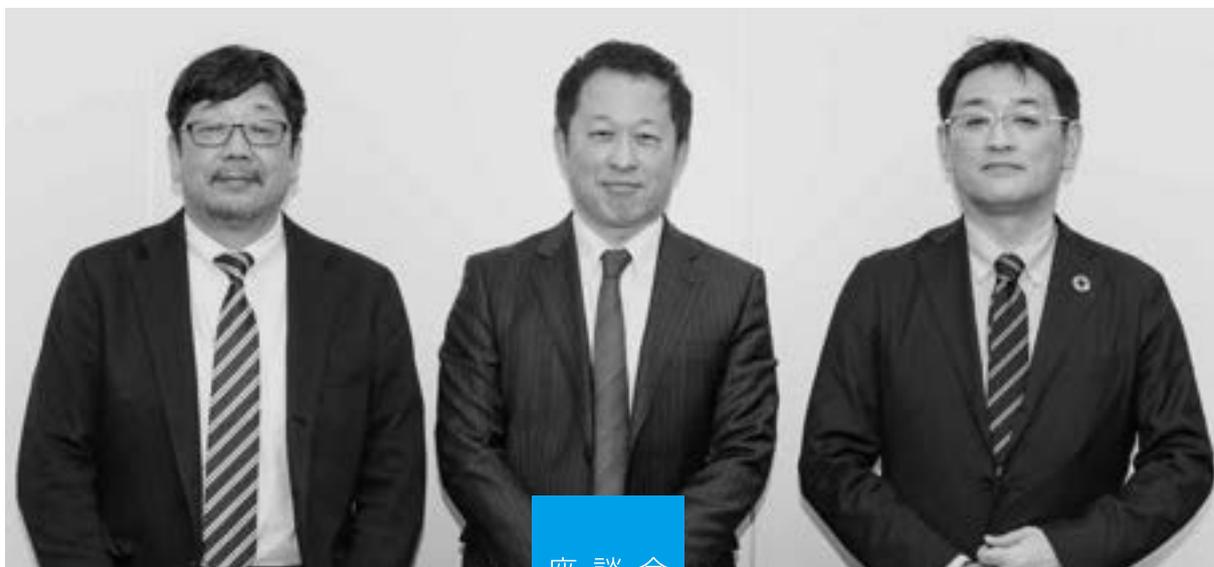
第77回 ISSBの設立とプロトタイプ ..... 68

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 Information

..... 77

# 不動産投資のための 情報インフラの未来



座談会

不動産証券化、とりわけJリートの誕生以来、投資不動産に関する情報の整備が進み、それが不動産投資・証券化市場の成長、透明性の向上に繋がったのではないのでしょうか。本座談会では、過去を振り返りつつ、不動産投資・証券化市場の更なる発展に向けて、どのような情報インフラの整備が必要か議論いただきました。

今では当たり前のように利用されている情報やデータが仮にないとしたら、読者の皆さんのビジネスのやり方にどのような影響があるのでしょうか。また、今はまだない情報やデータが入手できるとすれば、どんなビジネスが展開できるのでしょうか。このような想像をめぐらせながら、この記事を読んでいただければ幸いです。

なお、本座談会は新型コロナウイルス感染拡大防止の観点からアクリルパネル設置等の対策を行い実施いたしました。このため、一部の写真が見づらくなっておりますがご了承ください。

日時：2022年2月18日（金） 場所：AP新橋（Eルーム）

出席者

小夫 孝一郎氏

ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社  
オルタナティブ調査部長  
アジア太平洋不動産リサーチヘッド

高井良博氏

三井住友信託銀行株式会社  
不動産営業第一部 理事 アレンジメント担当部長

山下 誠之氏

一般財団法人日本不動産研究所  
研究部長・国際部長

## 1. 黎明期を振り返る

～鑑定評価の発展とインデックスの整備～

山下 本日はよろしく申し上げます。まずは自己紹介を兼ねて、過去および現在における不動産投資・証券化市場とのかかわりについて、本日のテーマである情報インフラ整備にも触れつつ、お話いただければと思います。

高井良 現在は三井住友信託銀行で、主に私募不動産関連のエクイティプロダクト組成や提案、企業の保有不動産に対する流動化提案、私募リート市場への参入を検討している企業に対するアドバイザーをしています。約10年前はARESに出向し、さらにその10年前には日本ビルファンドマネジメントに出向していました。もう20年以上この業界に関わっています。投資情報とのかかわりという意味では、当時なかなか根付かなかった不動産ファンドインデックスに関し、ARESへの出向中にAJPIとAJFIを立ち上げました。不動産私募ファンドを組成・運用している国内の不動産運用会社各社に参画いただき、システム設計から算出方法の検討、更にはデータ抽出まで協力して進めました。

さらに当時を振り返ると、ARESで私募ファンドの発行開示と継続開示に関する「ARES私募不動産ファンドガイドライン(現在は、私募不動産投資運用評価ガイドラインに改編)を制定したことが記憶に残っています。これは機関投資家が私募ファンドへの投資を検討する際、運用会社が機関投資家に開示すべき標準的な項目を示し、両者によるコミュニケーションの円滑化などを目的としたものです。背景には、Jリートは金商法や投信法の法定開示資料がありますが、私募ファンドについては商品概要書や運用報告書について業界スタンダードがない状況でしたので、当時それを改善しなかったという思いがありました。

山下 高井良さんとは日本ビルファンドに出向されていた時に初めてお会いしましたが、ARES

で調査部長としてご活躍されていた際に、鑑定評価やインデックスなどについて議論させていただきました。続いて、小夫さんお願いします。

小夫 ドイチェ・アセット・マネジメントの不動産部門でアジア太平洋のリサーチを統括しています。日本以外のマーケットも見ているので、日本と海外における情報開示の比較から日本の優れている点や逆に気になる点を日々感じており、本日は自分なりの考えをお話できたらと思っています。またリーマンショック前は、邦銀の欧州拠点からヨーロッパの不動産を見ていたので、ヨーロッパとアジアとの比較も交えてお話できたらと思っています。

山下 ありがとうございます。小夫さんとは弊所の研究部でも情報交換等で以前よりご協力いただいています。

次は私の番ですが、私は今、日本不動産研究所で研究部と国際部を兼務してまして、研究部では「市街地価格指数」、「不動産投資家調査」、「国際価格賃料指数」など様々な調査を行っています。不動産投資家調査の結果については、ARESと共に報告会で皆さんにフィードバックさせていただいていますが、この調査は、もともとは投資や鑑定等の実務家・専門家へのアンケートに基づいて各地の利回り等を詳細に調査しているアメリカのリアル・エスレート・インベスター・サーベイを参考に、弊所で20年以上前から半年ごとに継続的に実施しているものです。加えて、オフィスのマーケット予測のほか、土地や住宅の価格指数の調査も長年にわたり行っています。最近では、不動産テックやESG、SDGsなどの比較的新しい分野についても調査研究を進めているところです。国際部では、主に日本の金融機関、不動産会社、ファンド運用会社等の皆さんが海外で不動産投融資や開発・販売を展開する際に、現地の提携先と連携しながら、市場調査や事業採算調査などのリサーチや、投融資・財務報告等のための鑑定評価等のサービスを行っています。

私の現在の担当業務の紹介は以上ですが、不動産証券化市場と情報インフラに関わる経験について、少しお話ししたいと思います。90年代の後半、「証券化とは何だろう、果たして日本でできるのか？」と言われていた当時からはほぼ10年、私は日本不動産研究所で証券化関連の鑑定評価を、日本でノウハウがほぼゼロの状態から現在行っているような実務を定着させるところまで担当しました。当時をふり返ると、日本で不動産証券化を定着されようとする場合、二つの情報インフラが絶対的に足りないといふ多くの識者から言われていました。一つは鑑定評価、もう一つはインデックスです。

まず鑑定評価の方からお話しますと、90年代後半、日本の不良債権を狙った海外投資家が参入してきた際、彼らにとっては日本の鑑定評価、特に収益還元法が自国のそれとかなり流儀が違うものに見えたようです。われわれ不動産鑑定士はマーケットを離れて独自の見解を述べるのではなく、基本的にはマーケットで特定の物件についてどういう価値が成り立つのかを分析し、報告するのが仕事です。当時の日本は、それまで右肩上がりのマーケットでしたので、不動産の収益性ではなく、将来の値上がり期待のもとでの資産性によって価格が形成されていましたので、収益アプローチは不動産の評価にはなじまず、適用しても現実のマーケットを説明できないことが多かったため、結果的に収益還元法の実務的な精緻化が進んでいませんでした。収益還元の方法としては、DCF法であれば、将来キャッシュフローを予測して一定の利回りで割り戻して合計するという非常に単純なものです。その裏付けとなる数字をほとんど持っていませんでした。実際、多くの不動産を賃貸していた不動産会社や保険会社の現場でも、現在のように収支データを物件毎に管理していたわけではなく、わざわざレントロールを作成することはありませんでした。ですので、現在は複数のJリートや私募ファンド等を運用している会社でも、私たちが鑑定評価のために個別のテナントと

の契約条件を調べるためには、書庫に行って厚いファイルを何冊も調べなければなりません。当然、将来キャッシュフローや利回りのベンチマークとなる指標もありませんでした。

そのような状況の中で、90年代後半に日本不動産研究所が組織をあげて取り組んだことが二つあります。一つは、利回りのベンチマークに関して、冒頭触れた「不動産投資家調査」を開始し、さらにロンドンに本部があったIPDと提携をして、イギリス中心にヨーロッパで利用されていた不動産インデックス(収益率の指標)を日本にも導入するという野心的な試みに挑戦しました。もう一つは、将来キャッシュフローに関して、家賃や稼働率(空室率)などオフィスマーケットの将来動向を予測するという、これも非常にチャレンジングな試みを三鬼商事さんの協力を得て取り組みました。それまで将来予測というのは、鑑定評価の世界ではタブー視されていましたが、価格自体を予測するのではなく、家賃や稼働率(空室率)について、きちんとした裏付けなり、合理的な前提条件つきで将来を予測することはDCF法を適用するためには不可欠な取り組みでした。

小夫 不動産で収益還元法や利回りをを用いるというのは、日本にまだ不動産神話があったバブル時代からするとコベルニクスの転換だったと思います。それが2000年代のファンドブーム以降、折り込みチラシでも収益不動産の利回りを出すようになり、徐々にデータも整備されました。リートが誕生したことが大きいとは思いますが、過去20年でかなり進んだ部分だと思います。

山下 高井良さんはインデックスをARESで整備した際、かなりご苦労されたと思います。当時の問題意識などお話しいただけますか。

高井良 ARESに出向する前、具体的には2000年代リーマンショックの前後ですが、年金資金をお預かりして不動産へ投資する仕事に8年ほど携わっていました。当時は、業界全体としても、年金等の機関投資家の資金をどうやって日本の不動

産投資市場に持ってくるかというのがテーマでした。年金基金は、当時から海外資産への投資が豊富で、運用手法も欧米型で先進的な機関投資家であり、海外にある投資インフラを日本でも整備していくことが必要でした。当時、欧米にあって日本にないものの一つがインデックス、もう一つは私募リートという商品でしたが、こうして振り返ると徐々にキャッチアップされていったのではないのでしょうか。2000年代前半と比べると国内外の機関投資家の資金は桁違いに不動産市場に入っていますし、GPIF等の有力な国内の機関投資家が参入する市場にまで成長した。もちろん、それらが全てインデックス等のおかげだとは思いませんが、最低限の情報インフラの整備は機関投資家が参入する土台となったのではないのでしょうか。

山下 ありがとうございます。不動産投資インデックスは、ファンドベースでも、実物ベースでも年金等の長期資金を運用する機関投資家にとって、とりわけ有用であると言えますね。

## 2. 利用者にとって有用な情報インフラとは - 欧米との比較の観点からも

山下 これまでのお話で、過去をふり返ると鑑定評価やインデックスなど情報インフラの整備が不動産証券化が普及するための基礎的な情報インフラであったことや、それらが不動産投資市場の拡大に寄与してきたことを再認識できました。様々な情報を分析し、解釈して、それを投資家の皆さんに伝えるという意味でリサーチという分野も重要な情報インフラの一つではないかと思いますが、小夫さん、例えば、機関投資家が不動産投資のメインプレイヤーであるヨーロッパの不動産リサーチがどのようなものであるか、少し教えていただけますか。

小夫 よく驚かれるのですが、ヨーロッパを始め欧米における不動産リサーチの仕事は、一言で言うとトータルリターンを予想することです。当



小夫 孝一郎氏

ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社  
オルタナティブ調査部長  
アジア太平洋不動産リサーチヘッド

### PROFILE

おぶ こういちろう

1995年東京大学経済学部卒、住友銀行（現三井住友銀行）入行。同行の欧州駐在シニア・アナリスト（欧州不動産・テレコムセクター）、同行企業調査部建設・不動産チームのグループ長などを歴任。2007年よりドイツ銀行グループ所属。2013年よりオルタナティブ部門でアジア太平洋リサーチ&ストラテジーヘッド。2015年よりドイチェ・アセット・マネジメント所属。国内・海外のセミナー・大学などで講演・講義多数。アジア市場及び国内向け不動産レポートを英語・日本語で執筆する。

然、賃料や空室率、キャップレートの予想もしますが、もう一段進んで「投資家に每期いくら返ってくるのか」、賃料収入と物件のキャピタルゲインを総合した市場のトータルリターンを予想します。ARESのデータでいうとAJPIの将来予想をすることに相当します。日本でもインデックスの整備はかなり進んでいるのですが、どうもそれが業界に広く浸透するところまで至っていない印象です。リサーチの仕事でも市場トータルリターンの予想を行っている会社は国内だと非常に限られ、多くはキャップレートの予想で止まっています。「実物不動産のトータルリターン?なにそれ?」のような反応をされることが多くあります。新聞でも業界誌でも扱われることはほとんどありません。

山下 ヨーロッパでは、リサーチという専門領域の役割として、トータルリターンの予想が主で、インデックスをはじめとするデータの使われ方も日本とは異なるのです。その理由はどこにあるとお考えですか。

小夫 日本では、持ち家や自社ビルなども含めて2千数百兆円ともいわれる国内不動産の総額のうち、証券化された不動産は全体の1%程度でしかなく、残りの大半がバランスシートで保有されているというのが大きな理由だと思います。つまり、不動産の所有と経営の分離があまり進んでいない。Jリーートの資産総額は年々拡大していますが、そこにも日本独自の「スポンサー制」が介在しているので、この1%の部分ですら本来の証券化なのかと外国人には訝しがられることもあります。バランスシートで保有する場合、空室率や賃料をみればそれで十分なのですが、証券化不動産の場合はそれだけでは足りません。機関投資家はトータルリターンの数字を見ますし、その数字をふまえて不動産・株式・債券のベストアセットミックスはどうなるのかという計算をしています。これを行うには実物不動産においてもインデックスの整備と運用が必要です。その辺の市場構造の違いが普及の遅れに影響しているのではと思います。こ

の「1%」の割合が増えてくると日本でもデータをどう使っていこうかという話に進むのだらうと思います。

私は大学(大学院)で講義を持っているのですが、アメリカと日本の不動産の授業の大きな違いは、「不動産市場を金融商品として、ファイナンス理論を使って分析できているかどうか」です。日本は物まわりに強いバランスシートプレイヤー主導のマーケットなので、金融商品として不動産市場を見るという点ではまだ歴史が浅い。金融と不動産両方の知見がある人材も増えていますが、欧米市場には追いついていないと感じる部分です。

山下 Jリーートの誕生で本格的に金融と不動産が融合してから20年以上経ちましたが、欧米との差は依然として大きいということですね。インデックスの使われ方に関して高井良さんから何か補足はありますか。

高井良 日本でみんながインデックスを使っているかというと思いません。小夫さんが指摘されたように所有と経営の分離があまり進んでいないというのがあります。日本はそもそも不動産会社のプレゼンスが圧倒的に高いです。インデックスは本来institutionalな投資を行っている機関投資家に向けたもので、不動産会社ではインデックスなどはあまり活用されていないと思います。ただ、日本の不動産市場も不動産会社がバランスシートで持つだけでは対応できない市場規模となっており、国内外の機関投資家の資金を取り込む上でインデックスが果たした役割はあったのではではないかと思えます。最近では、サブインデックスとして私募リーートのファンドインデックス(AJFI)が利用できるようですが、カバー率も高くユニバースが限定されたインデックスですので利用価値も高いと思います。

あと、例えばGPIFの運用資産額は世界一ですが、欧米では運用資産額はGPIFより小さいながら年金基金や財団、学校法人など属性も多様で機関投資家の数は圧倒的に多い。つまり、日本は不

不動産投資の情報を必要とする機関投資家の絶対数が少なく、属性の多様化が必要ではないかと感じています。

山下 そのとおりですね。先ほど日本不動産研究所が90年代後半に英国ベースで欧州を中心に不動産インデックスを提供していたIPDと提携して、同様のインデックスの開発に挑戦したというお話をしました。結末としては、独自のインデックス開発は断念したけれども、インデックス計算の基礎とするために始めた不動産投資家調査は今では多くのマーケット参加者に利用していただいていますし、日本でのインデックス開発の取り組みはIPDが引き継がれる形となりました。とはいえ同社も営利企業ですので、いつまでも先行投資を続けることはできなかったようです。現在はIPDそのものがより大きな金融メディアであるMSCIの傘下に組み込まれています。

ちょっと脱線してしまいましたが、なぜ弊所が不動産投資インデックスの開発を断念したのかということですが、日本では年金等の機関投資家がコストを支払ってまでインデックスやインデックス等のデータを利用した不動産専門の年金運用コンサルティングを必要としていなかったことが大きかったと総括しています。もちろん、物件単位の収支実績の詳細データを継続的に提供いただけるような仕組みがなかなか構築できなかったこともあります。

小夫 とても興味深い視点だと思います。先ほど高井良さんがおっしゃった、日本では不動産会社のプレゼンスが高いという話と似ているかも知れませんが、不動産はローカルビジネスなので、必ずしも全て欧米市場を模倣する必要はありません。特にバランスシート型の日本のデベロッパーは「アセットを持っているほうが正しい」というメンタリティがあるように思います。これは一般の事業会社も同じで、日本では本社ビルを自社で保有するケースが多いですが、欧米企業ではあまり一般的ではありません。長期的な時間軸の流れを把握す

るために例えば企業に置き換えてみると、株式市場を通じて会社の所有と経営の分離が進み、これが資本主義の成長を支えてきたという歴史があります。不動産の場合、必ずしも所有と経営の分離が一本調子で進むことがいいとまでは思っておりませんが、少なくとも投資家を育てようと思えば、情報開示は大事な一端かと思います。リートとデベロッパーを比べると、全物件のNOIを開示するリートの方が投資家にはわかりやすいのは間違いない。所有と経営の分離はつまり、市場の透明性を高める役割を果たしているのではと思います。

山下 ありがとうございます。今後の情報インフラのあり方も、この時間軸をどう考えるかに関連する部分もあると思ったので日頃の疑問をお伺いしました。自己紹介でもお話したとおり、いま私は国際部を兼務しており、欧米だけでなく、アジアの先進国や新興国の多くの案件を見ています。そこで感じていることは、所有と経営、さらに開発という三つの機能が一体となっている新興国と、これらが分離していて、それぞれをサポートする情報サービスやコンサルティング・サービスが発達している米国など欧米に対して、日本はその中間にあるということです。そこで私の日頃の疑問は何かと言うと、日本は欧米のような三つが分離する方向に進むのであろうか、ということなんです。方向性としては、そうなんだろうとは思いますが、その足跡をそのまま辿るのではなく、良い意味で日本流の進化形があるのではないかと。実際、今の新興国の不動産ビジネスの姿をみると一昔前の日本に非常によく似ていますが、技術進歩という時代の違いによる差異も少なからず見られます。このことは日本が一直線に欧米スタイルに向かうのではないということを示していると感じています。

少し視点を変えて、市場の透明性など情報に絡んで、例えば欧米との比較で感じていることがあれば教えて下さい。

小夫 少し前まで、日本はデータ開示が遅れて



高井良 博氏

三井住友信託銀行株式会社  
不動産営業第一部 理事 アレンジメント担当部長

## PROFILE

たかいら ひろし

1991年三井信託銀行（現三井住友信託銀行）入社。不動産証券化の黎明期より証券化関連業務／年金・公的資金等の不動産投資に従事。2000年日本ビルファンドマネジメント株式会社へ出向、日本初のJリートの上場に関与。その後約8年にわたり年金資金による不動産投資の投資業務に従事。年金資金向け業界初の私募リートの開発を先導。2011年よりARESにて、不動産投資インデックス(AJPI)の開発を先導。現在、証券化や私募ファンド・私募リート等の組成に従事。不動産鑑定士。京都大学農学部卒。

いる、透明性が低いという見方がありましたが、ARESが公表しているデータを見ると情報量は素晴らしいです。Jリートが全物件のNOIなどを開示しているのを我々は当たり前のように思っていますが、米国リートでも全件の情報開示はしていません。また、オフィスや住宅は当然として、ホテルの賃料データを無料で入手できるのはおそらく世界で日本だけです。ホテル業界の情報開示は稼働率や客室単価のデータが揃うかどうかJLL社の市場透明性の評価項目となっています。この項目に賃料は入っていないのですが、それが入っていないのはホテル業界に募集賃料というものが存在しないからです。ただ、募集賃料は存在しないとしても、実際にオペレータが払っている賃料（支払賃料）は存在します。このホテルの支払賃料のデータが無料で取れる国は日本以外にありません。これを使うと例えば同じ都市でホテルとオフィス、住宅の坪当たりの賃料推移を横比較することができます。こういった分析は海外にはないので、外国人にも「こんな分析ができるのか」と非常に驚かれるところです。日本のデータ開示はアメリカ基準でみると遅れている部分もあるのですが、よくよく見ると本当に素晴らしいと思います。

一方、リートの取得時のキャップレートは、想定NOIを用いていることもあり、既存賃料がベースとなるゴーイングイン・キャップレートではないため個人的には使いづらいと感じています。そこは他国に比べて弱い気がします。

高井良 想定NOIは、安定稼働後ないし調整後とされている場合に加え、いわゆるプロフォーマベースのものが含まれていると思います。各社の収益見通しの違いがあって比較しづらいところもあり、現場では、おっしゃったゴーイングインに加え取得時鑑定の還元利回りや鑑定純収益の取引価格に対する利回りなどを見えています。

山下 用語や計算の仕方を標準化する余地がありますね。ただ、日本は無料で取れるデータ範囲がかなり広いというのは確かだと思います。例え

ば米国では、投資不動産に関してはCoStarのようなデータプロバイダーがいて、物件単位の取引履歴や賃料のほかにフリーレントや契約期間などテナントごとの賃貸情報といった詳細なデータが入手できます。ただし、それらの情報はタダではなくて、定期契約のもとで決して安くはないデータ利用料を払う必要があります。先ほどのお話にあったホテルの各種データでも、CoStar傘下のSTRなどの有料のデータ・サービスが広く利用されています。その他、情報やデータに関して、諸外国との比較で何かお気づきの点はありますか。

小夫 「東京の住宅価格は今上がっていますか?」と聞かれたときに上がっているとすぐに答えられますが、「オフィスの価格(賃料でなく物件価格)は今上がっていますか?」という質問に答えるツールはあまり整備されていません。「キャップレートは2年間で一度だけ少し動きました」では正直わかりづらいですし、AJPIの物件価格データは公表まで9カ月くらいかかってしまうのでどうしてもタイムラグが生じてしまう。建物の坪単価で市況を示す指標が普及したらいいなと思っています。異なる物件のデータをどう均質化するのかという点が難しいのですが、大和不動産鑑定様がオフィスの床単価指標をすでに出しています。ただ業界でもまだあまり広まっていないので、使う側も賢くなるべきと感じています。

山下 オフィスだけでなく色々な用途でそのような指標が必要ではないかという問題意識は持っています。いま弊所で実施している国際不動産価格賃料指数は床単価ベースでの指数なので、さらに細かく日本各地をカバーする形で床単価の動きを示す指標を開発することも皆さんにとって有用かもしれません。今、世の中になくて皆さんが困っている情報を広く提供することは私が所属している日本不動産研究所の調査研究部門の役割でもあります。大和不動産鑑定様が出されている指標だけでなく、複数の少し特徴の異なる指標があってもいいでしょうし、両方で連携して取り組むこと

も一案ではないかと個人的には思っています。

小夫 床単価の例を出したのは、日本は公示地価で地価を出しますが、韓国は建物の床単価を公示地価で出しているからです。日本もデータで示せると面白いかなと。

山下 韓国では不動産の取引情報を政府が集めて、そのうちのマンションの取引情報を政府系の調査・鑑定機関が分析して、マンションの公示価格(単位面積あたりの床価格)を公表しています。

日本の不動産の鑑定評価の分野でも、床単価のインデックスが今後必要になるだろうと思っています。土地と建物の価格を積み上げる原価法に代わって、開示されているJリートによる取引情報をもとに、土地ではなく、床単価を直接比較する取引事例比較法を適用すべきという議論もあります。実際、欧米では収益還元法のほかに適用する評価手法は原価法ではなく、床単価や住戸当たりの価格を比較する取引事例比較法の方が一般的です。日本では詳細な取引情報の入手が難しいということで、投資不動産の鑑定評価に床単価での取引事例比較法は基本的には適用されていません。東京都区部など比較可能なJリート等の取引情報が豊富なエリアから、マーケットでの価格形成を説明しにくくなっている原価法を取引事例比較法に切り替えていくような取り組みも必要ではないかと思っています。

高井良 不動産は住宅でもオフィスでもグレードによって床単価は大きく異なりますので、トータルインデックスをつくるのがいいかは検討の余地があると思います。信託銀行は機関投資家グレードの不動産取引の取扱いとしては最大手だと思いますが、こうした機関投資家グレードの投資用不動産について床単価のインデックスがあることは、プレイヤーにとっても有用だと思います。

小夫 グレードによって全く異なるのはおっしゃる通りですが、それはオフィスの平均賃料やマンション価格でも同じです。それでも平均の動向を数値で示すことに意味はある気もします。個

人的にはビルの平均床単価の動向が広く認識されていくと嬉しいです。

**高井良** マンションの販売単価の相場感がありますし、オフィスの床単価に関しても取引現場では使われています。指数ではなく、同質の取引事例として。日常的に見聞きするので、プレイヤーや業者は体感的にわかっています。

**山下** それを一般の人たちにもわかるようにする指標が今はないですね。床単価の動きを示す指標は基本的なマーケット指標の一つとして是非ほしいところですし、先ほどお話ししましたように鑑定評価の分野では近い将来に必要となる可能性があります。

### 3. 不動産テックや ESG 投資の潮流を受けて

**山下** それでは、最近のホット 이슈でもある不動産テックや ESG に絡めて、情報インフラの観点からご意見があればお願いします。

**高井良** この 20 年でありあまり発展しなかったことは何かということですが、情報の伝達の部分が非常に遅れていると思っています。例えば、買い手に提供する物件情報は、依然として基本的に紙や PDF ベース、収支も独自フォームのスプレッドシートで提供され、それが個別にやり取りされています。また、先ほども話題になりましたが、各社の NOI の出し方も様々で、投資家は自らのフォーマットに入力し直すなど非常に手間がかかります。プレイヤーやエージェント全員が同じ情報を提供ないしアクセスできるプラットフォームが整備されると良いと思います。世に言われる DX による技術・業務革新以前の問題として、データの伝達・処理というデジタル化段階で課題があるのではないかと思います。過去、海外の Argus というソフトウェアを日本に導入するという話もありましたが立ち消えになってしまいました。

**山下** ご指摘のように日本の不動産投資市場の

プレイヤー構造などが影響して、真の意味でデジタル化が進んでいないというのはあるかもしれません。米国では、鑑定評価でも広く利用されているソフトである Argus のデータはマーケットに参加するプレイヤー間でやり取りされています。日本でも共通プラットフォームを使った情報の伝達の必要性は高まっています。

ちなみに、Argus が日本の鑑定評価で定着しなかったのは、それが日本の不動産の取引や賃貸慣行に合っておらず、無理に合わせようとすると入力等の操作がかえって煩雑になってしまうことが一因です。言い換えれば、わざわざ専用のソフトを使わなくても、一般的な表計算ソフトで十分に対応できるということです。例えば、長期の賃貸契約が主流の米国等では一つ一つの契約内容が将来のキャッシュフローの大半を規定しますが、日本では普通借家が一般的で、賃料がどのように改定されるのか、いつテナントとの契約が終わるのか確定できません。ですので、市場の一般的なトレンドをベンチマークとするような前提を置くといった Argus の基本思想であるテナントごとの分析の重要性は欧米ほどは大きくないと言えます。

**小夫** DX やデジタル化の話で言うと、アメリカの大学院の不動産コースでは「ソフトウェア & ツール」という授業が設けられていて、Argus などの使い方を学ぶ時間があり、日本との差を感じます。高井良さんのお話の中で賃貸慣行の違いというのがありましたが、不動産事業はローカルビジネスなので細かなルールやソフトの一元化は簡単ではないと思います。ただ、一度ファンドという金融商品を通すと開示基準がある程度定まってくるので、投資家に開示する情報は一定化しています。この 10 年くらいでかなり標準化が進んできたと思います。一方個別物件の話になると、まだ PDF が飛び交っているので、今一つのところだと思います。

**山下** そのとおりですね。不動産と金融では求められる情報やスピード感が違うということかも

しれません。不動産テックは特定のプロが参加する不動産投資市場よりも不特定多数のマスマーケットである住宅市場の方が効果を発揮し、かつ広く薄く投資回収するような一定のボリュームと成長が期待できるビジネスが馴染みやすいと思いますので、その分野からイノベーションが進むのではないかと個人的には見えています。

さて、ESGやSDGsも最近のホット 이슈だと思いますが、情報インフラという観点で取り組むべきことなどご意見をお聞かせください。

高井良 株のマーケットでは機関投資家の圧力もあり、環境・ESGの統合報告書が発行されています。その流れはJリートや私募にも来ていて、開示内容も含めて一段上のパフォーマンスを求められる時代になってきていると感じます。弊社も最近は様々な形でカーボンニュートラルへの取り組みを進めています。

山下 弊所がよく聞かれるのは、CASBEEやDBJグリーンビルディング、LEEDといった認証を取得すると不動産価値にどれだけ影響するののかということです。鑑定評価を行う側としては、投資家の資金を運用する機関投資家の間では、これらの認証の取得等のESGへの取り組みを投資判断に利用することが一般的となっており、そのような条件を満たさない物件は機関投資家の投資対象とはなりにくくなっていることは認識しており、その範囲において不動産の価値に何らかの影響はあると考えています。とはいえ、それが広くマーケット全体のコンセンサスとなっているとまでは言えないという見方も依然として多いという現状では、その条件を括りだして積極的にプラス評価することに一步踏み出すかどうか、微妙な時期だと思っています。このことについては、欧米だけでなく、日本でも様々な調査結果が出てきていますので、このような実証的な調査や利用可能なデータが揃ってくるであろう近い将来には、不動産の価値への影響に関する考え方や見方も定まってくると思います。



山下 誠之氏

一般財団法人日本不動産研究所  
研究部長・国際部長

#### PROFILE

やました まさゆき

90年代後半からDCF法など収益還元法の実用化や評価ツールの開発、市場データの整備や投資インデックス等の研究開発を担当するなど主に鑑定評価の立場から不動産証券化市場のスタートアップに参画。世界金融危機前のサブプライム問題への懸念が広がりつつあった欧米及び日本の不動産及び証券化市場を財務省財務総合政策研究所の特別研究官として調査・分析。現在は、気候変動・ESG・サステナビリティ、不動産データ活用(不動産テック)といった先進課題に関する調査研究、海外不動産市場の調査や海外機関との技術協力などのプロジェクトを推進。

高井良 投資家の属性にもよりますが、ESGに配慮していればリターンが低くても良いとはならないでしょう。ESGだから中長期的に付加価値を見出すようになるには、ある程度ヒストリカルデータが必要ですし、そもそもESGによる付加価値は定性面では説明できても、定量的には説明しづらいという点も課題ですね。

小夫 ESGは今一番ホットなテーマで投資家からの質問も多いのですが、ESGの観点で優れている案件だからといってリターンを犠牲にはできないというのは私も投資家さんから伺います。ESGでいつも疑問に思うのが、「ESGに配慮した新しいビルをつくりました」という宣伝です。たとえ環境配慮ビルだろうと、新しいビルをつくるのは既存のビルを直しながら使うより環境に悪いのではと思うことがあります。ただ欧米ではESGに配慮しているオフィスでないと入居の社内決裁が下りないテナントや、投資対象も厳選しないと各方面から指摘されるという公的機関もありますので、日本でもその流れが強まってくるかもしれません。今のところESGに配慮したオフィスだから何%賃料を高く払いますというようなレベルの話には至っていませんが。

ESGに関して最近リサーチ側でよく目にするのは、各都市の環境・気候変動リスクを数値化するようになってきたことです。日本では地震リスクが高く、オーストラリアだと森林火災リスクがあ

りますが、気候変動リスクを数値化してポートフォリオベースで管理していこうという流れがあります。これまでは市況変動やボラティリティ、市場の流動性が主な計測リスクでしたが、今度は環境リスクもそこに入れましょうと。全体に占める追加リスクの割合は微々たるものですが、投資判断の目安の一つになりつつあるので、日本もそちらに向けていこうと感じています。

山下 ありがとうございます。本日は不動産証券化マーケットについて深い見識と経験をお持ちのお二人のお話をおうかがいすることができ、私個人としても非常に刺激を受けましたし、読者の皆さんもそのようにお感じになったのではないのでしょうか。

今日のテーマは「不動産投資のための情報インフラの未来」という日常のビジネスで即使用可能な話題ではないかもしれませんが、日常を離れて時間軸や国際比較という観点で皆さんのビジネスを陰に日向に支えている情報やデータというものを改めて考えてみる機会にはなったのではないのでしょうか。今という時代は過去によって形づくられています、未来は現在を出発点として私たちが創っていくことができるものです。「意志あるところに道は開ける」と言われるとおり、不動産投資のための情報インフラも志のある者たちをみんなが支えることで進化・発展するものであると思う次第です。

# 運用会社における女性活躍と 今後への期待

～ ARES 女性マスター活躍推進小委員会 座談会～



座談会

本年2月1日、昨年に続きARES女性マスター活躍推進小委員会によるオンラインの座談会が開催されました。今回は「運用会社における女性活躍」にテーマを絞り、プロロジス・リート・マネジメント株式会社 代表取締役社長 坂下雅弘氏とスターアジア投資顧問株式会社 取締役兼財務管理部長 菅野顕子氏にご講演いただき、お二人に加えて、ファシリテーターとして、女性マスター活躍推進小委員会委員長である東急不動産株式会社 取締役 執行役員 都市事業ユニット長 榎戸明子氏、委員会メンバーである三井住友信託銀行株式会社 不動産企画部ESG企画推進チーム 調査役 関恵都美氏によるパネルディスカッションが行われました。

※本稿は、2022年2月1日にオンラインで行われた講演および座談会を一部加筆してまとめたものです。

## パネリスト

坂下 雅弘氏

プロロジス・リート・マネジメント株式会社  
代表取締役社長

菅野 顕子氏

スターアジア投資顧問株式会社  
取締役兼財務管理部長

関 恵都美氏

三井住友信託銀行株式会社  
不動産企画部 ESG 企画推進チーム 調査役  
当協会女性マスター活躍推進小委員会委員

## ファシリテーター

榎戸 明子氏

東急不動産株式会社  
取締役 執行役員 都市事業ユニット長  
当協会運営委員、教育・資格制度委員、女性マスター活躍推進小委員会委員長

※プロフィールおよび文中記載のご講演者のご所属先、お肩書については座談会開催時点(2022年2月1日)のものです。

榎戸 みなさま、こんにちは。不動産証券化協会の女性マスター活躍推進小委員会の委員長の榎戸です。多様化、グローバル化が日々進む不動産証券化マーケット市場をけん引し成長させていくARESマスターにも多様化が求められています。当委員会では不動産証券化ビジネスに携わる女性の活躍やダイバーシティ&インクルージョンの推進をサポートすべく活動を続けています。本日は、プロロジス・リート・マネジメントの坂下社長とスターアジア投資顧問の菅野取締役にご登壇いただきます。お二人はご講演で自己紹介をさせていただきますので、その前で恐縮ですが、当委員会のパネリストとして参加している三井住友信託銀行の関さんから自己紹介をお願いします。

関 三井住友信託銀行の関と申します。信託銀行の不動産事業でESGに関連する企画推進業務を

行っています。本日はこの業界の一線で活躍されているみなさまとこのような会を持たせていただけることを大変ありがたく感じています。よろしくお願いいたします。

榎戸 ありがとうございます。改めて本日ファシリテーターを務めます榎戸です。私は東急不動産で現在は都市開発運営、不動産証券化ビジネスなどを担っていますが、リート運用会社である東急不動産リートマネジメントに6年近く在籍していました。運用会社は社員数が比較的少ないため女性社員の数も多くありません。他社の多様性を容認する職場環境や制度について本日のお話を大変楽しみにしています。それでは坂下さんお願いします。



## 「良い文化」を持った会社を目指し

プロロジス・リート・マネジメント株式会社  
代表取締役社長

坂下 雅弘 氏



坂下 雅弘氏

プロロジス・リート・マネジメント株式会社  
代表取締役社長

### PROFILE

さかした まさひろ

1984年住友信託銀行（現 三井住友信託銀行）入社。不動産業務部企画課長、不動産情報開発部室長等を歴任。2005年プロロジス入社。開発統括部長、事業企画・オペレーション本部長、チーフインベストメントオフィサーを経て2012年6月より現職、同11月に日本プロロジスリート投資法人の執行役員にそれぞれ就任し、現在に至る。不動産鑑定士。同志社大学法学部卒。

プロロジス・リート・マネジメントの坂下です。私は信託銀行で22年間、不動産とファイナンスの業務を中心に携わった後、2005年にプロロジスに移り、2012年からリートの運用会社の責任者を務めています。私などが女性活躍をテーマに語るのは大変おこがましいことだと思いますが、日本企業と外資系企業の両方から不動産業界の変遷を見てきた立場として、少しでもみなさまのお役に立てる話ができればと思っています。本日はよろしく願いいたします。

まず少し会社のバックグラウンドについてお話すると、私共プロロジス・リート・マネジメントは日本プロロジスリート投資法人の資産運用会社で、物流不動産事業をグローバルで展開するプロロジス・グループの会社です。グローバルのプロロジスはニューヨーク証券取引所に上場している米国リートで、世界19カ国で約4,700物件の物流不動産を運営し、約5,500社の企業とお取引をいただいています。日本では1999年に活動を開始し、昨年までに全国108物件、約760万㎡の開発実績があり、開発から運営まで物流不動産の全てを統合したワンストップサービスを提供しています。我々が運営する日本プロロジスリート投資法人は2013年に2月に上場し、今年で10年目になりますが55物件、約8,000億円規模の資産を運営するに至っています。本投資法人はプロロジス・グループが日本で開発する物件のグループ内唯一の長期保有ビークルと位置付けられているため、開発会社プロロジスとは密接な関係にあり、我々運用会社を通じてその特徴を生かした運営がなされています。こうした背景もあり、運用会社の従業員は全員、上場以来一貫してスポンサーであるプロロジスからの出向という形を取っており、

スポンサーとの人事交流も積極的に行っています。

プロロジス・リート・マネジメントは現在17名、男性10名女性7名という構成です。役員では5名の取締役のうち2名が女性、投資法人の監督役員は3名のうち女性は1名です。プロロジスジャパンの昨年末時点での従業員の47%が女性です。女性活躍の取り組みに焦点を当てた特別なことをしているわけではありませんが、プロロジス・グループはグローバルにインクルージョン&ダイバーシティ(I&D)を企業カルチャーとしてコミットしており、トップも繰り返しそのメッセージを発しています。そのため、I&Dに関する従業員の意識は比較的高いと感じます。とはいえ、女性を優先して採用したり、昇格させようということはありません。従業員が人種や性別にかかわらず公平で安心して働ける環境づくりを目指していて、結果として女性が多く活躍する会社になっているように感じます。

日本では事業開始当初、数少ない外資系デベロッパーということで、「黒船」や「儲けたらすぐ出ていくのだろう」などと揶揄もされましたので、「しっかり日本に根付いていくこと」「お客様や社会に必要とされる会社になること」が大きな課題でした。それは当時社長の山田が言っていた「物流不動産屋として土着する」という言葉に象徴されています。そして、

そのために取り組んできたことが、「良い文化を持った会社」をつくること、つまり、「従業員が生き生きと働ける環境」を整え、「カスタマーに最高のサービス」を届けて、「地域の方々にも愛される会社」にすることでした。それから約20年が経ち、そうした努力が実を結んだ結果として、日本法人でも女性が活躍する土壌が整ってきたように思います。

プロロジスジャパンでは2016年に、従業員が中心となって「日本版コアバリュー」というものを策定しました。これは、プロロジスの築いてきた文化、今後のありたい姿を言葉にしたもので、従業員の行動規範になっています。「お客様や社会から期待され、夢を熱く語る会社であり続けること」を願う従業員の想いが込められた言葉で、「持ち味が生きる最強のチーム」「スピードで凌駕」「品質で圧倒」「+10%に挑戦」「正々堂々、謙虚に」「成功も失敗も糧に」の6つを掲げています。

プロロジスジャパンの職員は全員がセカンドキャリア、転職組ですが、採用時にはこのような価値観を共有できる人を選んで、会社としてそれを実現しやすい文化とプラットフォームをつくることを目指してきました。その結果、年齢や性別にかかわらずコアバリューを体現できる人たちが長く働き、活躍する今の会社の姿に結び付いているのだと思います。



また、プロロジスは、Great Place to Work Institute Japanが実施する、日本における「働きがいのある会社ランキング調査」に2017年から参加し、5年連続で「働きがいのある会社」(ベストカンパニー)に選出されています。会社の経営陣は、プロロジスをこれからも長く、働きがいがあり、働きやすい会社にしていきたいと考えています。

外資系企業であるプロロジスと伝統的日本企業の人事制度面での一番の違いは、一括採用・終身雇用制ではなく、ジョブ型の雇用形態であることかと思えます。プロロジスジャパンは全職員が中途採用で、採用時の年齢は27～35歳が多いのですが、そこから10年、15年会社と共に成長しながら長く働いてもらうことを期待しています。全員が社会人として一度業務経験をしてから飛び込んできており、多様性に富んだ濃い人間が集まっているとも言えるかもしれません。お客様からは「外資系というより体育会系ですね」と言われることもよくあります。採用に当たってはI&Dの考え方、コアバリューに対する理解の醸成を図っています。スキルは大事ですが、必ずしもそれにこだわるわけではなく、チームの一員として同じバスに乗るのにふさわしい人かどうかという点をより重視しています。性別の区別なく求

めるポジションに一番合っている人を採用していますが、結果として女性の割合は年々増えていますので、男性中心社会であった業界周辺も女性が着実に増えてきていることを実感します。入社後はできるだけ長くやりがいを持って働いてもらえるよう自身の将来のキャリアプランを作成してもらい、着実にスキルアップして仕事の幅が広がるよう会社も支援しています。

以上がプロロジスの取り組みですが、アメリカ本社や他の国でたくさんの事例やロールモデルがあるので女性の活躍が当たり前のこととして浸透しやすかった面はあるかもしれません。加えて、外資系企業は比較的少ない人数で事業を開始し新たに組織づくりをするのでしがらみが少なく、新しい制度や良いと思うことを採り入れやすい環境にも恵まれていたと思います。ESGやSDGs思考が広がる潮流のなかで日本の会社も随分変わってきたと思いますが、伝統のある大きな会社では長年かけて作りあげてきた制度やルールを一気に変えていくことが難しいのはよく理解できますので、女性活躍推進法など法律面からのサポートや厚労省からの働きかけは過渡期において大変有効だと思っています。

## 「制度・風土・マインド」の整備が不可欠

スターアジア投資顧問株式会社  
取締役兼財務管理部長

菅野 顕子 氏

まず自己紹介させていただきますと、新卒で総合建設業の会社に入社、その後インターネット企業を経て、2015年スターアジア投資顧問株式会社に入社しました。スターアジア投資顧問は上場リートであるスターアジア投資法人の資産運用会社です。入社後からリートの組成に携わり、2016年にスターアジア投資法人を上場しました。2019年4月から取締役兼財務管理部長を務めています。

スターアジアグループでは女性に特化した制度や研修はありませんので、本日は、私の経験やスターアジアの考え方を中心にお話いたします。スターアジアグループは主に日本の不動産関連に投資を行う非上場独立系のグループで、東京と米国に拠点を構えています。スターアジア投資顧問は3部署からなる18名(男性11名、女性7名)の会社で、女性比率は38.8%。女性取締役比率は25%です。

6年半前の資産運用会社設立当初から、女性が活躍できる会社になりたいとメンバーで話をしていました。私は、女性の「活躍」と「活用」は違うと思っています。女性活用を議論したことはありませんし、女性管理職比率や職員比率の数値目標を設定したこともありません。女性に限らず従業員の活躍のためには3つの観点の整備と課題の認識が重要だと考えています。その3つは、「制度・風土・マインド」です。「制度」については、会社設立の当初から在宅勤務制度を導入しました。全従業員に対して自宅用ラップトップとモニター2台、さらに希望者にはキーボードとマウス、プリンターも貸与しています。また、コアタイムなしのスーパーフレックス制度の導入により、従業員は環境に応じた働き方が可能となっています。これらがうまく機能している理由は、会社が性善説に立っているためだと思います。細かい監視をしなくても成果物を見れば生産性の



菅野 顕子 氏

スターアジア投資顧問株式会社  
取締役兼財務管理部長

### PROFILE

かんの あきこ

1992年フジタ入社。IR推進室、法務部、経営企画部等を経て、2007年GMOインターネットグループに転職し、国内・海外のグループ子会社の経営管理部長、管理部長を歴任。2015年スターアジア投資顧問に入社。2019年4月、同社取締役に就任し、現在に至る。中央大学文学部卒。

高さは明らかで、それを見て会社が正しく評価をする。良い信頼関係が築けているためこうした制度が機能しているのだと感じます。

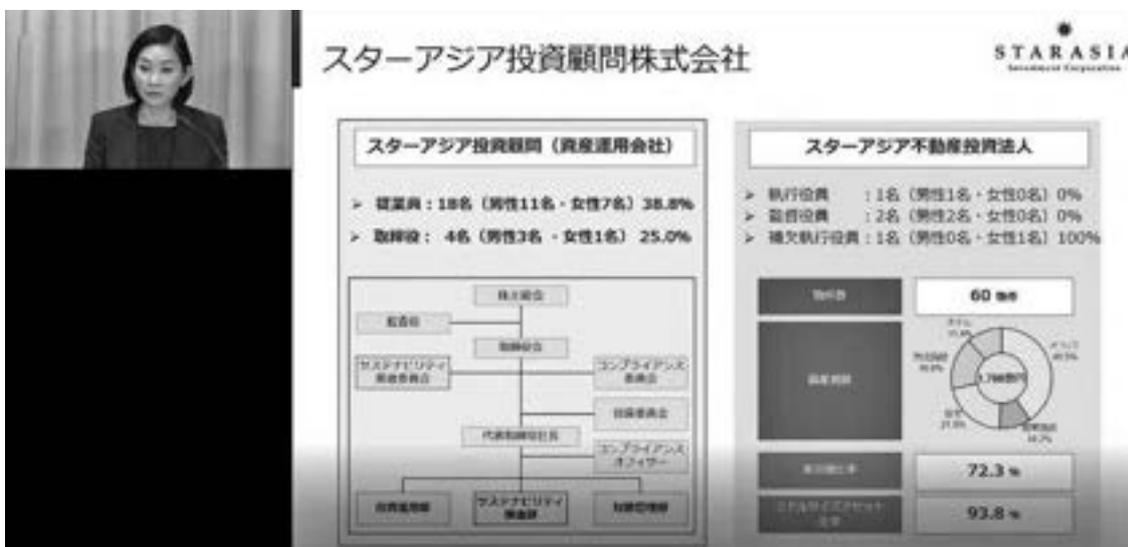
「風土」については、当社には男女平等で実力主義という考え方が組織に根付いています。これは18名という小さな会社なのでトップの考え方が非常に浸透しやすいのだと思います。具体的には、全従業員の週次ミーティングで組織のミッションやビジョンを共有します。スターアジアグループとしての行動規範では、明確に実力主義を謳っています。形骸化させず、「クレド」(つまり、従業員が心掛けるべき信条)となるべく、トップやリーダーが繰り返し話すことで組織風土がつけられると考えています。みんなが同じ言葉を読んで同じ言葉を聞いて同じ方向に進む。能力を発揮できる場があり、会社が正しく評価することを継続して行うことで実力主義の風土が醸成されてきました。さらに自己評価の時期には、行動規範8項目について各自振り返りをしてもらっています。これは従業員が行動規範に沿っているかの定点観測の意味合いもあります。

「マインド」で一番重要なのは本人が活躍したいと思っているかどうかです。会社側は活躍したいと思う場を提供できているか。本人のマインドを醸成させるモチベーションアップには外発的要因と内発的要因があり、外発的要因は報酬で、満足する報酬を受け取っているか。内発的要因は人それぞれなので一概には

言えませんが、内から湧き出る気持ちが一番強いと思います。私は若い頃は仕事の報酬として仕事をもらえることがモチベーションアップの源でした。新しい仕事をする事で仕事の縦軸が深くなり横軸が広がる。それを経て現在は、スターアジアは投資家の信用を裏切らない投資主利益第一に考えているリートで、それを運用しているのがスターアジア投資顧問だとマーケットに評価されたいというのが私の最大のモチベーション、内発的要因となっています。

最後に課題の認識に関して二つお話します。まず、ライフステージに合わせた制度の充実、そしてもう一つが管理職昇進意欲の向上です。一つ目は産休や育休、介護休暇などに関して法定通りのものしかないのので今後の検討課題だと考えています。二つ目の管理職昇進意欲の向上は、課題である反面、全員を対象にする必要はないと考えています。組織内にはマネジメントの役割を担う人もいれば、高い能力を持つスペシャリストもいます。一方で、実力主義が度を越すと自分の成果だけを優先して部のマネジメントをしない人が出てくる可能性もあるので、私としてはマネジメントの楽しさや素晴らしさをうまく次の世代に伝えていきたいと考えています。

そしてどの項目にも必ず出てきたキーワードが「評価」です。改めて評価の重要性を身に染みて感じています。



## パネルディスカッション

## 運用会社における女性活躍と今後への期待

榎戸 坂下さん、菅野さんありがとうございます。お二人のお話は、組織において従業員が生き生きと働けるさまざまなヒントがあったと思います。これからそのヒントを掘り下げるとともに、受講生が興味を持っている点を中心にディスカッションを進めます。

ARESマスターの男女比率は9:1ですが、昨年の座談会受講者は6:4、全体の6割が40～50代のマネジメントの方々だったのが特徴的でした。女性会員の受講割合が多かったのは納得ですが、女性部下を持つ男性管理職にも興味を持ってもらえたと感じます。まず坂下さんに、組織のトップとして心がけていることと必要だと思うことを改めてお伺いしたいと思います。

従業員同士が思いやれる  
職場づくり

坂下 女性が活躍できる土壌は「お互いを思いやれる、従業員同士のいい関係性」の元で醸成されると思いますので、そういった文化や職場づくりについては常に意識しています。マネジメントとしては、性別や年齢にかかわらず公平な評価や処遇、納得のいく人事を行うことがとても大事だと思っています。

男性陣に対して言えるのは、ご自分の家庭における奥様の管理能力を見れば女性のマネジメント能力の高さは明確だと思いませんか、ということでしょうか。取引先からも「最近は女性の方がしっかりしている」という声を頻繁に聞きます。女性の活躍は着実に進んでいると思いますし、日本社会でも今後は管理職や役員になる女性が増えるのではないかとその点は楽観していますが、一方で役員や管理職の数だけで女性の活躍を測るのはどうかなという気はしています。実際、専門職的な立場、スキルで勝負したい

という女性も多い気がします。男女にかかわらず働き方や考え方にはいろいろあっていいと思いますし、会社としてはむしろさまざまな働き方や価値観を受け入れられる柔軟な制度やキャリアパスをつくるのが大事だと思います。

榎戸 ありがとうございます。改めて、ダイバーシティ&インクルージョンを重視したマネジメントが大事だということが伝わってきました。菅野さんはいかがでしょう。

菅野 家庭における奥様のマネジメント能力の高さはまさに坂下さんのおっしゃる通りだと思いましたし、女性が活躍できる土壌は従業員がお互いに思いやれる環境で醸成されるというお話もその通りだと思いました。私が思ったのは、家庭でも会社でも組織には一つのゆるぎない目標があり、それに全員が向かっている環境があれば、そこから思いやりが生まれるのだということです。思いやりとは、チームの目標達成のため自分の守備範囲以外のことも目を配ることだと感じています。例えば、「甲子園に行こう」という大きな目標があれば、守備範囲以外であってもボールを取りに行きますし、誰の仕事ではなくても、進んでボール磨きをしたり、グラウンド整備をするでしょう。鼓舞し合いながら目標に向かって進むチームの中に敵はいないというところから、思いやりは生まれるのだと感じます。男性に対してのメッセージとしては、家庭において奥様の守備範囲がどれだけ広いのか、こぼれ落ちたボールは誰が拾っているのかを一度振り返りましょうということです。

榎戸 ありがとうございます。お互いを思いやる関係性が重要だと改めて感じるお話でした。私自身も社内で相手が何を求めているのか、何をしようとしているのか常に想像力を働かせてほしいと言いつづけています。続けて菅野さん、従業員の活躍のための「制度・風土・マインド」がしっかりワークするた



関 恵都美氏

三井住友信託銀行株式会社  
不動産企画部 ESG 企画推進チーム 調査役  
当協会女性マスター活躍推進小委員会委員

## PROFILE

せき えつみ

2010年中央三井信託銀行（現 三井住友信託銀行）入社。個人及び法人のお客さまの資産運用相談業務を担当したのち、2015年より不動産仲介業務に従事。2021年不動産ESGに特化した企画推進チームが新設され、現職へ。早稲田大学政治経済学部卒。

めには評価が重要だとのことですが、正しい評価の実現についてお願いします。

菅野 評価制度はどこまでつくりこんでもそれ以上につくりこめるものだと感じます。評価の見える化や透明性については、最近ではAIの活用もあります。どのような評価制度でも、正しい評価に重要なのは双方の納得性だと思います。特に悪い評価の場合、評価される側は納得いかないケースが多いので理由をきちんと伝える必要があります。そのために一番重要なのは、評価側が評価するレベルに達している必要があることだと思います。評価される側が自分の成果を正しく伝えることは当然重要ですが、評価レベルに達していない評価者に評価される場合は本当に不運なことだと思います。その時どうするか。「評価者が悪い」と言ってもそれは自分に返ってきてしまい、さらに自分の評価を悪くすることは多々あると思います。私は、その評価者に正しく評価されないのであれば、世の中に評価してもらえばいいと思っています。世の中には公平な物差しで測る「資格」という制度があります。私は資格取得推奨者ではありませんし、立派な資格を持っていても業務に活用できていない場合もあるので資格が全てだとは思いませんが、公平な物差しではあると思います。資格を得ることで確実に知識をつけて自分の血となり肉となれば、いつか必ず不運な評価を見返せるときが来ると思っています。

榎戸 ありがとうございます。実力を正しく評価するのは大切ですが、とても難しいと改めて感じました。プロロジスもスターアジアも日本の伝統的な一括採用、終身雇用ではないジョブ型雇用形態が根底にあるのかもしれないと思いました。日系企業を代表して関さんをお願いします。

関 プロロジスで導入しているジョブ型雇用は、業務の内容や目的が特定されているので、女性に限りませんが、より一層キャリアビジョンや自分の活躍の仕方が思い描きやすいと個人的に思いました。坂下さんは信託銀行にもお勤めされていたので、雇用形態の違いがもたらす女性活躍や人材活躍で

お感じになられる点があれば教えて下さい。

坂下 雇用形態の違いと女性活躍のしやすさは実はあまり関係ないと思っています。外資系企業でも日本的な人事制度を多く採り入れています。我々の採用はジョブ型ですが、その後の本人の成長や希望に応じてジョブローテーションを行いますし、専門職制度や定年、役職定年などの処遇については日本の会社と似たような課題を抱え試行錯誤しながら進めています。つまり、結局は「文化・カルチャー」かなという気がします。女性活躍が当たり前の文化の会社になれるかどうか。これまでは外資系企業の方がそういう文化をつくりやすい環境にあったかと思います。外資系企業は伝統や慣習に関するしがらみが少なく、海外での女性活躍の事例やロールモデルが多く女性活躍が当たり前に理解されやすい。加えて海外での仕事の経験のあるマネジメント層が比較的多いという点も、女性が活躍しやすい土壌がつけられやすかった理由のひとつかもしれません。

ですが日本も変わってきていると思います。男女雇用機会均等法が施行当時は、男女で活躍できる機会には大きな差がありました。仕事上のキャリアを目指した女性は相当苦勞したでしょうし、途中で断念した人も多いと思います。ですがその後、女性総合職が定着して活躍の場が広がるようになり、平成10年頃以降入社的女性にとっては、性別上不利な点は少なくなってきたように感じます。その頃から女性の活躍に驚かされる場面も多く、不動産ビジネスは女性の方が向いているのではと思うことさえありました。厳しい交渉を平然とやり遂げつつも細かい気配りもできる「つわもの」が続々と出現してきたと思います。

榎戸 ありがとうございます。現在の日本は過渡期なのかもしれません。先ほどこに昇進意欲向上を図るかというお話がありました。一方で専門職という立場、スキルで勝負したいという女性も多かったです。悩ましい課題です。管理職やマネジメントという言葉を重ねている女性も多いと思います。私自身も、女性社員全員に管理職意欲を持つ



榎戸 明子氏

東急不動産株式会社  
取締役 執行役員 都市事業ユニット長  
当協会運営委員、教育・資格制度委員、  
女性マスター活躍推進小委員会委員長

#### PROFILE

えのきど あきこ

1989年東急不動産入社。ビル事業本部、資産活用事業本部、ティーエルディービーパートナーズを経て、東急不動産アクティブア投信（現 東急不動産リート・マネジメント）資産運用部長。2017年東急不動産人事部統括部長。2019年執行役員投資事業ユニット投資推進本部長。2021年より現職。早稲田大学政治経済学部卒。

てもらふ必要はないと考えています。ワークライフバランスは女性だけの言葉ではありませんし、男性の育児参加体制をこれまで以上に職場が整える必要があると思います。出産・育児は女性の負荷が重いですし、男女を問わずさまざまな働き方があっていいと思うからです。一方で、多様性のある組織にするためには女性マネジメントが増えてほしい。菅野さんから管理職昇進を迷っている女性へのメッセージをお願いします。

## 現在の「追い風」を最大限に活用

菅野 管理職はバラ色の楽園ではありません。やること、悩み、責任が増えます。私の場合は、楽ではないけれど充実感と達成感を毎日少しずつ感じ、自己実現の場になってやりがいを持ってできていると感じます。もしご自身が管理職に向いているかわからないと思っている人がいれば、やってみてはどうかと思います。人間は環境の動物で、「立場が人を育てる」という言葉もあります。立場が変わればやることや考えも変わり、毎日であれば習慣になり、習慣になれば管理職という人格ができあがると思います。

最大のメッセージは「波に乗ってしましましょう」です。現在は、働く女性に最大の追い風が吹いていると思います。そしてこの追い風は当面続くでしょう。まず、女性活躍推進法では働きたい女性が個性と能力を十分に発揮できる社会の実現を目的としており、

今年4月には改正によって対象となる企業が増えます。また各国でESGやSDGsが浸透していて、投資家が持つ独自の判断基準には女性管理職比率があったりします。経済産業省のなでしこ銘柄は、女性活躍の優れた企業の価値を中長期で重視する投資家にとって魅力のある銘柄として紹介することで企業の取り組みを促進しています。このなでしこ銘柄選択のポイントには、女性管理職比率という項目があります。厚生労働省のえるほし認定では、女性活躍に積極的な企業が認定されます。またくるみん認定は子育てを支援する企業を認定するもので、特に中小企業に対しては助成金も出しています。加えて4月には改正育児介護休業法により、男性も産後育休を取れることを事業主はアナウンスする必要があります。このようにさまざまな制度が追い風として吹いています。であれば、これに乗ればいいと思っています。管理職に就くことで今とは違う景色の充実感が見えてくると思います。

ここで、男性を含めた経営層に客観的数値データから説明したいと思います。慶應義塾大学があるデータ分析をしたのですが、女性の管理職登用率が0.1ポイント上がると総資産利益率は約0.5%、生産性が約13%高まるという関係が見られたそうです。管理職登用率が15%を上回ると企業業績が明確に向上する傾向があったということです。この内容は1月16日の日本経済新聞に記載されています。この研究チームの分析では、昇進の可能性が開かれることでモチベーション向上を通じて生産性が高まったよ



うだと書かれています。また、1月20日の日経1面には、日本の女性労働参加率は73%でOECD平均は65%、ただし女性の管理職比率は主要国中最下位で、国連やGPIFは、これは企業のトップの責任と言っているという記事が掲載されています。

榎戸 ありがとうございます。関さんは今のお話をどう思われたのでしょうか。

関 とても心強く前向きになれるメッセージをありがとうございます。「今の波に乗る」「追い風に乗る」というのは、非常に背中を押されるメッセージだと個人的に感じました。こうしたメッセージや思いを伺うだけで会員のみなさまにも今後のキャリアを見つめなおすきっかけになると思います。

榎戸 運用会社は女性が働きやすい会社だとのご意見がありました。私も長く働いていたので同じ意見です。坂下さんのお話でも女性が不動産業に向いているという話題が出ました。坂下さんに改めてなぜ女性が不動産業に向いているかのご意見を伺いたいと思います。

## ライフサイクルに合わせた働き方が可能な不動産業

坂下 近頃、不動産運用業界、特にリート周辺で活躍している女性がずいぶん増えたと感じます。運用会社だけでなく、投資家サイドのファンドマネージャーやアナリストもかなり増えました。まだ外資系の方が多いと思いますが、日本の運用会社や生保、地銀、証券会社や銀行もしかりだと思います。9年前、プロロジスリート上場時には香港とシンガポールでロードショーを行いました。アジアの投資家には担当者だけでなく部門のヘッドをしておられる女性も多く、当時は驚いたものですが、日本も着実にそうってきていると思います。不動産運用の業務は、ファイナンス、IR、分析、リスク管理等多岐にわたっていて、女性の方が向いていると思う仕事も多いと思います。

私自身は男女を問わず、不動産業というものはと

てもいい仕事だと思っています。理由は大きく3つあります。一つ目は「成果が形として見える」こと、二つ目は「なくなる」こと、三つ目は「人の輪が広がる」仕事だということです。

一つ目の「成果が形として見える」というのは、「この物件の開発に関わった、仲介した」など、成果がこの目で見えて達成感を実感しやすいという点です。二つ目の「なくなる」というのは、私は最近特に大きな魅力ではないかと思っています。昨今は時代背景から商品のライフサイクルがどんどん短縮化され、ものづくりの会社の苦労をととも感じますが、不動産は陳腐化リスクはあるものの唯一無二でなくなる、この絶対的価値は相当高いのではないのでしょうか。不動産の仕事も「なくなる」ので、働き方を人生のステージに応じて変えられるのも大きな魅力だと思います。そして3つ目の「人の輪が広がる」ですが、一度一緒に不動産ディールをやった人とは強い信頼感で結びつきができて、次も次もと関係が深まっていくという点です。不動産ビジネスを通じたネットワークは絆が強く長く続いてとてもいい財産になると思います。

榎戸 ありがとうございます。菅野さんはいかがのでしょうか。

菅野 運用会社は女性が働きやすい環境だと考えています。女性が少ない現状は、逆にラッキーだと思っています。女性というだけで取引先に覚えてもらえるからです。個人的には、女性が男性に負けているのは運動能力としての「力」だけで、これ以外で最初から負けが決まっているものはないと思っています。運用会社という業界は、力を武器としない場所で戦うので平等。同じスタートラインに立てる戦場で自分自身の能力で戦えるので、女性が働きにくい環境ではないと感じています。

榎戸 ありがとうございます。同じスタートラインに立てるというのは、いい言葉ですね。関さんが携わっていられた不動産仲介業務は特に女性の少ない分野のイメージですが。

関 数年前に比べると増えてはいますが、全体的

には少ないと思います。ただ少ないからこそ覚えてもらえるというメリットはありますし、ポジティブに利用できることは何でも活かせばいいと考えています。仲介は細かい調整や書類作成がとても多い業務なので、もちろん個人資質によりますが、女性の方がきめ細やかな気がしますし、それがお客さんの満足度向上に繋がり次の仕事を呼び込むポイントになると思います。

**榎戸** ありがとうございます。坂下さん、働く女性にこうあってほしいと願うことを最後にお願いします。

**坂下** 結婚や出産などのライフイベントでキャリアを諦めることは避けてもらいたいということです。世の中、日本にとって大きな損失でもったいないことだと思います。男女問わずライフスタイルで働き方に変化があっていいと思っていますが、そうしたことが可能となる時代が目の前まで来ている気がします。一方で社会全体の協力体制の底上げもとても大切だと思っています。保育園や学童など公的整備だけでなく、企業側にも子育てを支援する制度と、その制度をしっかりと使える風土がないと仕事と育児の両立は難しいと思います。課題もまだまだあると感じています。

**榎戸** ありがとうございます。今回も非常に活発な、そして深く考えられる意見が交わせたと思います。改めてみなさまありがとうございます。続いて質疑応答に移ります。

**質問1:** 私が所属する部署では女性管理職がいません

が、女性が活躍する会社の具体的な取り組みやモチベーション向上の施策をご紹介ください。

**榎戸** 先ほどの菅野さんの「制度・風土・マインド」の観点での整備が必要だというお話が参考になると思います。補足として弊社東急不動産の取り組みをお話します。私はリート運用会社から出向復帰後、東急不動産の人事部長を務めましたが、女性社

員の話聞き、女性が働きやすい風土と制度を整える重要性を感じました。ワークライフバランスを大切にする女性の働きやすさを実現するために必要なことを小さくても取り組みを進めていく、それも一過性でなく継続して進めることが重要だと思っています。具体的には病児保育の利用補助金の拡充、育休中および復帰前面談を導入して心理的に職場に戻りやすくする。昇格にあたって現職位での在職年数に育休期間中もカウントすることも行いました。

**質問2:** 日本のジェンダーギャップが先進国内で最下位クラスにある理由について、その解決策を教えてください。

**菅野** 男性は働き、女性は家庭で家事育児を行い、男性を支える。これが美しい、常識だという昔ながらの考え方が残っているからだだと思います。いろいろな制度が生まれてはいますが。解決策としては、企業による数値目標の公表のみならず結果の公表も必要で、これは有効だと思います。ジェンダーギャップの世界ランキングを上げるために日本は急激に法律や制度を整備しましたが、その間に他国にはすでに土台があって先に進んでいたのだと思います。長く時間はかかると思いますが、動き出しているのは確かです。学校教育にも盛り込まれはじめています。諦めずに一人ひとりが意識して行動することで一歩ずつ進んでいくのが一番の近道だと感じています。

**質問3:** 女性の活躍というテーマ自体が不動産業界で女性軽視の慣習が根強く残っていることを暗示していると感じます。実態的に女性の管理職の割合、やりがいある業務環境か、男女の業務上・観念上の差異、蔑視があるのではという疑問があります。委員会で具体的にどんな動きをしようとしているのでしょうか。

榎戸 これは私から回答させていただきます。女性活躍というテーマ自体がことさら男女の違いを強調するようで時代遅れではと言う意見は企画当初からありました。冒頭で述べたように不動産証券化マーケットに押し寄せている多様化グローバル化の波に対峙するためには、女性、シニア、外国人、ハンディキャップなどマイノリティ属性を持つ人を一定程度増やす必要があると感じています。DIが積極的な企業は実際に業績が向上しているのは確かで、投資家のアンケートでも女性活用やDIを重視している回答は多くあります。DI推進の一つとして女性活躍を取り上げています。

**質問4**：結婚している場合、帰宅時間が遅くなることやできる家事が減ることに対しての家族の理解をどのように得たのでしょうか。

関 我が家は子供のいない共働きで、帰宅時間にばらつきがあります。家事に割ける時間が限られることはよくありますが、共感し合えるという点で共働きがプラスに働いています。ですが、お互いを理解し思いやりというきれいごとだけでは家事は終わりませんので、「いつまでにやる」と期限を伝えて、ほったらかしにしないと意思表示することで理解を得られている部分もあると思っています。弊社の男性社員からは、平日は何もできないので休日の家事育児を行うことで理解を得ているという話を聞いたことがあります。できない時間があることを明確にすることで過度な期待を持たせないのも大切かと思います。

**質問5**：女性活躍が進まない背景として、性別による役割の固定化が原因ではないでしょうか。問題の本質には、家事育児は女性が中心にすべきという考えがあるのではないのでしょうか。

坂下 家事育児は女性が中心という固定概念にとられるべきではなく、夫婦が家庭にどうかかわるかは、本来各家庭で選択できるべきだと思います。このような考え方はまだ主流ではないかもしれませんが、「がつつり夫婦共働き」という世帯が増えてきているので、今後常識も変化していくのではないかと思います。

## 終わりに

榎戸 このほかにも多く質問を頂きましたが、お時間が迫ってきたため、ご紹介できず申し訳ありません。最後に一言ずつお願いします。

坂下 本日はありがとうございました。不動産や運用関係の仕事は女性の生涯の仕事として選ぶにはすごくいいと思いますので、ぜひ証券化マスターの資格を取得することをお勧めします。不動産証券化に関する幅広い体系的な知識が得られます。宅建とマスターを取得して実務を5～10年行い実力をつければバリューは高まります。不動産の仕事はなくならないので勉強や経験は将来別の形で役立つことは大いにあると思います。女性のみなさんぜひ頑張ってください。

菅野 本日一番伝えたかったメッセージは「働く女性にもすごい追い風が吹いている、最大のチャンスの時期だ」ということです。管理職なりたい女性だけでなく、働きたいお母さん、子育てしたいお父さんにとっても、です。ただ、追い風が吹く一方で課題も忘れてはいけません。ですが、課題を認識している限り解消に向けた取り組みは検討されていくと思いますので、目をそらさず受け止めて一歩ずつ取り組んでいきたいと思っています。本日はありがとうございました。

# ウィズコロナ時代における 非接触・非対面型消費者向け 配送の展開に向けて

国土交通省総合政策局物流政策課

株式会社野村総合研究所 社会システムコンサルティング部

## 1. はじめに

新型コロナウイルス感染症の拡大から約2年が経過した。コロナ禍において、物流業界も甚大な影響を受けている。物流は、ドライバー不足等の課題を抱えているが、我が国における豊かな国民生活や産業競争力、地方創生を支える重要な社会インフラであり、コロナ禍においても物流の機能を十分に発揮させていく必要がある。

コロナ禍を通じ、外出自粛等人々の行動抑制、テレワーク等の普及による在宅時間の増加によって、人々のライフスタイルは大きく変化している。これ

に伴い、宅配等の消費者向け配送についても様々な変化が生じているが、非接触・非対面による荷物の受取りニーズが高まる中、これに対応した住宅の資産価値が見直されている。本稿では、宅配(消費者向け配送)の動向を中心に、消費者向け配送の概観や、近年の国土交通省の取組み等を紹介する。

コロナ禍では、“巣ごもり需要”の増加などを受け、電子商取引(EC)利用が急速に拡大し、宅急便の取扱い個数が大きく増加している。EC利用の更なる進展に伴い、宅配便の取扱い個数は今後とも増加することが予想される。

図表1 宅配便の取扱個数の推移



出所) 国土交通省「宅配便等取扱い個数の推移」

翻って、荷物の受取人(消費者)が不在であるなどの理由から配達員が荷物を持ち帰る、「再配達」も問題となっている。国土交通省調査によれば、2020年の緊急事態宣言発出期間中は、人々の行動が抑制され、再配達率は15.0%から8.5%に大きく減少した。一方、2021年の緊急事態宣言解除期間時期は、再配達率が11%台まで増加し、その後も微増している。今後、社会活動がコロナ前の水準に戻った場合、再配達率も2019年以前の水準に上昇してしまう可能性もある。宅配便取扱個数の増加に伴って、再配達となる個数自体も増加する可能性が高い。

現在、消費者はECサイト等を通じて購入した荷物を迅速に手に入れられるなど、利便性を享受している。一方で宅配便の再配達は依然として変わらず、ドライバー不足に拍車をかけている。

また、再配達はCO2排出量増加にも繋がっている。近年消費者の間でカーボンニュートラルやSDGs(持続可能な社会の実現)などの考え方が浸透し、その関心が高まる中、再配達の増加は重要な社会課題となっている。今こそ、非接触・非対面配送の普及や、再配達の削減に、社会全体で取り組む必要がある。

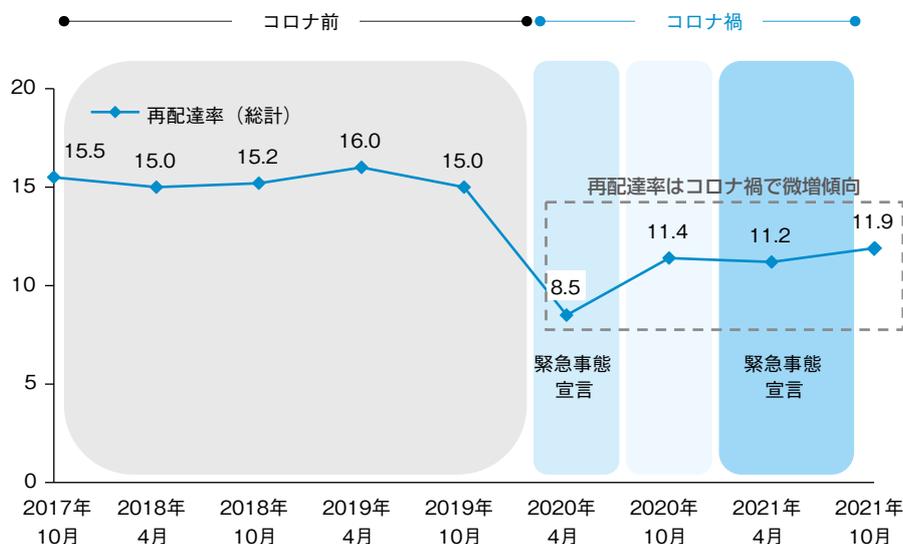
## 2. 消費者向け配送の概観

宅配事業者の観点で、宅配(消費者向け配送)のスキームを整理した(次項図表3を参照)。宅配は、①注文：消費者がECサイト等を通じて商品を注文し、②配送手配：ECサイト等商品の発荷主が、宅配事業者に商品の配送を依頼し、③配送・受取：宅配事業者が自宅に運んできた荷物を消費者が受け取るといった流れになっている。

近年、荷物の受取り方法が多様化し、消費者は自身の希望に沿った受取り場所・方法を選択できるようになっている。個宅に届けられた荷物を対面で受け取る方法に加えて、公共スペースに設置の宅配ロッカー、個宅に設置の宅配ボックス・宅配バッグ等を通じて受け取る方法、個宅の玄関前等への据置き(いわゆる「置き配」)等で受け取る方法が挙げられる。

ポイントは、消費者が、受取り場所・方法等を指定するタイミングである。現在、指定のタイミング

図表2 再配達率の推移



出所) 国土交通省「宅配便配達実態調査」

は主に以下の3種類となっている。(i) 消費者がECサイト等で商品を購入するとき<sup>注1</sup>。(ii) 宅配事業者の連絡サービスを通じ通知がきたとき<sup>注2</sup>。(iii) 宅配事業者が消費者の自宅に届けにきたときである。特にコロナ禍における接触・対面機会の低減に向け、大手宅配事業者は、インターホン越しで荷物の受取り場所・方法の指定があれば、対応を行う方針を定めている。

### 3. 非接触・非対面による消費者向け配送の取組み

非接触・非対面型配送の実現や、配達効率化のポイントとなるのは、荷物の受取人(消費者)の住宅タイプとされる。即ち、戸建てか集合住宅かで、配送に関する課題や対応策が異なる。国土交通省では昨年度、実証実験の実施や関係主体との協議を行い、それぞれの課題や対応策の検討を行った。

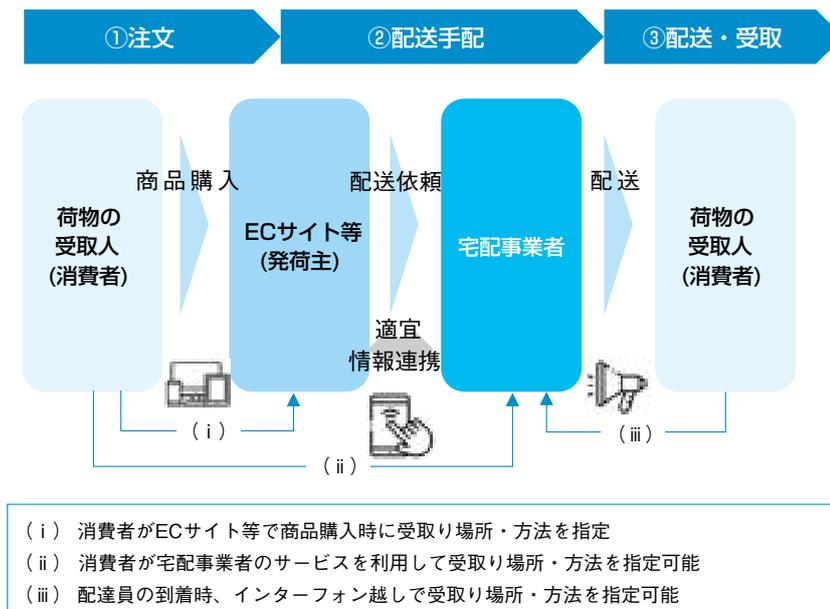
#### 3-1. 戸建住宅向け配送

関係者へのヒアリングによると、戸建住宅向けの配送では、配送の手間は比較的少ないとされている。配達員が受取人の自宅に到着してから、煩雑な作業を行う必要がない、或いは複雑な動線を通ることが少ないためである。

非接触・非対面の効果的な受取り方法として、近年では宅配ボックスや宅配バッグ等を設置する住宅が徐々に増えてきているが、普及が限定的となっている。また、宅配ボックスや宅配バッグは、生鮮食品や冷蔵品等の中に入れられないといった課題が挙げられている。

そこで、国土交通省では令和3年度に冷蔵品も入れられる宅配ボックスを活用した実証実験を行い、戸建住宅における再配達率や荷物の受取りに占める非接触・非対面率を検証した。首都圏在住の10世帯を対象に、冷蔵品の受取りが可能な宅配ボックスを設置し、設置前の1週間と設置後の1週間で配送物の受取り状況、数量、大きさ等を記録し、比較を行っ

図表3 消費者向け配送の概観



注1  
ECサイトによっては、受取り方法が指定できない場合もあるため、注意が必要である。

注2  
宅配事業者によって、サービス内容が異なるため、各社のサービス内容を確認いただきたい。

た。この結果、抽出モニター宅における再配達率は宅配ボックス設置前に6%という結果となったが、宅配ボックスの設置後は2%まで抑えることができた。また、これまで宅配ボックス設置前の非対面受取り率が32%であったのに対し、宅配ボックス設置後は非対面受取り率が82%に増加した。また、宅配ボックス設置前は夜間など在宅が確実な時間での日時指定が多く存在したが、設置により在宅時間の制約を受けなくなった。これにより、配達時間が平準化するなどの副次的効果も発現している。本実証実験を通じて、非接触・非対面配送の実現、生活利便性向上、物流の生産性向上効果が検証できた。一方、冷凍品等については未だ対面での受取りが必須となっている。今後、冷凍品対応の宅配ボックス整備やルール検討などの取組みが必要となる<sup>注3</sup>。

### 3-2. 集合住宅向け配送

大手宅配事業者から、宅配の生産性低下に係る

課題は集合住宅向け配送に多いことが指摘されている。この要因として、マンション内が複雑な動線となっていることや、配達員がマンションエントランス部分のセキュリティゲートを通れないことで受取人不在時は再配達になってしまうことが挙げられている。また、各個宅の玄関前に荷物が据置かれることに対する消費者の受容性が低いことから、指定場所への据置き(置き配)の実現が難しいといった指摘も存在する。

野村総合研究所の調査によると、集合住宅における対面配送と指定場所への据置き(置き配)を比較した場合、再配達率は対面配送で18%であるのに対し、指定場所への据置き(置き配)では2%という結果になっている。また、配達員が実際に配送作業を実施するにあたって、どの程度の時間が掛かっているか確認したところ、対面配送では平均2分07秒掛かっているのに対して、指定場所への据置き(置き配)では平均1分20秒となっていることが明らかとなった<sup>注4</sup>。

図表4 戸建て住宅における宅配ボックス使用時と不使用時の比較

|         | 宅配ボックス設置前 | 宅配ボックス設置後 |                                |
|---------|-----------|-----------|--------------------------------|
| 再配達率    | 6%        | 2%        | 再配達率の縮減に寄与<br>約8割の荷物の非対面受取りが可能 |
| 非対面受取り率 | 32%       | 82%       |                                |

出所) 国土交通省実証実験資料をもとに野村総合研究所作成

図表5 集合住宅における受取り方法別の比較

|      | 対面配送  | 指定場所への据置き(置き配) |
|------|-------|----------------|
| 再配達率 | 18%   | 2%             |
| 配送時間 | 2分07秒 | 1分20秒          |

出所) 野村総合研究所

#### 注3

受取り荷物は宅配ボックス設置前で142サンプル、宅配ボックス設置後で148サンプル。

#### 注4

届け先の建物前にトラックを停車し、トラックから出た時点を計測開始とし、配送作業を終え、トラックに戻った時点を計測終了とした。

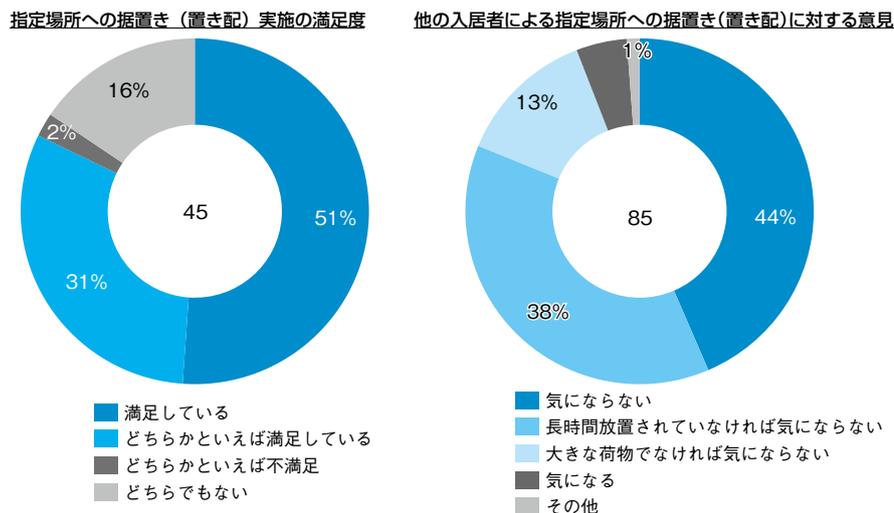
ウィズコロナ時代における非接触・非対面型消費者向け配送の展開に向けて

また、国土交通省の実証実験では、オートロック解錠システムの導入による集合住宅での指定場所への据置き(置き配)の実施効果を検証した。オートロック解錠システムを導入した集合住宅の入居者アンケートでは、指定場所への据置き(置き配)の実施した入居者の51%が「満足している」、31%が「どちらかといえば満足している」と回答した。また、他の入居者が指定場所への据置き(置き配)を実施していることに対する意見として、「気にならない」が44%、「長時間放置されていなければ気にならない」が38%、「大きな荷物でなければ気にならない」が13%となった。

実証実験に協力したマンション管理事業者によれば、指定場所への据置き(置き配)の実施により、再配達削減、ひいては環境問題への対応を実現するだけでなく、消費者(住人)満足度の向上にも寄与することが指摘されている。今後、集合住宅における指定場所への据置き(置き配)の普及に向け、住民との合意形成を図り、必要に応じてマンション標準管理規約・使用細則の改正等ルールを策定することが求められる。

以下に、消費者向け配送の効果と今後の課題を整理した。

図表6 置き配実施の満足度と他の住人の置き配実施に対する意見



出所) 国土交通省実証実験における対象物件入居者向けアンケートをもとに野村総合研究所作成

図表7 非接触・非対面型消費者向け配送の効果と今後の課題

|           | 効果   | 今後の課題  |
|-----------|--|--|
| 戸建て住宅向け配送 | <ul style="list-style-type: none"> <li>再配達率は6%⇒2%に減少</li> <li>非対面受取り率は32%⇒82%に増加</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>宅配ボックスの更なる普及</li> <li>冷凍品対応の宅配ボックスの開発・普及等</li> </ul>                    |
| 集合住宅向け配送  | <ul style="list-style-type: none"> <li>再配達率は、対面配送で18%、指定場所への据置き(置き配)で2%</li> <li>配達所要時間は、対面配送で2分07秒、指定場所への据置き(置き配)で1分20秒</li> <li>住民の8割が据置き(置き配)の配送に満足と回答</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>指定場所への据置き(置き配)の実施に向けた環境整備(マンション入退出対応)等</li> <li>マンション内のルール策定</li> </ul> |

## 4. ウィズコロナ時代に向けて

これまで提示してきた、非接触・非対面型消費者向け配送に係る課題への方向性として、大きく三つの観点を述べたい。

### 4-1. 宅配インフラの普及

コロナ前に主流となっていた対面による受取りから、非接触・非対面による受取りニーズが増加していることを踏まえ、今後とも例えば宅配ボックスや宅配バッグ等の、各自宅に設置できるような宅配インフラを整備・普及していくことが望ましい。

先の通り、再配達削減によって、CO<sub>2</sub>の排出量を抑えることができる。宅配インフラの普及によって、非接触・非対面型配送に限らず、カーボンニュートラルやSDGsの実現にも寄与することが考えられる。これまで、様々な自治体で宅配ボックスや宅配バッグの配布支援を実施しているが、今後ともより多くの自宅に設置することで、様々な社会課題の解決にも繋がるものと考えられる。

### 4-2. 集合住宅における関係主体との連携と

#### 環境整備

集合住宅における指定場所への据置き(置き配)のさらなる普及に向けては、荷物の受取人が居住する集合住宅における環境整備が喫緊の課題といえる。中でも不在時でも配達員によるマンションへの入退出が可能となるような取り組みは有効であると考えられる。

オートロック解錠システムについては後段の株式

会社ライナフの寄稿内容を参照されたい。

### 4-3. 宅配ルールの策定

集合住宅における指定場所への据置き(置き配)の実施可否は、各集合住宅内で定められた管理規約にも左右される。現在、多くの集合住宅で、指定場所への据置き(置き配)のルールが明文化されていない可能性が高い。

専用使用部分でない共用部分に物品を置くことは原則として認められないが、宅配ボックスが無い場合等、例外的に共用部分への指定場所への据置き(置き配)を認められる場合には、長時間の放置や大量・乱雑な放置等により避難の支障とならないよう留意する必要がある。マンション住人の間で指定場所への据置き(置き配)に関する合意を形成し、必要に応じてマンション内のルールを策定いただきたい<sup>注5</sup>。

コロナ禍において、物流業界はパラダイム・シフトに直面していると言っても過言ではない。コロナ禍で顕在化した非接触・非対面による受取りニーズは物流業界におけるプレイヤーにとっての好機と捉え、物流産業の振興、ひいては国民の生活の質向上実現に寄与したいと考えている。本誌の読者におかれては、非接触・非対面型消費者向け配送の実現に向けた手引きや、総合物流施策大綱([https://www.mlit.go.jp/seisakutokatsu/freight/seisakutokatsu\\_freight\\_tk1\\_000179.html](https://www.mlit.go.jp/seisakutokatsu/freight/seisakutokatsu_freight_tk1_000179.html))についても、是非ご一読いただきたい。

#### 注5

マンションの管理規約の改正に係る検討事項等の詳細は、国土交通省が発表している手引きを参照されたい。

# スマートロックが結ぶ、 新しい物流と不動産



## 滝沢 潔

株式会社ライナフ  
代表取締役

### PROFILE

たきざわ きよし

1982年生まれ。神奈川県出身。三井住友信託銀行で資産運用相談、不動産投資セミナーの講師などに従事した後、不動産向けシステム開発会社の株式会社ライナフを設立。不動産投資を24歳から始め、4棟のビル・マンションのオーナーとなる。1級FP技能士、不動産証券化協会認定マスター、不動産テック協会代表理事。

## 広がる置き配

電子商取引(以下、EC: Electric Commerce)が広がる中で、すでに国内の物流網は限界を迎えつつある。これは、各種統計機関が出しているEC市場の成長率を引用するまでもなく、読者の皆様も実感していることではないだろうか。特に、コロナ禍の緊急事態宣言下において、不要不急の外出自粛が求められ、ECは飛躍的に増加した。しかしながら、それに合わせて物流側の許容量が飛躍的に増加してきたわけではない。その結果、物流網は限界を迎え、より効率的な物流が求められているのである。

物流の効率化に向けて、いち早く対応したのが、

Amazonである。Amazonは、各ECサイトに先駆けて置き配を標準の配送方法に設定し、物流を大幅に効率化した。置き配は、対面での受け渡しではなく、玄関前等の指定された場所へ荷物を置いて、配送完了とする配達手段である。

## なぜ置き配にしてくれない？ 増えるクレーム

置き配が一般的になるにつれて、「置き配をしてくれない。」ことについてのクレームも、各配送会社に対して増えてきている。

置き配を希望したにも関わらず、玄関前に置いてくれないため、

- ① 水などの重たい荷物を宅配ロッカーに入れられて、部屋まで持ち帰るのに困った。
  - ② 今日中に必ず必要な荷物だったのに、(宅配ロッカーが満杯等の理由で)持ち帰られてしまった。
  - ③ 置き配指定にしたのに、インターホンを鳴らされて、対応しなかったら持ち帰られてしまった。
- といったクレームが、配送会社に急増している。

これは、ECサイト上では置き配が指定できるにもかかわらず、オートロック付きの集合住宅では、配達員がオートロック内に入ることができず、顧客(入居者)の希望した配達方法を実現できないことに起因することが多い。

## スマートロックによる 置き配の実現と セキュリティ向上

ライナフは、物流各社と協力し、マンション内の置き配を実現するためのスマートロックを無償配布している。デバイス、利用料、また設置にかかる費用なども一切なく、無償で置き配を導入できるスキームを実現した。入居者がECサイトで商品を注文する際に、置き配を指定すると、設置されたスマートロックを通じて一時的に使用できるデジタルキーが発行される。物流会社の配達員は、そのデジタルキーでエントランスを解錠し、置き配を実行する。商品を届けた後は、再びエントランスを開けることはできない仕組みになっている(図1)。もちろん、解錠

したスタッフの身元は全て記録されているため、従来の記録が残らないインターホンによる解錠よりも、セキュリティは向上する。

これらのデバイスの無償配布を開始したのが2021年3月(実証実験含む)であり、本格的に全国展開を開始したのが同年8月となるが、そこから6か月という短期間で導入数は急増し、累計3,000棟(全て10世帯以上)を超える受注をいただいている。集合住宅を保有する上場REITの2/3が導入をしている。

## 集合住宅において 置き配導入の懸念点

入居者の9割以上が、置き配の導入を希望するというアンケート結果が出ている中、置き配を躊躇しているマンションがある理由は、主に、

- ① 消防法上の懸念
  - ② 共有部の利用についてのモラルの問題
  - ③ セキュリティへの不安
- が挙げられる。

まず、①消防法上の懸念、であるが、置き配について、総務省および消防庁は、「避難経路の妨げにならないようにしてほしい。」というコメント以上の見解は出しておらず、具体的に何mを確保すればよい、や、何kgまでは平気、といった、明確な基準は示していない。

一方で、国土交通省と経済産業省が共同で実施

図1 置き配の仕組み図



していた「置き配検討会」においては、その資料の中に、消防法との関連について、「避難の支障とならない少量または小規模の私物を暫定的に置く場合は、長期放置や大量・乱雑な放置等を除き、社会通念上、法的問題にはならないと考えられる。」と明記されている。(令和2年3月「置き配の現状と実施に向けたポイント」より)

続いて、②共有部分の利用についてのモラルの問題、についてであるが、一般的に共有部分については、私物を置いてはいけない、などの利用についてのルールが、分譲マンションにおいては使用細則に、賃貸物件については重要事項説明等に記載されている。

「置き配を許可したら、他の私物も置かれるのではないか?」という懸念を持つ管理組合やオーナーもいるが、その点については、(組合員過半数の同意を得た上で)使用細則の変更や、契約時の説明を変更することで、置き配は問題ないということをルール化していくことが賢明である。

最後に、③セキュリティへの不安、であるが、これは、そもそも現在のオートロックについては、誰がどの部屋を訪れるために解錠したのか記録がとられていないものが大多数のため、解錠記録が残るスマートロックの活用によって、セキュリティが向上することをご理解いただければ、問題になることはほとんどない。

(全国の配送員のためにも、配送員を偽った犯罪者の侵入がなくなることを心から祈る。)

## 置き配にとどまらない スマートロックの活用

置き配を導入することで、無償でスマートロックを導入した物件については、それ以上の付加価値の向上が期待できる。

一つ目は、内覧方法の多様化である。現状、内覧においては、管理会社が仲介会社に、エンタラン

スオートロックのマスター暗証番号を教えるケースや、現地に鍵を置いておくケースが散見されるが、スマートロックが導入されている物件については、遠隔で解錠をすることができることから、鍵情報の漏洩を防ぐことができる。(毎年、仲介会社が鍵情報を悪用した、空室の不正利用の犯罪が後を絶たない。)また、入居希望者に対して一定の本人確認を実施した上で、セルフ内覧も可能となる。

二つ目は、様々なサービスの導入である。セキュリティを担保した置き配が可能になる、ということは、入居者は、買い物代行に依頼したものをドアノブにかけておいてもらったり、宅配クリーニングを置き集荷してもらい、クリーニング後は置き配してもらい、といったサービスを受けたりすることができる。これらのサービスはまだ実証実験段階のものが多いが、確かな入居者ニーズがあり、また、セキュリティ等の問題がないことが確認できれば、確実な物件価値向上につながっていくだろう。

私は、これからの不動産の差別化について、ハードウェアはすでに限界に達していると考えている。立地および建物のグレードや設備のみで賃料については、すでに上限のギリギリまできており、新築物件については東京都内でも入居へのインセンティブとして一定以上の条件を緩和し、入居促進を図るような物件も出てきている。

この状況を大きく変える可能性があるのが、ソフトウェア、つまり、物件へのサービス提供である。多くのサービスが受けられる物件が、入居者に選ばれていく時代が来ると確信している。不動産というハードウェアと、サービスというソフトウェアとをつなぐもの、それが、IoTであり、IoTを導入した物件の価値は、ソフトウェアサービスが向上するにつれ、価値がどんどん高まっていくだろう。それはまるで、スマートフォンが、アプリの種類が増えていくことで価値を上げていった様相と酷似している。

# 置き配サービスの導入について

## ～ADインベストメント・マネジメントの取り組み～



### 星 青児

ADインベストメント・マネジメント株式会社  
資産管理部長

#### PROFILE

#### ほし せいじ

2010年ADインベストメント・マネジメント(株)入社 資産管理部長

賃貸マンションの仲介、プロパティマネジメント、アセットマネジメント等各種業務を経験し当社入社。投資法人の資産運用に従事。現在は資産管理業務やポートフォリオ分析・各種評価業務におけるデータ活用の推進を担う。また賃貸マンション「レジディア」のブランド戦略及びIR戦略を手掛ける。

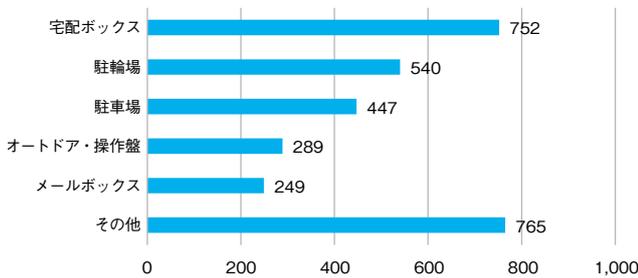
アドバンス・レジデンス投資法人(以下「ADR」)が運用する賃貸マンションブランド「RESIDIA(レジディア)」に置き配サービスを導入して1年が経過します。まだ実地試験運用期間ではありますが都内39棟約3,900戸を対象にサービス展開しております。導入に至った経緯として入居者サービスとしてのソフトへのニーズと宅配ボックスの不足等管理面としてのハード拡充への対応といった課題背景がありました。

定期的を実施している全国のレジディア約18,000戸に対する入居者アンケートでは、共有部に対する導入してほしいサービスの上位に「宅配ボックスの設置」が位置しています。これは生活インフラサー

ビスとして確立したECサイトの拡充やメルカリ等個人同士の商取引としてのeコマース利用の高まりを反映したものと捉えています。その潮流の中で常時ボックスが満杯となり入居者からの問い合わせ件数も受電全体の25%を占め、問合せ項目の中でトップとなっております。

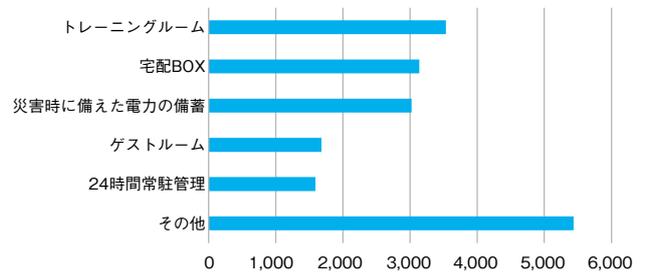
ADRでは宅配ボックスの棟当たり設置率が8割を超えているものの、設置スペースの確保等が難しく未設置物件もあります。また、総戸数に対するボックス小口数の割合は15%程度です。15～20%が一般的に言われている割合なので、まずは、未設置物件への設置対応と既存設置物件についての小口増設化による対応力の増強を図ってきた経緯があります。

居住者からの年間問合せ件数



レジディアカスタマーサポート2021 年間レポート

実施してほしいサービス（施設編）※複数回答



レジディア入居者アンケート2020

その先の話として「置き配サービス」の導入検討機会がありました。当初は「置き配」自体がまだ日常生活において浸透していなかったため、盗難やセキュリティ面、避難経路や放置等懸念点が多々あり、試験運用からスタートしております。今となつては「置き配」が大胆に堂々と社会インフラとして必要不可欠なサービスメニューの一つとなりました。これもまたコロナによる感染拡大の影響もあり、宅配件数の増加とともに非対面での荷物の受取りが可能となる「置き配」需要が図らずも高まっていることも、サービス拡大の背景にあります。

実際に管理会社に寄せられた「置き配」導入による入居者からの問合せ内容としては以下になります。

- 入居者の長期不在時に荷物が玄関前に置きっ放しになっている。
- 荷物の伝票（氏名記載）を他住人に見られてしまう懸念があるため不安である。
- 盗難、紛失等無用な入居者間でのトラブルが不安である。

集合住宅における「置き配」サービスは概ね受け入れられておりますが、やはり不都合が生じる場面もあるということです。非常時の避難経路への支障懸念、いたずら、盗難、個人情報管理など。管理をする側としてはそのニーズの高まりと懸念点の重要性とのバランスを考えた上で判断していく必要があると思います。

それと同時に提供する側としても課題解決に向けた努力や工夫を重ねていく必要があります。

スマートロックを展開しているライナフ社にて実施した「置き配」に関する受容性調査アンケートの一部を参考にご紹介いたします。

アンケートでは置き配に対して盗難などの不安の声があるものの、置き配対応物件に住みたいと望む声が9割以上を占めました。生活スタイルの多様化を背景に受け取り方の選択肢が増えたことで、管理面においても良好な住環境への形成に期待したいところです。

### ■ アンケート概要

ライナフ調査：2021年4月～6月実施

ライナフにて置き配システムを導入した物件の入居者204名へのアンケート結果より

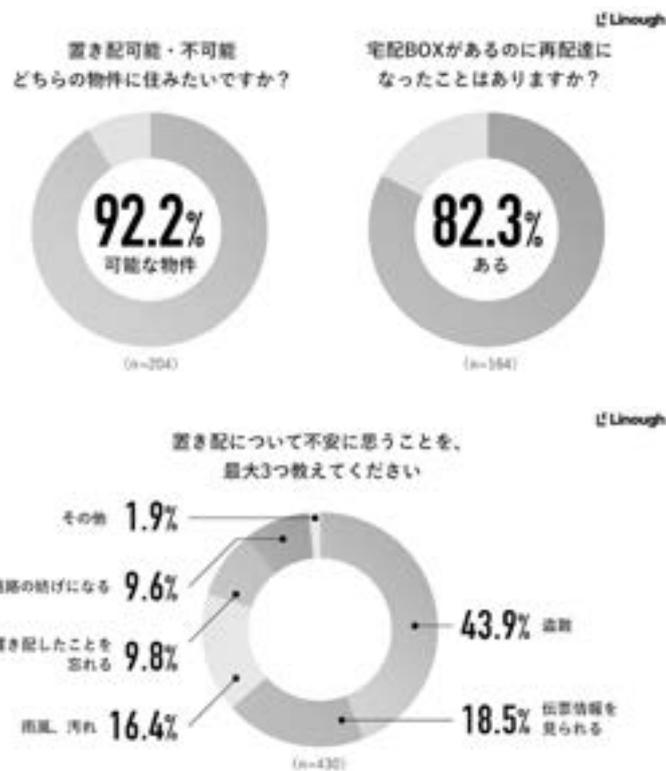
性別比：男性101名、女性95名、その他8名

年代：10代から60代

エリア：東京、千葉、埼玉、神奈川、愛知、大阪、福岡

### ● ESGへの取組について

昨今投資家を中心にESGへの対応状況にかかる照会や質問等を受けることが多くあります。直近のIRでは海外のみならず国内の機関投資家からの照会・質問件数が増加し、国内外問わずESGへの意



識の高まりが顕著に感じられてきました。

ADRはエネルギー等温室効果ガス削減目標として年間1%、5年間で5%削減を目標に掲げています。「2050年カーボンニュートラル宣言」によりGHG削減に向け、各REITの運用会社はもちろんのことJ-REIT全体として積極的に関与し対応していくことが不可欠なビジネス環境となりました。

この「置き配」サービスの推進によって保有物件への配送回数を減少させることで、地域のGHG発生の抑制が期待できます。

### ● これからの入居者サービスの在り方

IoTの発展とともに不動産DX関連のサービス含めあらゆるサービスの拡充により、日々の日常生活においても便利になったと感じておられる方も多いと思います。賃貸マンションのスペックもまたJ-REITの発展とともに向上してきました。一方で住設備やフローリング仕様等ハード面のコモディ

ティ化が進み差別化が図りづらい賃貸マーケットでもあります。ソフトサービスもしかり、スマートフォンがあればどの賃貸マンションに関わらず自分仕様で充実した生活が送れる時代です。これからの車社会と同じく、特に既存の賃貸マンションにおいては安心安全快適な「スペース(住空間)」を提供していくことがどのサービスよりも実利価値として最も重要な要素になると実感しております。建物管理における顧客体験の機会を不動産DXと基本的な管理サービスでいかに増やしていけるかがポイントと考えます。

この「置き配」サービスもまた利便性の向上とともに盗難防止等現場管理とのバランスが取れて初めて有益な実利サービスとして発展し、根付いていくものだと思います。管理の基本である安心・安全の先に快適があることを忘れずに日々の運用に取り組んでまいります。

## 第14回

## 株式と投資信託への個人投資



## 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. 個人投資家の株式投資

額面の廃止や単元株の引下げなどによって、金額的には個人投資家も株式投資が十分可能となっている。歴史的には、高度経済成長期の途中まで、日本に個人株主は少なくなかったが、その後、機関投資家による保有が増えている。

個人投資家は、投資信託を経由して株式投資を行うことも可能だが、銘柄選別や株主優待といった楽しみは、直接に株式を保有しないと得ることが出来ない。個人投資家は、機関投資家と異なり、相続時等を除いて時価評価の必要がないため、株価の上下動に一喜一憂することなく、長期に保有することが可能である。

長期投資と逆に、極端な場合は

日中で複数回の取引を行って売買益を積上げる短期売買も個人投資家には見られる。しかし、短期売買は、投資よりも投機に近い行動と考えられる。割安なものを買って割高なもの売る、という投資の基本原則には反しておらず、短期売買は市場の歪みを是正するものでもある。短期売買を突き詰めると、信用取引やデリバティブ取引、CFD取引なども視野に入って来る。短期の取引は、オプションを利用しない限り、基本はゼロサムゲームである。株式に限らず、不動産や金融商品について儲かる確信がなければ、短期売買は慎むべきであろう。

株式の長期投資は、個別企業の価値を周囲の環境も含めて分析し、銘柄を選ぶ取組みである。切り口としては配当や優待もあるし、中長期

的な観点からの値上がり期待も有効である。絶対に儲かる投資対象は存在しないため、見込みが外れ株価が下がることもある。市場の動きとの連動性を $\beta$ で表現するなら、短期的には $\beta$ が0やマイナスに動くこともあるが、中長期で $\beta$ がマイナスになることはなく、裁定が働いて価格が修正されるだろう。市場全体の動きは無視できない。

株式の定期購入は、投資時点を分散することで、リスク抑制の効果があるとされる。代表的な手法の一つとして、定期的に等金額投資を行う「ドル平均法」が知られる。それでも、中期的に市場が大きく一方へ変化する局面では、時間分散も十分に効果を発揮できないことがある。

投資の時間分散を可能にする手

法として、従業員持株会を挙げることも出来る。従業員持株会のメリットの一つは、業績が上がると従業員の資産価値が増大し勤労意欲が高まる好循環だが、逆が生じることもある。不況時等に、勤務先の企業が破綻して職を失い、社内預金が元本しか戻らないだけでなく、持株も無価値になってしまうという三重苦になった例も見られた。投資におけるリスク管理の基本が分散にあることを忘れてはならない。

## 2. 個人投資家のための投資信託

個人投資家にとって、投資信託は候補となる金融商品の一つである。投資信託の基本は、集団的投資スキームにある。個人で金融商品等の具体的な銘柄選択を行うには、

知識や経験、能力等の面で限界がある。情報量にしてもニュースの伝わる早さにしても、機関投資家と同じには動けない。そこで、プロの運用会社に銘柄判断や投資タイミングを委ねるのが投資信託である。法的には、信託契約の枠組みを利用するため、運用会社や証券会社等販売窓口が倒産しても、保有する投資信託は影響を受けない。また、高価格の株式を個人で購入することは容易でなく、投資信託という器を通じ他者の資金と合同して投資可能にすることが、投資信託の意義の一つである。

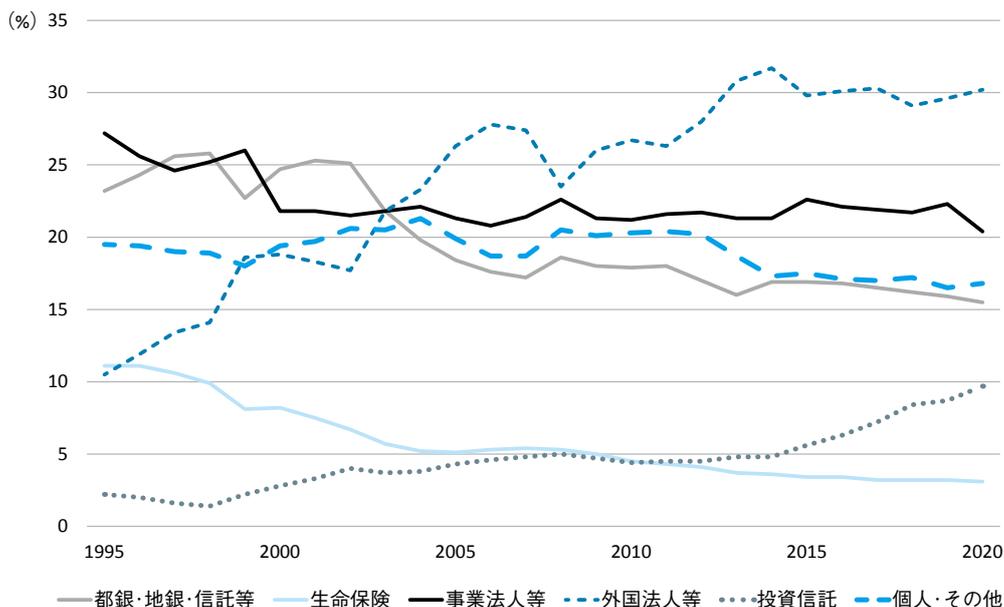
投資信託には、購入時に徴収される販売手数料の他、信託報酬と呼ばれ日々控除される手数料がある。信託報酬は口座管理をする販売会社と、実際の運用を行う運用会社が多くを取り、少額を資産管理す

る信託銀行が受取る。更には監査法人に支払う費用や、一部には信託財産留保額と呼ばれる解約時に留保される金額もあるが、大きなものは販売手数料と信託報酬である。販売手数料をゼロ又は低廉にした商品もあるが、見返りに信託報酬が高上げされていないかのチェックが重要である。

日本の投資信託において問題視されているのは、販売手数料の高さである。販売手数料は、基本的に口座の開設・管理、交付する文書や事前および事後に行う説明等サービスの対価として販売会社が受取る。株式や不動産を投資対象とするものでは高水準で、利回りの低い債券を対象とするものでは低廉にならざるを得ない。

かつては、投資信託が値上がりしたら利益確定、値下がりしたら損

図表 日本の株式保有構造の変化



出所：「2020年度株式分布状況調査の調査結果について」（東京証券取引所等）を基に筆者作成

切り、更に、新商品が発売されると乗換え、といった形で、販売会社による「回転売買」と呼ばれる営業手法が良く見られた。つまり、投資家が儲けられようが儲けられまいが販売手数料が嵩み、販売窓口が肥太るものであった。監督官庁等から抑制するよう指導されているが、未だに成績確保の手段等として利用されている可能性を否定できない。

なお、現在の金融環境では公社債投資信託に投資妙味はなく、NISAやiDeCoのように手数料や税制の優遇されている枠組みを利用して、時間分散しながら株式や外国有価証券、REIT等に投資する投資信託を保有するのが良いと考えられる。

### 3. 金融リテラシーとiDeCo/NISA

金融リテラシーの概念をわかり易く表現すれば、金融に関する知識や経験を基にどれくらい使いこなせるか、といったことになる。日本人は金融リテラシーが低いとよく言わ

れるが、海外でも金融リテラシーの研究者は少なくなく、算盤勘定が得意な一部や職務としての知識・経験を有しなければ、決して十分なノウハウがあるものではない。

金融リテラシーの少ない人に投資教育を受けさせ、貯蓄から投資・資産形成へとすぐに向かわせるのは容易でない。新年度から、高校家庭科の中で投資教育が必修化される。しかし、日本では“お金の働いてもらう”ということを必ずしも良しとしない。低金利が継続する中で、公的年金と貯蓄から得られる利息だけで老後生活を賄えるとは、期待できない。金利上昇は物価が上昇した時に併せて生じる可能性が高く、物価上昇は預金の実質価値を低下させるため、預金利息で老後生活を賄う局面は、期待し難い未来だろう。したがって、預金保有を日常の決済等で求められる最低限に抑え、それ以外は積極的に投資へ振り向けることが期待される。

「自助・公助・共助」という表現は、公の責任を個人に転嫁するもの

として、悪いものであると考えられがちだが、実際は、少子高齢化が進む中で、助け合い(共助)や国による社会保障(公助)が将来に向け充実することは期待し難い。将来の人口推計を見ると、今後の少子高齢化と人口減少は不可避であり、既に1980年代から予測されていた展開である。結局のところ、老後生活については、ある程度貯蓄と投資による自助に頼らざるを得ない。

金融リテラシーの高低を問わず、投資を安価に、課税負担等も少なく実践するためのツールが主として投資信託を購入するiDeCoでありNISAである。企業型DCが勤務先にあるなら、制度上も「企業型DC⇒iDeCo」というのが利用する優先順位になる。個人で投資に汗水かく前に、まず、これらの税制メリット等を最大限に活用すべきである。今後、iDeCoの加入上限年齢引上げの他、企業型DCとの通算や確定給付年金を合算して枠の管理を行うこと等の改革が予定されており、積極的な活用を検討したい。

#### 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 12 回

## コンセッション事業再考・空港編（下）



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

前回<sup>注1</sup>は、「コンセッション事業再考・空港編(上)」と題して、我が国のコンセッションの歩みと空港分野の関わり、空港コンセッション事業の現況と関連政策の動向、そして、コロナ禍におけるコンセッション空港への支援策について考察した。

今回は、コロナ禍が生んだ新しいビジネスアイデアを紹介しつつ、空港コンセッション事業の中長期的な展望とビジネスモデルの再考を試みたいと思う。

空港運営事業の  
ビジネスモデル

空港コンセッション事業のビジネスモデルを再考する前に、現在のビジネスモデルを改めて確認しておく。

コンセッションを活用しているかどうかに関わらず、また公営か民営かにも関わらず、空港(運営)事業は、滑走路やエプロン<sup>注2</sup>など空港の基本施設を管理・運営する「航空系事業」と、空港ターミナルビルや駐車場などを管理・運営する「非航空系事業」の2つからなる。前者の収入源は着陸料や施設使用料など、後者は空港ターミナルビルのテナント賃料や駐車場料金などである。

かつては海外でも、空港は公営であることが多く、空港運営の商業的側面、すなわち非航空系事業はあまり重視されていなかった。しかし、その後1970年代から80年代にかけて起こった「空港の商業化」と呼ばれる、空港運営にビジネスマインドを持ち込む動きと、1990年代に起こった「空港の民営化」という動きの中で、非航空系事業を重視するビジネスモデルが確立される。これこそが、非航空系事業で十分な収益を上げ、それを原資に着陸料や施設利用料などの低価格化を図り、空港全体としての利用促進・収益最大化につなげる現在のビジネスモデルである。

しかし、我が国の空港では、滑

注1  
ARES 不動産証券化ジャーナル Vol. 65, 2022 January-February, 「コンセッション事業再考・空港編(上)」

注2  
航空機を駐機し、乗客の乗降や貨物の積み下ろしなどを行う場所のこと。

図表1 空港経営の一体化とそのメリット

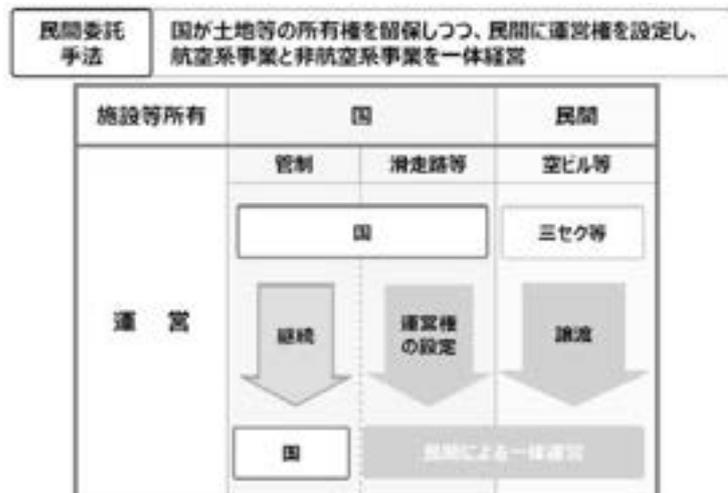


出所) 国土交通省航空局空港経営改革推進室、「空港経営改革について」(2017年2月)

走路やエプロンの管理・運営は国や地方自治体、ターミナルビルの管理・運営は民間企業や三セク会社などと、航空系事業と非航空系事業の主体が別組織となっており、こうした海外で流行するビジネスモデルを実践しにくい状況にある。さらには法制度上の問題もあり、2010年代に至るまで民間が運営主体となる空港は存在せず、世界の趨勢から大きく遅れを取っていた。

そこで、空港経営(航空系事業と非航空系事業)の一体化とコンセッション方式の活用による民営化が政策として推進され(図表1、2)、2011年には、コンセッション方式の導入を含む改正PFI法(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)が成立。その後、

図表2 コンセッション方式を活用した空港運営事業の民間委託



出所) 成長戦略会議 PPP/PFI 等に関するワーキンググループ(第1回)、「国土交通省提出資料」(2021年6月14日)

いくつもの空港コンセッション案件が事業化されるようになってきた。50年前から海外で培われてきたビジネスモデルに、ようやくキャッチアップできたと言うこともできるだ

ろう。

実際、このビジネスモデルは、新型コロナウイルスの感染拡大まで、世界中でうまく機能していた。我が国においても、LCCの就航や訪日外

国人(インバウンド)の増加、それに伴う非航空系事業の活況が好循環となっていたことは、記憶に新しい。

しかし、コロナ禍で人流が抑制され、航空需要が蒸発すると、このビジネスモデルは全く機能しなくなった。問題は、現在の状況が一時的なものなのか、新常态(ニューノーマル)なのかということである。

## コロナ禍が生んだ新しいビジネスアイデア

「現在の状況が一時的なもの」というのは、「現在の状況が不可抗力のみによってもたらされたもの」と解釈することもできる。不可抗力による世界的な航空需要の減少は、過去にも、アメリカ同時多発テロ事件やSARS(重症急性呼吸器症候群)流行の際などに起こっている。しかし、世界の航空需要はその度に遅くとも数年程度で回復し、長期的には右肩上がりの成長を続けてきた。今回も同様

だとすれば、数年間耐え忍ぶのも一つの選択肢であろう。前回紹介した空港運営会社に対する政府の支援策は、こうした選択の一助となるはずである。

ただ、空港運営会社側も、支援策を待つばかりでは面白くない。特に民間が運営するコンセッション空港では、民間ならではのビジネスアイデアが期待されている。

そうした一つが、三菱地所と東急電鉄などが運営する富士山静岡空港の遊覧飛行である。遊覧飛行とは、上空からの遊覧を目的としたフライトのことで、出発地と目的地が同じになる為、ある意味、コロナ禍の人流抑制を逆手に取ったビジネスアイデアと言える。コロナ禍の遊覧飛行は他の空港でも行われているが、富士山静岡空港の周りには、文字通り「富士山」をはじめ、SLが走る大井川鐵道など有力な観光資源が揃っており、それらをパッケージ化することで、人気の高いツ

アーを作り出すことに成功している(図表3)。また、空港運営会社自身が旅行業登録を取得しており、こうした旅行商品の企画・販売を自らできるという強みも持ち合わせている。

もう一つ、コロナ禍が生んだコンセッション空港のビジネスアイデアとして、福岡空港のオープントップバスツアーも挙げておきたい。このバスツアーは、空港運営会社の福岡国際空港とその出資者の一社である西日本鉄道が協力し、通常はランプバスや許可車両しか走行できないエリアを、屋根のないオープントップバスで走行するものである。駐機している飛行機や離着陸する飛行機を間近に見ることができる為、好評を博しているようである(図表4)。

ここに挙げたいずれの事例も、コロナ禍で落ち込んだ収益をカバーできるものではないだろう。しかし、苦境をただ耐え忍ぶだけでなく、この時期だからこそできる空港利用者

図表3 富士山遊覧飛行ツアー



出所) 富士山静岡空港 HP

図表4 福岡空港オープントップバスツアー



出所) 福岡空港 HP

や“空港ファン”を増やす試みは、中長期的に価値を生む取組となるはずである。さらには、地元住民や自治体からの評価も高まることで、今後の事業運営がより円滑に進むことも期待できるだろう。

## 空港コンセッション事業のビジネスモデル再考

しかし、「現在の状況が新常态（ニューノーマル）」、すなわち航空需要が再び成長軌道に戻らないとすれば、現在のビジネスモデルを再考する必要が出てくる。

例えば、「非航空系事業で十分な収益を上げ、それを原資に着陸料や施設利用料などの低価格化を図り、空港全体としての利用促進・収

益最大化につなげる」という画一的なビジネスモデルを捨て、空港ごとの「差別化戦略」を強化することが考えられる。コロナ禍で特に打撃が大きかったのは、国際線需要である。中でもビジネス（海外出張）需要は、リモート会議の普及もあり、コロナ前の状況には二度と戻らないとさえ言われている。そうであれば、国内線のレジャー需要を中心に据える戦略も、空港によっては考えられるだろう。特に地方空港では、羽田を経由しない地方から地方への路線にニッチなニーズが見出せるかもしれない。

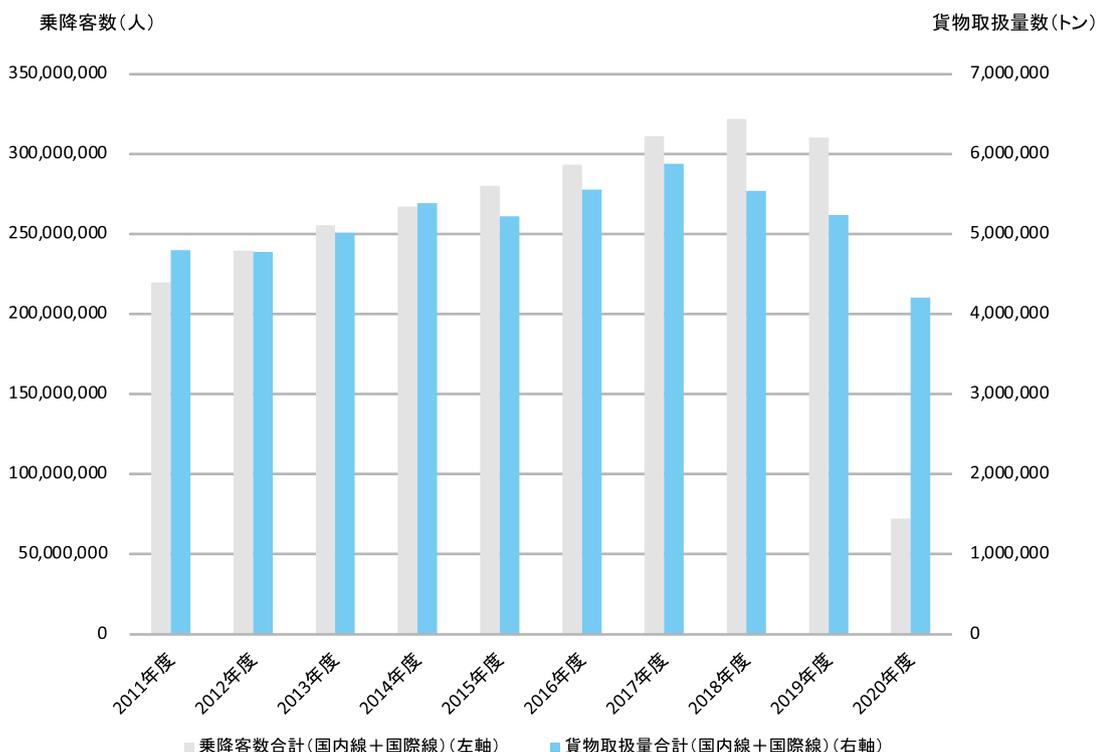
また、旅客需要ほど大きな打撃を受けなかった貨物需要に特化する戦略も考えられる（図表5）。巣ごもり需要の拡大と海上輸送の混乱もあ

り、直近の航空貨物需要はむしろ増加傾向で、過去最高を記録している空港もある。例えば北九州空港のように、24時間離発着可能で、空港からの交通利便性も高い空港は、そうした条件が整っているとと言えるだろう。

さらに、近年の宇宙ビジネスの高まりに伴い、航空機を使って人工衛星を発射する「宇宙港」としての利用も考えることができる。現在、立地特性のある大分空港で計画が進んでいるが、何かユニークな特徴を見出すことができれば、他の空港と差別化が図れる典型的な事例と言えるだろう。

次に考えられるのは、「空港（敷地）外に収益源を求める戦略」である。従来の「航空系事業」と「非航空系

図表5 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

事業」に加え、「非空港事業」からの収益を追求するものと言える。具体的には、空港周辺のまちづくりや産業育成に関与していこうとするもので、本連載の第1回<sup>注3</sup>で紹介した、空港を核としたスマートシティの「エアロトロポリス」は、その究極の姿と言えるかもしれない(図表6)。

エアロトロポリスまで大規模でなくとも、類似する取組は国内でも見られる。典型的なものは、コンセッション空港である南紀白浜空港の取組であろう。空港運営会社の南紀白浜エアポートは、空港を核とした地域活性化を目指しており、交通や観光分野における地元企業との連携をはじめ、ユニークなIoT、AI技術を持つ大手企業やスタートアップ企業と地元企業とをマッチングさせる

コンサルタントのような役割も担っている。こうした取組は、他の地方空港でも参考にできるだろうし、都心部の空港でも十分応用可能なビジネスモデルとなるだろう。

一方、ビジネスモデルを再考する上では、将来の事業運営に影響を及ぼし得るリスクへの対応も考えておく必要がある。

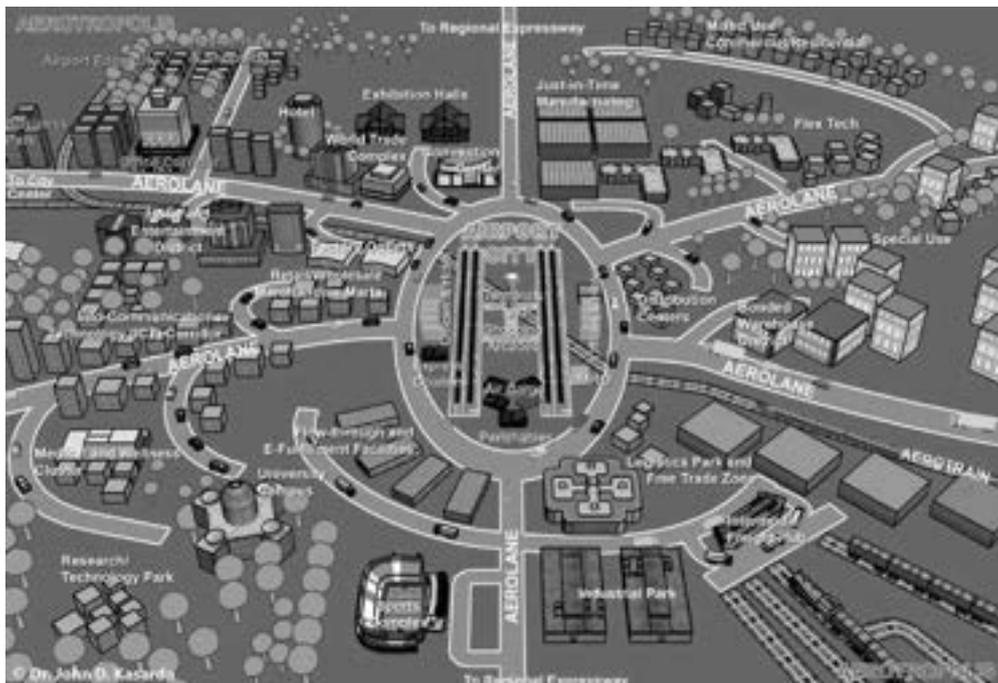
例えば、空港運営事業においても環境リスクへの対応は、今後大きな課題となる。コロナ禍にかき消された格好となっているが、スウェーデンの環境活動家グreta・トゥーンベリさんで有名になった「飛び恥」運動、つまりCO2排出量の多い航空機の利用を避け、鉄道など環境負荷の少ない交通手段を利用しようという動きは、空港運営事業にとっ

て大きな脅威となる。環境リスクに対応できなければ、たとえ新型コロナウイルスの感染拡大が収まっても、航空需要が戻らないかもしれない為である。

環境リスクへの対応は、空港業界より航空業界の方がより直接的で危機感も強い。SAF(Sustainable Aviation Fuel: 持続可能な航空燃料)の活用や水素航空機の開発などが急ピッチで進められているのは、その為である。国際航空運送協会(IATA)も、昨(2021)年の年次総会で、2050年に温暖化ガスの排出量を実質ゼロとする目標を採択している。

こうした動きに、空港運営会社も無縁ではいられない。環境意識を高めた航空会社を選ばれる(就航して

図表6 エアロトロポリスのイメージ図



出所) Aerotropolis HP (by John D. Kasarda)

注3  
ARES不動産証券化ジャーナルVol.55, 2020 May-June、「エアロトロポリス～空港を核としたスマートシティ～」



## 第50回

ポストコロナに向けた  
新たな取り組み

## ～ウェルネスオフィスの経済的価値の検証～



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)



吉田 淳

株式会社ザイマックス不動産総合研究所  
主幹研究員



大西 順一郎

株式会社ザイマックス不動産総合研究所  
主任研究員

## 1. はじめに

社会と経済の不確実性が高まる中で継続的な成長と安定したパフォーマンスを実現するには、トレンドを見据え、新たな布石を打つことが求められる。

ポストコロナ時代の不動産ビジネスにおける新たな布石の一つとなりうるテーマとして、本稿では「ウェルネスオフィス」について考察することとする。

ウェルネスオフィスとは、ウェルネス(身体的、精神的、社会的に健康で安心な状態)に配慮したオフィスビルを指し、知的生産性を高め

る内装や設備、高度な通信インフラや耐震性を備え、感染症に対する安全を確保したオフィスビルおよびサービスである。ウェルネスオフィスは、現在の不動産ビジネスにおける重要トレンドの一つであるESG(環境、社会、ガバナンスの要素を組み込んだビジネスプロセス)では、社会(S)の役割を担うテーマである。

現在、多くの不動産投資プレーヤーがESG対応、特にカーボンニュートラルをはじめとした環境(E)に向けた対応に追われている。

そのような中で、社会(S)の分野へ追加的に取り組むためのリソースを割くことに対して疑問を感じる方

もおられることと推察される。

本稿では、不動産ビジネスにおけるウェルネスオフィスの位置づけを整理したうえで、オフィス市場におけるウェルネス性能の経済性分析を踏まえ、不動産投資プレーヤーがウェルネスオフィスに注目する意味について考察する。

## 2. なぜウェルネスオフィスなのか?

ポストコロナの時代において、ウェルネスオフィスがその重要性を増す背景としては、2つのトレンド、すなわち、「ESG不動産投資の拡大」

と「働き方とワークプレイスの変化」が挙げられる。

## 2.1 トレンド①：

### ESG投資の拡大

まず、1つ目のトレンドであるESG不動産投資の拡大とウェルネスオフィスのつながりについて、近年の動向を踏まえながら整理する。

2006年に国連がPRI(責任投資原則)を提唱して以来、ESGの要素を投資判断に組み込む動きが活発化し、ESGは世界の投資市場で定着した。PRI署名機関は2021年12月時点で世界では4,683社(うち日本102社)を数え、その資産残高の合計は120兆ドルを超えている[1]。

日本の不動産投資業界でもESG投資の浸透が進み、2021年にはJ-REITの98.6%(時価総額ベース)が、不動産セクターの会社・ファンド単位でのESG配慮を測るツールであるGRESBに参加している[2]。

また、グリーン適格資産へのニーズが強まり、環境認証取得への流れにつながった。日本の代表的な環境認証制度であるCASBEEの認証件数は2021年時点で累計1,251件に達している[3]。

この間、ESGというトレンドは、TCFDに代表される気候変動問題とその対応へと深化した一方、実社会の影響を意識する「インパクト投資」への発展もみせている。

この背景には、2015年の国連サミットで採択されたSDGs(持続可能な開発目標)がある。ESGに配慮した金融システムへの転換のための世界各地の金融機関パートナーシッ

プであるUNEP-FIは、SDGsの達成にあたって公的資金だけでは年間約2.5兆ドル不足すると予想し、より多くの民間資金流入が必要と指摘した[4]。そのための枠組みとして、財務的リターンと並行して社会的インパクトを同時に生み出すことを意図する「ポジティブ・インパクト投資」を提唱し、2018年には、不動産投資家向けにポジティブ・インパクト不動産投資フレームワークをリリースした。このフレームワークでは、不動産投資における意思決定を、社会的な要素を含む22のインパクトカテゴリーに対応させ、ポジティブとネガティブ両面のインパクトを評価している[5]。

ワーカーに執務環境を提供し、企業の事業活動の基盤であるオフィスビルは、環境だけでなく、雇用・健康・人権・伝統など社会的、経済的なインパクトが大きい。

ウェルネスオフィスは、不動産利用者であるワーカーの健康性・快適性の維持増進、知的生産性の向上を支援する。室内環境、利便性、安全性などの建築的な品質のほか、Activity Based Working、コミュニケーション、バイオフィリア、テナント取り組み、ビル管理などの健康快適・知的創造の視点からみた品質についても、高い性能を志向している。

ウェルネスオフィスは、拡大を続けるESG投資の発展形としての一つである、ポジティブ・インパクト投資の有力な受け皿となると考えられる。

## 2.2 トレンド②：

### 働き方とワークプレイスの変化

次に、2つ目のトレンドである「働き方とワークプレイスの変化」とウェルネスオフィスのつながりについて、新型コロナウイルス流行による影響も踏まえて整理する。

コロナ禍以前のワークプレイスに関するトレンドの中心は、働き方改革であった。空間や時間、人や組織のフレキシビリティが高まるトレンドは、欧米はじめグローバルに進行してきた。

そのような中、諸外国と比して低いとされるわが国の労働生産性の向上を目指し、2016年一億総活躍国民会議で働き方改革の推進が明言され、2019年に働き方改革基本法が施行された。ザイマックス不動産総合研究所[6]によると、2019年の時点で、約3割の企業がテレワークのための場所や制度の整備を行い、フレキシブルオフィスの供給も東京23区で436拠点約11万坪に達した。

コロナ禍をうけ、このトレンドは停滞することなく、むしろ新たな展開をみせている。2020年初頭の感染者数の増加および緊急事態宣言により、出社制限しながら経済活動を継続するために、テレワークが多くの企業で導入された。産業や職種により導入状況は異なるものの、全体で68.5%の企業でなんらかのテレワークする場所が整備されている[7]。また、テレワークを少しでも行っているワーカーは67.7%にのぼる[8]。

その一方で、テレワークの浸透に

ともない、現在のワークプレイスに関する課題も共有されるようになってきている。例えば、社内外とのコミュニケーション、勤怠や評価などのマネジメント、従業員の心身(ウェルビーイング)の維持、ネットワーク環境の整備、セキュリティの確保、生産性や業務効率の低下、決裁の電子化・ペーパーレス対応などが挙げられる [7]。

また、コロナ流行を期に、人々の衛生・安全・安心の意識が底上げされ、ワークプレイスにおける感染対策、災害対策、コミュニケーション、心身の健康増進への要求が高まった。オフィスビルでも、利用者のマスク着用徹底、ドアノブ・扉・ベンチの清拭消毒、換気能力の調整、手指消毒備品の設置、エレベータの乗員制限、室温・湿度の管理、自動水栓の整備が求められるようになった。

現在、オフィスビルの利用者である企業は、個々の事業環境や価値観に基づき、ワークプレイス戦略の見直しを進めている。

ウェルネスオフィスは、快適で健康的な空間、コミュニケーションの場の創出、高度な通信インフラ、耐震性含む災害対応、適切な維持管理計画を備えており、ポストコロナ時代におけるワークプレイスの課題解決において重要な役割を担うと考えられる。

このトレンドを背景に、企業がウェルネスオフィスを求める動きも出てきている。2021年に環境省は、省エネ性・快適性に優れたオフィスビルへの優先入居をテナントが表明

する「リーディングテナント行動方針」を提唱した。同方針には2022年1月時点で11社、約800拠点で賛同を表明している [9]。

### 2.3 2つのトレンドがウェルネスオフィスで交差している

以上のように、ESG投資の拡大から発展したポジティブ・インパクト不動産投資と、働き方改革が発展したポストコロナのワークプレイス戦略という、2つのトレンドが、ウェルネスオフィスで交差していることがわかる。ウェルネスオフィスは、投資家の目的と社会の課題解決が一致しており、持続的に成長する可能性がある。

ただし、ウェルネスオフィスは新しいテーマであり、不動産市場への普及にはいくつかの課題がある。次節では、ウェルネスオフィスに関する取り組みと議論、不動産市場への普及に向けた課題について整理する。

## 3. 議論と課題

### 3.1 社会(S)を意識した取り組み

すでに日本の不動産業界においても、社会(S)を意識した取り組みが見られるようになってきている。国土交通省 [10]の不動産分野の社会的課題に対応するESG投資促進検討会では以下の取り組みが紹介されている。

東急不動産では、渋谷駅周辺の歩行デッキ、バスターミナルの整備、物流施設における多目的・オールジェンダーを意識したトイレの設置など、ライフスタイルやコミュニ

ティ、防災・バリアフリーを意識した取り組みを行っている。

三菱地所は、女性管理職比率10%超や男性の育児休業取得率100%などの目標設定、大丸有SDGs ACT5を通じたオープンイノベーションが生まれ続けるまちづくりに取り組んでいる。

このほかにも、産業ファンド投資法人による大田区の案件や第一生命による地域活性化など、先述のポジティブ・インパクト不動産投資フレームワークの考え方にに基づき、社会的インパクトを意識した投資も始まっている [11]。

### 3.2 課題

その一方で、社会的なインパクトを意識したプロジェクトへの投資拡大にあたっては、いくつかの課題も指摘されている。

堀江、大下(2021) [11]では、ポジティブ・インパクト不動産投資の拡大にあたっての課題として、日本固有の社会課題を検討する必要性、開示における透明性と指標設定の難しさ、多様なフレームワークの連携・標準化の3つを挙げている。

国土交通省では、2021年に不動産分野の社会的課題に対応するESG投資促進検討会を立ち上げ、不動産のS(社会課題)における評価分野や項目の整理を行っている。同検討会では、機関投資家、地域金融機関、事業者、個人投資家がより多くの投資を振り向けられるような環境整備の必要性を指摘している [12]。

これらの課題指摘から、社会的イ

ンパクトを意識した不動産の分野において現在求められているものは、不動産事業者と不動産投資家の「共通言語」の整備であると整理できる。具体的な共通言語としては、大きく2つあると考えられる。

まず1つ目は、社会的なインパクトの客観的な評価手法と指標の確立である。ESGのうち、社会(S)への取り組みの有効性は、明確な数値基準に乏しく、取組内容も多岐に渡り、評価が定性的になりがちである。国土交通省 [12]では、投資対象不動産において、対応するSDGs目標、評価項目(アクティビティ)、アウトプット、アウトカム、インパクトが連結された形で情報整備されていることが望ましいとしている。

2つ目は、経済的価値の測定である。もし、追加投資に見合う分のベネフィット、リターンが創出されなければ、一時的ブームに終わり、市場は機能せず普及しない(規制や税制など追加的なマーケットデザインが必要となる)。社会的インパクトを意識した不動産において、賃料や取引価格の上昇、利回りの低下などが発生することを、データを用いて実証的に示すことが必要である。

### 3.3 ウェルネスオフィス普及に

#### 向けた動き

以上の課題は、前章でその重要性を指摘したウェルネスオフィスの普及に際してもあてはまる。ここからは、ウェルネスオフィスにおける事業者と投資家の共通言語の整備に向けた取り組みについて整理する。

まず、オフィスビルの社会課題分野における品質を客観的に評価するツールとしては、すでいくつかのウェルネス認証制度が整備されている。具体的には、建築環境・省エネルギー機構のCASBEE-ウェルネスオフィス(以下CASBEE-WO、2019年～)、海外のWELL Building Standard(2014年～)およびFitwel(2017年～)が挙げられる。なお、総合環境認証制度であるCASBEE-建築、CASBEE-不動産、DBJ Green building認証、GRESBにおいても、社会課題に対応する評価項目が含まれている。

特に、CASBEE-WOは、社会課題分野にフォーカスしたツールであり、建物利用者の健康性・快適性の維持増進、知的生産性の向上、安心・安全を評価する第三者による認証制度である。同認証を運営する建築環境・省エネルギー機構 [13]によると、2019年にリリースされ、2022年1月時点で52事例が認証されている。評価項目には、空間・内装、音・光環境、熱・空気環境、リフレッシュといった基本性能のほか、移動空間・コミュニケーション、情報通信、災害対応、維持管理計画、満足度調査なども含まれる(詳細については、中山、吉田 [14]を参照されたい)。

次に、社会的なインパクトを考慮した不動産の経済的価値の測定については、昨今、国内外で研究が行われている。

企業が、ワークプレイスの健康性、快適性に価値を見出しているかを確かめる調査として、久保寺ら(2021) [15]は、企業がウェルネス

不動産に対して+5.63%追加支払意思があることを示した(アンケート調査:136件、CVM:仮想的市場評価法)。

国土交通省(2019) [16]は、企業がESG不動産に対して4~6%の賃料上昇を許容する企業が最も多いとしている(アンケート調査:411件、単純集計)。

健康性、快適性が創り出す付加価値について不動産市場で適切に評価されているかを確かめる調査として、久保ら(2021) [17]は、物件の募集情報からウェルネススコアを推定し、CASBEE-WOスコア1点あたりの賃料プレミアムを234.2円/坪と推定した(重回帰分析)。

しかし、実際のウェルネス認証取得物件のデータを用いて経済的価値を推定した実証研究はまだみられない。

そこで、我々はCASBEE-WOの認証データと東京23区オフィスビルの賃料データを統合し、オフィスビルにおけるウェルネス性能の賃料プレミアムを推計することとした。

## 4. ウェルネスに 経済的価値はあるのか?

### 4.1 ウェルネス性能の

#### 経済的価値分析

分析用データセットとして、東京23区賃貸オフィスビルの新規成約事例データ4,716棟、36,402件(2010年~2021年)を用意し、CASBEE-WOの認証データと統合した。

このデータセットでは新規賃料、規模、築年数、立地、成約時期、

設備のほか、健康性、快適性を示す変数として、CASBEE-WO取得物件である場合1とするダミー変数が作成されている。ここでは、認証を取得する前の成約事例であっても1としている。これは、研究の対象が、認証のラベルとしてのプレミアムにあるのではなく、ウェルネス性能にあるためである。CASBEE-WOを取得できた物件は、認証取得の前から高いウェルネス性能を持っているという仮定にもとづいている。我々のデータセットの中で、認証を取得している物件は11棟あり、賃貸事例は120件あった。

なお、CASBEE-WO認証を取得している物件(認証あり物件)と取得していない物件(認証なし物件)のスペックを比較すると、認証取得物件の方が、大きく、新しく、駅から近い傾向があった(図表1の(1),(2)を参照)。このことは、認証有無別に平均値を算出し単純比較して推定された賃料プレミアムにはバイアスが含まれており、なんらかの品質調整が必要であることを示唆している。本分析では、Lancaster (1966) [18]およびRosen (1974) [19]が提唱した、ヘドニック回帰モデル(図表2)による品質調整を行い、ウェルネス認証の取得による賃料の影響を推定する(ヘドニック・アプローチ)。

前述のヘドニック回帰モデルを用いて、CASBEE-WOの賃料プレミアムについて推定したところ、+6.4%で統計的に有意であった(図表3の1列目)。これは、先述のアンケート・CVMによる久保寺ら

の結果、および公表情報から推定したウェルネススコアを用いて久保らが示した賃料プレミアムの推定結果と整合的であった。

この結果は、ウェルネス性能がある程度高いオフィスビルは、そうでないオフィスビルに比べて、新規賃料が高いことを示しており、現在のオフィス賃貸マーケットにおいて、ウェルネス性能に賃料プレミアムがすでに存在していることを示唆している。

ただし、認証取得サンプルの少なさおよび内生性由来するバイアスが含まれている可能性を完全に否定できないため、次節以降の追加分析を行うことで結果の頑健性について確認する。

## 4.2 ウェルネススコアの プレミアム分析

本節では、CASBEE-WOのスコア1点あたりの賃料プレミアムを推定する。この分析は、ウェルネス性能が高いほど賃料プレミアムが大きい市場構造となっているかを検証することが目的である。もし、スコアの高低に賃料プレミアムが存在するならば、オフィスビルのウェルネス性能を高める方向にインセンティブが働きやすいと考えられる。

ウェルネススコアのデータとしては、前述の久保ら(2021)の研究で使用されたCASBEE-WOスコアの評価データを用いた。この評価データの対象は、東京23区、横浜市、大阪市、名古屋市に立地する、CASBEE-新築または不動産の認証を受けた253件のオフィスビルであ

る。対象建物のスコア評価にあたっては、WEBやパンフレット、目視による建物情報を基に、CASBEE-WO評価マニュアルに従って評価している(このため、テナントの運用上の取組等については評価できないため、評価対象外となっている)。

CASBEE-WO評価データと4-1節で用いた賃料データを統合し、東京23区に所在する97棟1,428事例の分析用データセットを構築した。なお、サンプルにおける各変数の平均値は図表1の(3)であり、CASBEE-WOの平均値は58点であった。

前節で示したヘドニック回帰モデルの説明変数にCASBEE-WOスコアを投入することで、品質調整済みのCASBEE-WOスコアの賃料プレミアムを推定した。推定された賃料プレミアムは1点あたり+0.2%(+67円/坪相当)であり、統計的に有意な結果が得られた(図表3の(2))。CASBEE-WO認証で最も多いSランクの取得に必要なスコアは75点以上であり、最低のCランク(40点未満)との差は35点であることを考慮すると、本節での賃料プレミアム推定結果+0.2%/点は、認証の有無に注目した4.1節での結果6.4%と概ね整合的であると考えられる。

この結果は、CASBEE-建築およびCASBEE-不動産を取得するような一定程度の高い品質を持つオフィスビルに限っても、ウェルネス性能が高いほど賃料が高いことを示唆している。

図表 1 要約統計量

|                     | CASBEE-WO取得<br>(1) |        | CASBEE-WO未取得<br>(2) |        | CASBEE-WOスコア<br>(3) |        | CASBEE-不動産<br>(4) |        |
|---------------------|--------------------|--------|---------------------|--------|---------------------|--------|-------------------|--------|
|                     | 平均                 | 標準偏差   | 平均                  | 標準偏差   | 平均                  | 標準偏差   | 平均                | 標準偏差   |
| 新規賃料 (円/坪)          | 24,710             | 9,372  | 18,518              | 6,897  | 26,253              | 7,942  | 25,879            | 7,991  |
| CASBEE-WO有無         | 1.000              | 0.000  | 0.000               | 0.000  |                     |        |                   |        |
| CASBEE-WOスコア        |                    |        |                     |        | 58.396              | 11.237 |                   |        |
| CASBEE不動産 3.資源利用/安全 |                    |        |                     |        |                     |        | 14.009            | 2.524  |
| CASBEE不動産 5.室内環境    |                    |        |                     |        |                     |        | 10.148            | 1.153  |
| 築年数 (年)             | 9.692              | 9.952  | 23.842              | 11.598 | 14.415              | 10.406 | 17.427            | 9.656  |
| リニューアルダミー           | 0.317              | 0.467  | 0.223               | 0.416  | 0.268               | 0.443  | 0.325             | 0.469  |
| 延床面積 (坪)            | 9,238              | 15,583 | 6,081               | 12,167 | 22,079              | 24,319 | 25,247            | 26,161 |
| 基準階面積 (坪)           | 306                | 207    | 232                 | 242    | 479                 | 306    | 500               | 310    |
| 最寄駅徒歩分数             | 2.742              | 1.722  | 3.291               | 2.228  | 3.096               | 1.720  | 3.373             | 1.771  |
| OAフロアダミー            | 1.000              | 0.000  | 0.826               | 0.379  | 0.976               | 0.153  | 0.968             | 0.176  |
| 個別空調ダミー             | 0.992              | 0.091  | 0.819               | 0.385  | 0.636               | 0.481  | 0.533             | 0.499  |
| 機械警備ダミー             | 1.000              | 0.000  | 0.955               | 0.207  | 1.000               | 0.000  | 1.000             | 0.000  |
| 物件数                 | 11                 |        | 4705                |        | 97                  |        | 55                |        |
| 事例数                 | 120                |        | 36282               |        | 1428                |        | 1062              |        |

Note: スペースの関係上、行政区ダミーと成約四半期ダミーの表示は省略している

図表 2 ヘドニック回帰モデル

$$\ln R_i = \alpha + wellness_i' \cdot \beta + x_i' \cdot \gamma + \varepsilon_i$$

|            |                         |                            |
|------------|-------------------------|----------------------------|
| 被説明変数 (左辺) | $R$                     | 新規成約賃料                     |
| 説明変数 (右辺)  | $wellness$              | CASBEE-WO認証の有無             |
|            | $x$                     | 他の説明変数 (立地・規模・新しさ・設備・成約時期) |
|            | $\alpha, \beta, \gamma$ | 回帰係数→効果の有無・大きさ             |
|            | $\varepsilon$           | 誤差項                        |

図表 3 ヘドニック回帰の結果

|             | WO<br>認証有無<br>(1)  | WO<br>総合スコア<br>(2)  | 不動産_分類3<br>資源利用/安全<br>(3) | 不動産_分類5<br>室内環境<br>(4) |
|-------------|--------------------|---------------------|---------------------------|------------------------|
| 賃料プレミアム     | 0.064**<br>(0.020) | 0.002***<br>(0.001) | 0.014***<br>(0.004)       | 0.009*<br>(0.005)      |
| サンプル数       | 36,402             | 1,428               | 1,062                     | 1,062                  |
| 自由度調整済み決定係数 | 0.614              | 0.798               | 0.826                     | 0.824                  |

Note: \*p < 0.10, \*\*p < 0.05, \*\*\*p < 0.01

スペースの関係上、築年数などの他説明変数の表示は省略している

### 4.3 CASBEE-不動産の ウェルネス関連分類の プレミアム分析

前節までの分析結果は、CASBEE-WO認証のラベリング効果、評価方法に由来している可能性があり、健康性や快適性といったウェルネス性能の賃料プレミアムを推定できていない可能性も懸念される。

そこで、CASBEE-WO以外のウェルネス性能評価を用いても同様の結果が得られるかを検証する。

本節では、CASBEE-WO以外のウェルネス性能評価として、CASBEE-不動産のサブカテゴリである「3.資源利用/安全」と「5.室内環境」のスコアを使用する。前述4.2節で用いたデータセットには、CASBEE-不動産のサブカテゴリも含めたスコアデータも含まれており、これを活用する。CASBEE-不動産を取得したサンプルが対象となるため、データセットは1,062事例となった(各変数の平均値を図表1の(4)に示す)。なお、この2つのサブカテゴリのスコアは、CASBEE-WOの総合スコア

との間に正の相関関係が確認できる(図表4)ため、オフィスビルのウェルネス性能をある程度示す指標として用いても問題ないと考えられる。

CASBEE-不動産の「3.資源利用/安全」、「5.室内環境」をヘドニック回帰モデルの説明変数として投入した際の分析結果が図表3の(3)(4)である。賃料プレミアムは、3.資源利用/安全でスコア1点あたり+1.4%(1%水準で有意)、5.室内環境で+0.9%(10%水準で有意)であった。

この結果は、CASBEE-WOとは別の指標を用いても、同様にウェルネス性能の賃料プレミアムが確認されたことを示しており、4.1節および4.2節で示したウェルネス性能が経済性を持つという分析結果は頑健であると考えられる。

#### 4.4 分析を踏まえた考察

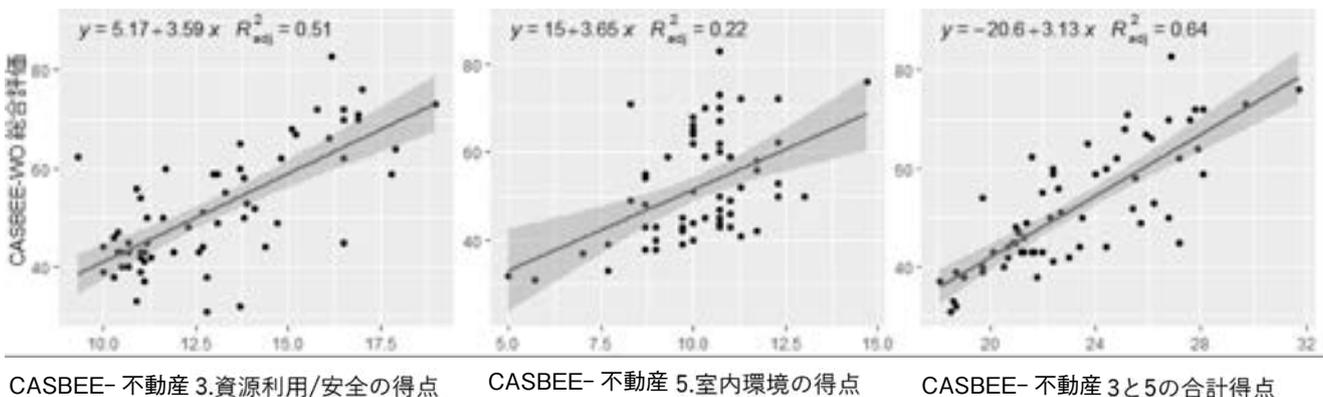
4.1節から4.3節までの一連の分析結果で注目すべき点は2つある。

まず、CASBEE-WOという認証のラベリング効果ではなく、オフィ

スビルのウェルネス性能をはじめとした社会課題分野における性能の高さに対して賃料プレミアムが存在することが、複数の方向から確認された点である。Eichholtz et al. (2010) [20]は、環境認証による経済的プレミアムの源泉として、省エネ・廃棄物削減、経済的寿命の延長のほか、従業員の生産性向上、社会意識のシグナルと居住者の優れた社会的責任感を挙げており、本分析はこの主張を裏付ける。このことは、ウェルネスオフィスへの投資が、追加的な経済的価値をもたらすことのエビデンスとなると考えられる。

次に、ウェルネス認証がまだ広く浸透していない現時点での分析で、賃料プレミアムが確認された点である。元来、オフィスを賃借する企業(需要者)は、従業員の健康、安全、快適さ、知的生産性を向上させるオフィスビルに、より多くの対価を支払う意思を持っている。加えて、オフィス賃貸市場の供給者および仲介者は、これまでも商品の

図表4 CASBEE-WOスコアとCASBEE-不動産の相関



魅力の一つとしてウェルネス性能をアピールしてきた。検索サイトや内見など一連のリーシング活動を通じて、室内の明るさや眺望、空調システム、リフレッシュスペースの有無、耐震性能、入退館システムなどの情報が、豊富に提供されている。つまり、現在すでに、オフィス賃貸市場ではウェルネス性能を評価するプロセスが「ある程度」組み込まれており、このことが一連の分析結果に表れたと考えられる。

そのうえで、CASBEE-WOなどのウェルネス認証制度の不動産市場における意義について整理すると、ウェルネス性能に関する誤判定リスクや情報流通コストを減少させる役割があると考えられる。

快適性や健康性は実際に入居してみないと確かめられない。物件によって検索サイトにアップする写真やデータの質や量は異なるうえ、内見に際しても間違っただけで判断してしまうおそれがある。オフィスビルのウェルネス性能に関する知見を持った専門家による、一定のマニュアルに基づいた評価システムは、ウェルネス性能の誤判定リスクの減少につながる。

さらに、CASBEE-WO認証制度がウェルネス性能を評価するものとして市場に認知されれば、ウェルネ

ス性能に関する情報流通コストが大きく下がるのが期待できる。ウェルネス認証というラベルがあることで、意思決定者およびステークホルダーへ客観的に説明しやすくなるほか、企業の移転担当者は、移転先ビルの働きやすさを経営者やワーカーへ伝えやすくなる。また、企業は自身のワークプレイス整備状況を労働市場や金融市場へアピールする際に材料として用いることができ、築古・中小ビルのオーナーにとってはスペックの数字だけでは表せない働きやすさをオフィスを探す企業に伝えることができるだろう。

## 5. まとめ

ウェルネスオフィスは、ESGと働き方改革という現代社会における2大トレンドの延長線が交差するテーマであり、その経済的価値の創出プロセスはすでにオフィス賃貸市場に埋め込まれている可能性がある。今後、CASBEE-WOをはじめとした不動産のウェルネス評価システムの普及と、経済的利益に関する実証研究の蓄積により、事業者と投資家との共通言語が整備され、不動産ビジネスを通じた社会課題の解決が進むことが期待される。

このことは、不動産投資プレー

ヤーにとって、ウェルネスオフィスが、将来の持続的成長をにらんだ先行投資テーマの一つとなりうることを示唆している。

これは、現在の不動産ストックの側面から考えても現実的な選択肢と考えられる。温室効果ガス排出量削減の切り札であるZEBを実現できるプロジェクトのほとんどは新築物件であり、既存物件の完全なZEB化は経済的に困難な面がある。また、不動産ストックの大半は既存物件であり、不動産投資プレイヤーのビジネス現場においても、新規開発プロジェクトよりも既存物件の売買や運用の場面が多いと想定される。したがって、既存物件においてESG投資に取り組むことができるウェルネスオフィスへの投資は、成長性と実効性を両立した戦略と考えられる。

昨今のESG投資市場の拡大を鑑みると、ESG対応に追われる不動産投資プレイヤーも多いのではないかと推察される。その際は、本稿で挙げたウェルネスオフィスに関する視座を持って、ESG対応項目を眺めていただきたい。将来的かつ現実的な成長戦略のヒントにつながれば望外の喜びである。

## 謝 辞

第4章の分析は、(一社)日本サステナブル建築協会を事務局として設置された産官学民の協働による「SDGs-スマートウェルネスオフィス研究委員会」内の「ウェルネスオフィスの便益検討部会(林立也部会長)」の活動成果の一部であり、千葉大学林立也准教授、ものづくり大学久隆太郎准教授並びに部会委員の皆様方に多大なる支援をいただきました。ここに感謝の意を表します。

参考文献

- [1] Principles for responsible investment. <https://www.unpri.org/download?ac=14962> (accessed on 8 February 2022)
- [2] CSR デザイン環境投資顧問. GRESB 2021年評価結果－日本市場からの参加状況－[http://www.csr-design-gia.com/info/pdf/2021\\_GRESB%20Japan-Results-Announcement-Press-Release\\_1018CSR.pdf](http://www.csr-design-gia.com/info/pdf/2021_GRESB%20Japan-Results-Announcement-Press-Release_1018CSR.pdf) (accessed on 8 February 2022)
- [3] 一般財団法人建築環境・省エネルギー機構. CASBEE評価認証制度. <https://www.ibec.or.jp/CASBEE/certification/certification.html> (accessed on 7 February 2022)
- [4] UNCTAD. (2014). World investment report, Investing in the SDGs: an action plan. [https://unctad.org/system/files/official-document/wir2014\\_en.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/wir2014_en.pdf) (accessed on 7 February 2022)
- [5] UNEP-FI. (2018). ポジティブ・インパクト不動産投資フレームワーク. [https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2019/06/PI-Real-Estate-Investment-Framework\\_Japanese.pdf](https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2019/06/PI-Real-Estate-Investment-Framework_Japanese.pdf) (accessed on 7 February 2022)
- [6] ザイマックス不動産総合研究所. (2019). 大都市圏オフィス需要調査2019秋. [https://soken.yymax.co.jp/2019/11/27/1911-office\\_demand\\_survey\\_2019a/](https://soken.yymax.co.jp/2019/11/27/1911-office_demand_survey_2019a/) (accessed on 7 February 2022)
- [7] ザイマックス不動産総合研究所. (2021). 大都市圏オフィス需要調査2021秋. [https://soken.yymax.co.jp/2021/12/22/2112-office\\_demand\\_survey\\_2021a/](https://soken.yymax.co.jp/2021/12/22/2112-office_demand_survey_2021a/) (accessed on 7 February 2022)
- [8] ザイマックス不動産総合研究所. (2021). 首都圏オフィスワーカー調査2021. [https://soken.yymax.co.jp/2021/12/17/2112-worker\\_survey\\_2021/](https://soken.yymax.co.jp/2021/12/17/2112-worker_survey_2021/) (accessed on 7 February 2022)
- [9] 環境省. ZEB portal. <https://www.env.go.jp/earth/zeb/tenant/05.html> (accessed on 7 February 2022)
- [10] 国土交通省. (2021). 第3回不動産分野の社会的課題に対応するESG投資促進検討会, 資料2国内における社会的課題に対応した取組事例. <https://www.mlit.go.jp/common/001460507.pdf> (accessed on 7 February 2022)
- [11] 堀江隆一, 大下剛. (2021). ESG投資の発展形としてのインパクト不動産投資: 国内外における動向と今後の展開に向けた課題 (特集 ESGと不動産). 土地総合研究 29 (4), 53-64, 2021. <https://www.lij.jp/history.html> (accessed on 22 February 2022)
- [12] 国土交通省. (2021). 第1回不動産分野の社会的課題に対応するESG投資促進検討会, 検討事項及び進め方について. <https://www.mlit.go.jp/common/001424387.pdf> (accessed on 8 February 2022)
- [13] 一般財団法人建築環境・省エネルギー機構. CASBEE ウェルネスオフィス評価認証物件一覧. [https://www.ibec.or.jp/CASBEE/WO\\_certification/CASBEE\\_wo\\_certified\\_build\\_list.htm](https://www.ibec.or.jp/CASBEE/WO_certification/CASBEE_wo_certified_build_list.htm) (accessed on February 2022)
- [14] 中山善夫, 吉田淳. (2021). ポストコロナに向けた新たな取組み～CASBEE-ウェルネスオフィスとCASBEE-不動産の最新動向～. 不動産証券化ジャーナル, vol. 63, 74-83, 2021. <https://www.ares.or.jp/kaiin/journal/pdf/ARES63p74-83.pdf?open=1>
- [15] 久保寺智彦, 伊澤啓, 林立也. (2021). CVMによる健康性や快適性に優れたオフィスへの追加賃料支払意志額の推定(2). 日本建築学会大会学術講演梗概集(東海), 2353-2354, 2021.
- [16] 国土交通省. (2019). 不動産鑑定評価における環境性、快適性、健康性の評価に関する検討業務報告書. <https://www.mlit.go.jp/common/001285638.pdf> (accessed 7 February 2022)
- [17] 久保 隆太郎, 林立也, 樋山 恭助. (2022). 建物のウェルネス性が不動産賃料に与える影響に関する研究. 日本建築学会技術報告集, 28 巻, 68 号, 326-331.
- [18] Lancaster, K. J. (1966). A New Approach to Consumer Theory. *Journal of Political Economy*, 74 (2), 132-157.
- [19] Rosen, S. (1974). Hedonic Prices and Implicit Markets: Product Differentiation in Pure Competition. *Journal of Political Economy*, 82 (1), 34-55.
- [20] Eichholtz, P., Kok, N., & Quigley, J. M. (2010). Doing well by doing good? Green office buildings. *American Economic Review*, 100 (5), 2492-2509.

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。

よしだ あつし

日本リクルートセンター（現：リクルートホールディングス）入社。ビル事業部西日本部長などを経て、リクルートビルマネジメント（現：ザイマックス）取締役。2001年ザイマックスビルディングサイエンス（現：ザイマックス不動産総合研究所）を設立し、建物管理、修繕、エネルギー・環境不動産分野の研究を主幹している。CASBEE-不動産評価検討小委員会委員、CASBEE-ウェルネスオフィスマニュアル改訂委員会委員、ARES 資格教育小委員会分科会委員、からくさ不動産塾講師などを務める。

おおにし じゅんいちろう

2002年ザイマックス入社。2009年よりマーケティング部（現ザイマックス不動産総合研究所）でオフィス市場分析、国内外の大学との共同研究、不動産所有者向け情報誌・セミナーの企画運営などを担当。2018年より現職。不動産市場のダイナミズム、環境不動産の経済性、指標開発に関する研究を担当。東京工業大学工学部土木工学科卒業。東京大学空間情報科学研究センター不動産情報科学研究室協力研究員。

# 令和3年民法改正が 共有不動産に係る契約実務に 与える影響について



齋藤 理

長島・大野・常松法律事務所  
弁護士



松田 悠

長島・大野・常松法律事務所  
弁護士

## 1. はじめに

令和3年4月21日に成立した民法等の一部を改正する法律は、一部を除き令和5年4月1日に施行される予定である<sup>注1</sup>。この法律に基づく民法、不動産登記法等の改正（以下これらのうち民法に係る改正を「本改正」という。）は、所有者不明土地問題の発生予防と所有者不明土地の利用の促進を契機としてなされたものであるが<sup>注2</sup>、本改正では共有に関する民法の規律自体に一定の変更が加えられており、共有不動産に係る契約実務にも影響があり得る。

共有不動産については、本改正前の民法の規定が必ずしも明確ではなかったこともあり、（時に区分所有建物の存在などの追加的な事情とも相俟って）

複雑な法律問題が生じることが少なくない<sup>注3</sup>。本改正では、共有に関する民法の規律について一定の明確化が図られているが、共有不動産に係る実務において本改正後の規定（以下「改正後民法」という。）がどのように適用されるのかが明らかでない点もあり、また、本改正において議論がなされたものの明文化が見送られた事項で留意すべき点も存するところである。本稿では、これらのうち重要性が高いと考えられる事項を紹介する。

なお、本稿は筆者らの個人的見解であり、筆者らの所属する法律事務所の見解を述べたものではないことにご留意いただきたい。

### 注1

民法等の一部を改正する法律の施行期日を定める政令（令和3年12月14日閣議決定）。なお、相続登記の申請義務化に係る不動産登記法の規定については、令和6年4月1日施行予定（[https://www.moj.go.jp/hisho/kouhou/hisho08\\_00258.html](https://www.moj.go.jp/hisho/kouhou/hisho08_00258.html)、2022年3月14日閲覧）。

### 注2

日本弁護士連合会 所有者不明土地問題等に関するワーキンググループ（以下「日弁連WG」という。）『新しい土地所有法制の解説—所有者不明土地関係の民法等改正と実務対応』31頁（2021、有斐閣）

### 注3

齋藤理・宮城栄司「共有・分有土地上に存在する建物に係る土地利用権について（上、下）」ARES 10巻118頁（2012）、11巻93頁（2013）参照

## 2. 共有に関する改正の概要

本改正のうち、共有物の使用、変更、管理及び保存に関する規律の概要は以下のとおりである<sup>注4</sup>。

### (1) 共有物を使用する共有者その他の共有者との関係等

共有物の使用については、各共有者は共有物の全部についてその持分に応じた使用をすることができるとの従前の規定が維持されるとともに(改正後民法第249条第1項)、共有物を使用する共有者は、別段の合意がある場合を除いて、他の共有者に対し、自己の持分を超える使用の対価を償還する義務を負うこと(改正後民法第249条第2項)、及び共有物を使用する共有者は、善良な管理者の注意をもって当該共有物を使用しなければならないこと(改正後民法第249条第3項)が明確化されている。

### (2) 共有物の変更行為

本改正の施行前の民法(以下「改正前民法」という。)では、各共有者は他の共有者の同意を得なければ、共有物に変更を加えることができないと定められているが(改正前民法第251条)、ここでいう「変更」の意義及び範囲については必ずしも明確ではなかった。本改正では、かかる変更について、その形状又は効用の著しい変更を伴わないもの(以下「軽微変更」という。)を除くことが明らかにされ、一定の明確化<sup>注5</sup>が図られたところである(改正後民法第251条第1項)<sup>注6</sup>。

### (3) 共有物の管理行為及び保存行為

改正前民法では、共有物の管理については、変更の場合を除いて各共有者の持分の価格に従いその過半数で決することとされており(改正前民法第252条前段)、保存行為は、各共有者が単独であることができることとされている(改正前民法第252条後段)。

保存行為については本改正においても各共有者が単独であることができるとの規定が維持されたところであるが(改正後民法第252条第5項)、管理行為についてはいくつかの重要な改正がなされている。まず、共有物の管理に関する事項については、持分価格の過半数で決するとの原則は維持されたが、これに加えて「共有物を使用する共有者があるときも同様とする。」との規定が新設された(改正後民法第252条第1項後段)。従来は、現に共有物を使用している共有者がいる場合、共有者全員の合意によらなければ使用者の変更をすることができないとの議論も有力であったが<sup>注7</sup>、この規定が新設されたことによって、共有者の持分価格の過半数による決定によって使用者を変更し、例えば、現に使用している共有者に対してその使用する共有不動産の明渡しを請求することができるものと解されている<sup>注8</sup>。

もっとも、利用方法の定めを変更する決定が共有者間の決定に基づいて共有物を使用する共有者に特別の影響を及ぼすべきときはその承諾を得なければならないとの規定も新設され(改正後民法第252条第3項)、「共有者間の決定に基づいて共有物を使用する共有者」については保護が図られている。

また、持分価格の過半数による決定によって、共有者が共有物について一定の期間(民法第602条に

#### 注4

本稿では、所在等不明共有者、賛否不明共有者、裁判による共有物の分割等に関する改正事項については割愛する。

#### 注5

村松秀樹・大谷太『Q&A 令和3年改正民法・改正不登法・相続土地国庫帰属法』59頁(2022、きんざい)参照

#### 注6

「その形状又は効用の著しい変更を伴わないもの」との文言は、建物の区分所有等に関する法律(以下「区分所有法」という。)第17条第1項と同様の文言を採用するものである。

#### 注7

日弁連WG・前掲注2)100頁参照

#### 注8

村松ほか・前掲注5)64頁

定める短期賃貸借の期間<sup>注9</sup>と同一。)の範囲内で賃借権その他の使用及び収益を目的とする権利(以下「賃借権等」という。)を設定することができる旨が規定された(改正後民法第252条第4項)<sup>注10</sup>。本改正前においては、共有物について賃借権等を設定することが管理に該当するか、又は共有者全員の同意を必要とする処分<sup>注11</sup>若しくは変更<sup>注12</sup>に該当するかという点に関して議論のあったところである。本改正後は、短期賃貸借の期間を超えない賃借等<sup>注13</sup>は管理行為に留まり、共有者の持分価格の過半数をもって設定することができる(即ち、少数派の共有者が反対していたり、その意見が定かでないときでも設定することが可能である。)が、短期賃貸借の期間を超える賃借等については共有者全員の同意が必要となると解されている<sup>注12注13</sup>。

#### (4) 共有物の管理者

本改正では更に共有物の管理者制度が新設されている。共有者が持分価格の過半数によって管理者を選任した場合<sup>注14</sup>、当該管理者は、共有物の管理に関する行為<sup>注15</sup>をすることができる(改正後民法第252条の2第1項)。共有物の管理者は、共有者が共有物の管理に関する事項を決した場合、これに従ってその職務を行わなければならない(改正後民法第252条の2第3項)、これに違反して行った共有物の管理者の行為は、共有者に対してその効力を生じない(改正後民法第252条の2第4項本文)とされている。但し、共有者は、これをもって善意の第三者に対抗することができない(改正後民法第252条の2第4項但書)とされており、善意者保護が図られている。

管理者が選任された場合、管理者と契約をする相手方は、一般的な管理行為の範囲内である限り、管理者の権限を信頼して管理者と契約を締結すべ

#### 注 9

目的物により異なる期間が定められている。

|                         |     |
|-------------------------|-----|
| ①樹木の栽植又は伐採を目的とする山林の賃借権等 | 10年 |
| ②①の賃借権等以外の土地の賃借権等       | 5年  |
| ③建物の賃借権等                | 3年  |
| ④動産の賃借権等                | 6ヶ月 |

#### 注 10

但し、借地借家法が適用される賃借借の場合は、原則として、効用の著しい変更を伴うものとして共有者全員の同意が必要となると解されていることに注意が必要である(村松ほか・前掲注5)60頁、61頁)。なお、「効用の著しい変更を伴う」ものに当たらない例外として一時使用目的の土地賃借(借地借家法第25条)、定期建物賃借(同法第38条第1項)、取壊し予定の建物の賃借(同法第39条第1項)、一時使用目的の建物賃借(同法第40条)が挙げられている(村松ほか・前掲注5)60頁、61頁、日弁連WG・前掲注2)106頁、107頁)。

#### 注 11

「処分」について特に条文上の規定はないが、抵当権の設定について判断した最判昭和42年2月23日集民86号361頁は「共有物の変更が共有者全員の同意を必要とすることは民法251条の定めるところであり、共有物についての処分もまた同様に解すべきものであるから、本件共有不動産自体についての抵当権を設定するためには共有者全員の同意を要(する)」と判示している。

#### 注 12

村松ほか・前掲注5)60頁

#### 注 13

いわゆる大規模修繕が管理に留まるのか、変更又は処分に該当するののかについても従前から議論がある。本改正では、2002年区分所有法改正における同法第17条の議論(大規模修繕工事について円滑な実施のために工事の規模の大小、費用の多寡を問わず過半数の決議で決することができるようにする)との改正趣旨(稲本洋之助・鎌野邦樹『コンメンタールマンション区分所有法〔第3版〕』102頁(2015、日本評論社))参照)と同様に、軽微変更の定義を「著しく多額の費用を要しないもの」から「その形状又は効用の著しい変更を伴わないもの」に変更したという経緯がある(日弁連WG・前掲注2)94頁、95頁)。しかし、大規模修繕といってもその規模や態様は様々であり、一概に大規模修繕が管理行為に該当するといえるかは疑問である。

#### 注 14

解任も持分価格の過半数により決する(改正後民法第252条第1項括弧書き)。

#### 注 15

なお、ここでいう「行為」には事実行為のほか法律行為も含まれ、管理者が法律行為をする際には、自己の名でできることと解されている(日弁連WG・前掲注2)114頁。村松ほか・前掲注5)101頁は、賃貸借契約の締結について、原則として管理者が賃貸人となることとする。)。他方、管理者である第三者等が共有者の代理人として共有者を当事者とする法律行為をすることも考えられるが、そのためには、別途、共有者から代理権の付与を受ける必要があると解されている(日弁連WG・前掲注2)114頁)。管理者が賃貸人となって賃貸借契約を締結する場合には、管理者が解任されたときの取扱いについても検討する必要がある。

ば足り、全ての共有者を相手方として契約を締結する必要はない、ということになる<sup>注16</sup>。なお、管理者は、共有者の一人であっても共有者以外の第三者であってもよいと考えられているが<sup>注17</sup>、共有者がプロパティマネジャーを選任した場合に、プロパティマネジャーが管理者となるのかという問題が存する<sup>注18</sup>。

### 3. 共有物の使用に係る 本改正の適用関係の整理

以上のとおり、本改正では共有物の使用、変更、管理及び保存について種々の改正がなされ、一定の明確化が図られているが、共有不動産の取引実務において、改正後民法の各条項がどのように適用又は解釈されるのかについては必ずしも単純ではない。以下では、共有物の使用及び賃貸に関する典型的なケースを例に挙げつつ説明する。

#### (1) 共有者全員の合意に基づいて開始された

##### 共有不動産の使用・管理方法を変更する場合

###### ①共有者の一人が使用している場合

共有不動産の使用に関しては、共有者全員の合意により決定された方法で使用されるケースが実務上は多いところである。共有者の一人(以下「使用共有者」という。)が共有者全員の合意に基づいて共有不動産の全体を使用する場面として、典型的には、

当該共有者が共有土地上に単独で建物を所有して使用する場面が想定される。

かように全員の合意に基づいて使用共有者を決めた場合であっても改正後民法第252条第1項及び第3項が適用されるとすれば、原則として、持分価格の過半数により使用方法を変更することができることとなり、使用共有者に「特別の影響」がある場合に限ってその承諾が必要とすると考えることとなる(後述(2)①参照)。もっとも、この点については、使用共有者による共有不動産の長期の使用<sup>注19</sup>は共有物の変更又は処分に該当し、共有者全員の合意によりかかる変更又は処分がなされたものと考え、仮に、使用共有者の保有する持分価格が少数派であったとしても、多数派の意見により使用共有者による共有土地の使用が覆されることはない(即ち、この場合の使用方法の変更については、改正後民法第252条第1項及び第3項は適用されない。)と解釈する余地もあり得よう<sup>注20</sup>。

###### ②第三者に賃貸する場合

##### (ア) 長期の賃借権等の設定

共有者全員の合意に基づいて共有不動産を第三者に使用させる場面として、典型的には、共有建物を第三者に賃貸する場面が想定される。

本改正前は短期賃貸借の範囲を超える賃借権等の設定について、処分に該当するか管理に該当する

#### 注 16

もっとも、誰が管理者であるかは登記されるものではないことから、管理者であるかどうかをどのように確認するのかという点は実務上の問題点として残るところである。

#### 注 17

村松ほか・前掲注5) 103-105頁参照

#### 注 18

荒井達也「Q&A 令和3年民法・不動産登記法改正の要点と実務への影響」349頁(2021、日本加除出版)。プロパティマネジャーが管理者に該当するということになると、プロパティマネジャーが行った行為が授權の範囲を超えていたとしても、当該行為が一般的な管理行為の範囲内である限り、共有者はこれを第三者(契約の相手方)に対抗することができないということになる。

#### 注 19

このような使用の法的根拠は、基本的に、賃貸借ではなく、共有物の使用方法に関する共有者間の合意と考えられる(法務省民事局参事官室・民事第二課「民法・不動産登記法(所有者不明土地関係)等の改正に関する中間試案の補足説明」(以下「中間試案の補足説明」という。))5頁(令和2年1月)(<https://www.moj.go.jp/content/001312344.pdf>)。

#### 注 20

松尾弘「所有者不明土地の発生予防・利用管理・解消促進からみる改正民法・不動産登記法」73頁、74頁(2021、ぎょうせい)

かの議論があったが、原則として<sup>注21</sup> 変更又は処分  
に該当することが本改正によって明確化されたもの  
と考えられる。

かかる長期の賃貸借契約を、当該賃貸借契約の  
条件に従って解除又は解約することが共有物の変  
更又は処分に該当するのか、それとも管理に該当す  
るのかについては、本改正においても明文化される  
には至らず、明らかではないが<sup>注22</sup>、賃貸借契約の  
解除又は解約は共有者に与える経済的な影響が大  
きい場合も想定されることから、当然に管理行為に  
該当するとの整理は違和感のあるところである。

#### (イ) 短期賃貸借の範囲での賃借権等の設定

第三者に短期賃貸借の範囲で賃借権等を設定し  
た場合において、賃貸借契約の条件に従って解除  
又は解約することについては、基本的に管理行為  
に該当し、持分価格の過半数により決定すること  
ができると解される<sup>注23</sup>。

#### (2) 持分価格の過半数の決定に基づいて開始された 共有不動産の使用・管理方法を変更する場合

##### ①持分価格の過半数の決定により、

共有者の一人が共有不動産を使用する場合

次に、何らかの理由で、共有者全員の合意を得  
ることができず、持分価格の過半数による決定に  
よって共有物を使用共有者が使用する場合につい

て検討する。

改正後民法第252条第3項の規定は、「共有者間  
の決定に基づいて共有物を使用する共有者」がいる  
場合についても、持分価格の過半数の決定により  
共有物の管理に関する事項を決定することができる  
(即ち、使用共有者の使用を覆すことができる。)こ  
とを原則としつつ、使用共有者について、「特別の影  
響」を及ぼすときは、その承諾を得なければなら  
ないとしている<sup>注24</sup>。かかる「特別の影響」については、  
共有物の利用方法を変更する必要性及び合理性と  
その変更によって共有物を使用する共有者に生ずる  
不利益とを比較して、共有物を使用する共有者が  
受忍すべき程度を越える不利益を受けると認められ  
る場合をいうと説明されているところであるが<sup>注25</sup>、  
その具体的な内容及び範囲については今後の裁判  
例等の蓄積を待つ必要がある。

持分価格の過半数を有する多数派の共有者が共  
有物を使用する場合は特段問題ないが、少数派の共  
有者が共有物を使用する場合、多数派の意向によ  
って、自己による共有物の使用を覆されるかは、この「特  
別の影響」が認められるかどうかによることになる。

##### ②持分価格の過半数の決定により、

第三者に賃貸する場合

本改正により、短期賃貸借の範囲であれば、管  
理行為として持分価格の過半数の決定により行うこ  
とができることが明確化されている。

#### 注 21

法制審議会民法・不動産登記法部会「第21回会議事録」21頁〔大谷発言〕(令和2年11月10日)(<https://www.moj.go.jp/content/001338675.pdf>)は、「変更」に該当しない場面として、東京地判平成14年11月25日判時1816号82頁の事案(賃貸借の目的が業務用の貸しビルとして設計されたビルであり、共有者が従来からビル運用による収益分配を主目的とし、共有者の自己使用を予定していなかった等の事情をふまえ、当該事案における賃貸借契約〔借地借家法上の普通借家契約〕の締結は管理行為に当たるとされたケース)を挙げる(日弁連WG・前掲注2)107頁参照)。

#### 注 22

埼玉弁護士会「共有をめぐる法律と実務」29頁(2001、ぎょうせい)、最判昭和39年2月25日民集18巻2号329頁。なお、星野英一「判批」法協84巻5号770頁は、一律に管理と解するのではなく、必要に応じて利益衡量する可能性を示唆する。

#### 注 23

使用権等の設定が持分価格の過半数の決定によりなされた場合についてはあるが、中間試案の補足説明9頁は、持分価格の過半数による決定に基づいて既に共有物を使用する「第三者以外の者に共有物を使用させる旨の管理に関する事項の定めの変更をしたとしても、当該使用権を消滅させるためには、別途使用権の設定契約の解除等を有効に行う必要がある」として、解除又は解約が管理行為であることを前提に説明している。

#### 注 24

なお、この点については、改正後民法第252条第3項は持分価格の過半数の決定で共有者の一人に共有不動産を使用させた場合のうち、短期賃貸借の範囲を超える使用に関してのみ適用されるとする考え方もある。(松尾・前掲注20)73頁)。

#### 注 25

村松ほか・前掲注5)65頁、日弁連WG・前掲注2)104頁

第三者に短期賃貸借の範囲で賃借権等を設定した場合において、賃貸借契約の条件に従って解除又は解約することについては、管理行為に該当すると解される<sup>注26</sup>。

なお、持分価格の過半数の決定により、短期賃貸借の範囲を超える賃借権等が設定された場合の効果については、これを基本的に無効とする解釈も示されているところであり<sup>注27</sup>、共有物について長期の賃借権等<sup>注28</sup>の設定を受ける場合には留意が必要である。

## 4. 改正における議論の留意点

最後に、本改正の際に法制審議会(民法・不動産登記法部会)(以下「部会」という。)において議論がなされたものの明文化が見送られた事項のうち、実務上留意が必要と考えられるものを紹介する。

### (1) 民法の規定と異なる共有者間の合意の有効性

実務上、共有不動産の使用及び管理については、共有者全員で共有者間協定を締結することが多いところである。共有者間協定の作成にあたっては、

民法の共有に係る規律を特段意識することなく、共有者間の合意内容を規定することも少なくないところであるが、民法の共有に関する規定を強行規定であると解して、これに反する共有者間協定の効力を無効と考える見解があり、部会においても、この点を明文化する規定の要否が議論されている。

かかる議論の下では、例えば、①共有物の変更<sup>注29</sup>に該当する特定の事項に関して共有持分の過半数を有する共有者の1人に決定権限を持たせる規定<sup>注29</sup>、②共有物の管理に該当する特定の事項に関して少数派の共有者に継続的な管理権限を持たせる規定<sup>注30</sup>、③共有物の管理に該当する特定の事項の決定に関して共有者全員の合意を常に必要とする(即ち、少数派の共有者に拒否権を持たせる)規定<sup>注31</sup>等の有効性が問題となる。

この点について、部会で議論がなされたものの、強行規定であることを明文化することについては反対意見もあり、明文化は見送られ、引き続き解釈に委ねられることとなった<sup>注32注33</sup>。

もっとも、共有に関する民法の規定は強行規定であるとの見解も有力であり<sup>注34</sup>、実務上は留意が必

注 26  
中間試案の補足説明 9 頁

注 27  
本改正前の裁判例・学説では、持分価格の過半数をもって、共有物に長期の賃借権等を設定した場合、その契約は基本的に無効になると解されていた(東京地判昭和 39 年 9 月 26 日判タ 169 号 194 頁は、一般的に一部無効の法理の適用の可能性を認めながら、賃貸借契約自体を無効とした(埼玉弁護士会・前掲注 22) 29 頁参照)。

注 28  
例えば、建物の賃貸借で、短期賃貸借の範囲内の期間(3 年以内)の契約であったとしても、普通建物賃貸借であれば短期賃貸借の範囲内とは認められないことに留意が必要である(村松ほか・前掲注 5) 61 頁、荒井・前掲注 18) 70 頁)。

注 29  
具体的な場面としては、例えば A:B=9:1 の割合で A と B が土地を共有する場合に、当該土地上に建物を建てることを AB 間で合意したが、建物の詳細の決定や建替の決定等建物に関する事項の決定が A に一任されているという場面が考えられる。

注 30  
具体的な場面としては、少数派の共有者が共有物のプロパティマネジメント業務を行う場合が考えられる。

注 31  
具体的な場面としては、プロパティマネジャーの選任及び解任について共有者全員の合意が必要とする場合が考えられる。

注 32  
日弁連「民法・不動産登記法(所有者不明土地関係)等の改正に関する中間試案に対する意見書」5 頁(令和 2 年 2 月 21 日)([https://www.nichibenren.or.jp/library/pdf/document/opinion/2020/opinion\\_200221\\_2.pdf](https://www.nichibenren.or.jp/library/pdf/document/opinion/2020/opinion_200221_2.pdf))

注 33  
法制審議会民法・不動産登記法部会「部会資料 27 共有制度の見直し(通常の共有における共有物の管理)」8 頁(令和 2 年 6 月 2 日)(<https://www.moj.go.jp/content/001321604.pdf>) 参照

注 34  
法制審議会民法・不動産登記法部会・前掲 33) (部会資料 27) 8 頁に「このような合意をした共有者間では、その合意の効力を認めても差し支えないとも考えられるが、現行民法は、共有物の変更について全員一致ができない場合には共有物分割(現行第 258 条)により共有を解消することを想定していると考えられること、このような合意の効力を合意がされた後に共有持分を取得した者との関係でも認めると取引の安全を害するおそれがあること、さらに、建物の区分所有等に関する法律が、民法の要件を緩和し、共用部分の変更(中略)について、区分所有者及び議決権の各 4 分の 3 以上の多数により決する(但し、この区分所有者の定数は、規約でその過半数まで減することができる(区分所有法第 17 条第 1 項。))と規定しており、この多数決の要件は強行規定であると考えられていることに鑑みれば、民法の管理行為に関する規定については強行規定であるとも考えることもできる。」との記述がある。

要である<sup>注35</sup>。

## (2) 共有者間の合意が共有持分の

### 特定承継人に及ぶか

本改正前より、共有者の一人が共有物について他の共有者に対して有する債権は、その特定承継人に対しても行使することができるという民法第254条の規定における「債権」に、単なる共有不動産に係る費用の償還請求権等のみならず共有者間でされた合意が含まれるかという点について議論があった。

これを肯定する場合、共有物の共有持分が譲渡されたときには、共有者間協定における当該共有者の地位もかかる譲渡に伴って譲受人に移転することになり、かかる結論は、実務上は基本的に望ましいところと考えられる。もっとも、かかる民法第254条の解釈問題については必ずしも議論が確定しているものではなかったため<sup>注36</sup>、実務上は、共有者間

協定において、共有持分の譲渡の際には共有者間協定における地位を承継する義務を負わせるといった対応をとることが一般的であった。

かかる共有者間の合意の特定承継人への承継については部会でも検討がなされたが<sup>注37</sup>、明文化には至らず、引き続き解釈に委ねられることになった<sup>注38</sup>。そのため、共有持分が譲渡される際には、共有者間協定の規定の全部又は一部が法律上当然に承継される可能性はあるものの、引き続き、譲受人の同意を得て共有者間協定を承継させるといった対応が重要と考えられる。

なお、この共有者間の合意の承継の問題と、前述(1)の共有に関する民法の規定の強行法規性は相互に関連している<sup>注39</sup>ところであるが、私見としては、特定承継人に当然に承継される範囲は狭く捉え、共有者間で任意に合意できる範囲を広く捉えることが、実務の運用とも整合的であり、望ましい解釈ではないか考える。

#### 注 35

なお、民法の規定に反する共有者間の合意について、一律に有効／無効とするのではなく、民法の規定を緩和する方向であればより認めやすいという考え方も提案されている(法制審議会民法・不動産登記法部会「第13回会議議事録」16頁、17頁(佐久間発言)(令和2年6月2日)(<https://www.moj.go.jp/content/001324562.pdf>)参照)。

#### 注 36

必ずしもその射程が明確ではないが、最判昭和34年11月26日民集13巻12号1550頁が民法第254条の解釈につき「特定承継人は前主である共有者が共有者間の契約により負担した義務を承継したものであるから、当該契約上の債権は特定承継人に対して行うことができ、このことは当該契約について登記を経たか否かに拘わらない」旨判示している。

#### 注 37

法制審議会民法・不動産登記法部会・前掲注33)(部会資料27)9頁、10頁参照

#### 注 38

承継されるのは全ての債権ではなく、最大限「共有と相分離すべからざる共有者間の権利関係」に限定されるべき(三淵乾太郎「判解」最判解民事第34年度251頁、252頁)、又は共有物分割若しくは共有物管理に関する特約など、共有と不可分の権利関係にあるものに限る(我妻栄・有泉亨『新訂物権法(民法講義Ⅱ)』324頁(1983、岩波書店)、佐久間毅『民法の基礎2物権(第2版)』203頁(2010、有斐閣)等)というように、承継される範囲を一定の範囲に限定する説(他にも、鈴木禄弥『物権法講義 五訂版』42頁(2007、創文社)は、「物的有限責任と解すべきであろう」と提案する。)がある。一方、物権公示の原則を重視し、更に不分割特約については登記を要する(不動産登記法第65条)こととのバランスから、共有者間の特約は登記なくしては特定承継人に対抗しえない(川島武宜・川井健編集代表『新版注釈民法(7)物権(2)』462頁(川井健)(2007、有斐閣))とする見解も存する。

#### 注 39

特定承継人に対して共有者間の合意が広く承継されると解する場合、特定承継人の予測可能性を高めるため、民法の規定を強行規定と解して共有者間の合意により定められる範囲を狭く解する必要があると考えられる。一方、特定承継人に対して承継される共有者間の合意の範囲を限定的に解する場合は、共有者間では自由度の高い合意が許されるべきであると考えられる。

## さいとう まこと

1999年東京大学法学部卒業、2000年長島・大野・常松法律事務所入所、2006年University of Michigan Law School卒業。J-REITを含む不動産証券化・流動化案件を専門とし、特にホテル及びヘルスケア施設に関連する案件を数多く取り扱っている。

## まつだ はるか

2017年東京大学法学部卒業、2019年東京大学法科大学院修了、2020年長島・大野・常松法律事務所入所。不動産流動化・証券化、インフラ案件のほか、ファイナンス、コーポレート等多分野にわたりリーガルサービスを提供している。

## 不動産ファンドに関する国際財務報告基準

### 第77回

# ISSB の設立とプロトタイプ



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。

2021年11月3日にIFRS財団は、国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）の設立を公表するとともに、気候変動開示基準委員会（CDSB）と価値報告財団（VRF）を2022年6月までにISSBに統合することを公表しました。

ISSBはフランクフルトに本部を置き、モントリオールにもサポート機能を持つ拠点を置きます。また、VRFとの統合後は、サンフランシスコやロンドンにも拠点を持つことになります。このように、ISSBは複数の地域に拠点を持つ組織構成を予定しています。これは、サステナビリティ報告の基準が世界的に整合したものであるべきというニーズを満たすために、世界各国から意見を求め、包括的なものであ

ろうとするIFRS財団の狙いの表れと言えます。

また、ISSBの設立と同時に、今後ISSBにおいて開発されるサステナビリティ報告基準の基礎となるプロトタイプも公表されました。本稿では、このプロトタイプの内容について紹介します。

## 2. プロトタイプの準備

IFRS財団は、証券監督者国際機構（IOSCO）と国際公会計基準審議会（IPSASB）のサポートと監督の下、技術的準備ワーキンググループ（Technical Readiness Working Group “TRWG”）を設置しました。TRWGは次のメンバーで構成されています。

- IASB（国際会計基準審議会）
- CDSB（気候変動開示基準委員会）
- TCFD（金融安定化理事会の気候関連財務情報開示タスクフォース）
- VRF（価値報告財団）

- WEF(世界経済フォーラム)

これらのメンバーは、これまで投資家のサステナビリティ関連の情報ニーズを満たすことにフォーカスした活動を行っており、IFRS財団はこうしたこれまでの関連する活動の成果を統合し、ISSBで開発するサステナビリティ報告の基準の基礎とすることを意図したのです。

また、プロトタイプ公表は、以下のような目的があります。

- サステナビリティ報告基準の範囲についてステークホルダーに早期に知らせる
- ISSBの基準開発プロセスをより良い状態でスタートさせる
- 公開草案の公表より前に提案の内容を理解することを可能にする

ISSBはプロトタイプで示された提案を考慮し、ISSBの独立したデュープロセス<sup>注1</sup>を経て、公開草案の公表も含めた次のステップを決定することとしています。ISSBは2022年の前半に公開草案を公表し、2022年中には最終基準を公表したい考えです。

詳しくは後述しますが、プロトタイプとして公表されたものは、以下の2つです。

- サステナビリティ関連財務情報の全般的開示要求事項プロトタイプ(以下、「全般的開示プロトタイプ」)
- 気候関連開示要求事項プロトタイプ(以下、「気候関連開示プロトタイプ」)

いずれのプロトタイプも、TCFDの4コア項目である、「ガバナンス」、「戦略」、「リスク管理」、「指標及び目標」から構成されています。このTCFDの推奨する開示は、多くの地域で適用されることが予定さ

れています。今後の基準開発において、この4つの項目を柱とするアプローチを適用することは、作成者が一貫した開示の構成を行うことに資するものであると考えられます。

### 3. 全般的開示プロトタイプ

全般的開示プロトタイプは、財務報告基準であるIAS第1号「財務諸表の表示」を反映するように開発されています。この全般的開示プロトタイプの主な内容についてみていきましょう。

#### ◆ 目的

全般的開示プロトタイプの目的は、報告企業がさらされている重要なサステナビリティ関連のリスクと機会についての情報を提供することにあります。こうした情報に基づいて、報告の主要な利用者が、当該企業の将来キャッシュ・フローと企業価値の評価を理解し、当該企業にリソースを提供するかどうかの意思決定を行うことができると考えられます。

報告の利用者は既存及び潜在的な投資家、レンダーその他債権者と定義されていますが、これらの利用者は潜在的に以下のような事項について意思決定を行うものとされています。

- 資本性及び負債性商品の購入、売却又は保有
- ローンやその他の信用供与を提供又は設定
- 企業の経済的資源の用途に影響する経営者の行動に対する議決権の行使または影響の行使

全般的開示プロトタイプはサステナビリティ関連財務情報は複数期間にわたり一貫して作成されるべきであること、また、前期と比較できる開示情報と合わせて作成されるべきであることが明確にされています。もし、過去において利用できなかった追

注1  
基準や解釈指針等を作成する意見公募手続

加的な情報が利用できるようになり、指標を計算するためのインプットが当期においてより良いものに置き換えられた場合、企業は、実務的に可能な限り、比較数値として表示する前期情報についても再表示するべきであるとされています。その場合、当該変更の理由についても開示されることになります。また、財務諸表において報告された情報の仮定や財務データとの整合性を考慮する必要があることが強調されています。

#### ◆ 範囲

財務情報との整合性は一つの考慮事項ではあるものの、プロトタイプ適用はどのような会計フレームワークが適用されているかとは無関係です。たとえば、全般的開示プロトタイプは財務報告がIFRSに基づいて行われていても、特定の地域の会計基準に基づいて行われていても、同様に適用可能です。

全般的開示プロトタイプは基準の適用に際し、階層的な構造が想定されます。そのため、もし、特定のテーマに関するサステナビリティ開示基準が存在し、その特定のサステナビリティ関連項目の開示要求と産業横断的、あるいは特定の産業特有の活動指標や目標が含まれる場合、その特定の基準が適用される必要があります。後述する気候関連開示プロトタイプはこうした事例になります。

この全般的開示プロトタイプにおいて注目すべき文章は、「報告企業の企業価値に関連しないサステナビリティ項目は一般目的財務報告の範囲外である」と明記したことです。これはこのプロトタイプの目的が、あくまで利用者による企業価値の評価であることを意味します。利用者は、短期・中期・長期にわたる将来キャッシュ・フローの確実性、タイミング、価値を見積もることで、企業価値を評価することになります。

#### ◆ 重要性

全般的開示プロトタイプにおいて、もし、その情報が、省略されたり、誤表示したり、覆い隠された

りした場合に、その一般目的財務報告の主要な利用者がその報告に基づいて行う意思決定に影響を与えることが合理的に期待される場合に、サステナビリティ関連情報は重要であると定義されています。これはIFRSにおける重要性の定義、具体的には、IAS第1号の7項と整合的です。

全般的開示プロトタイプによると、その項目が重要かどうかを決定する場合に、企業は以下のような要因を考慮すべきとされています。

- 重要な情報は、短期・中期・長期にわたってキャッシュ・フローを生み出す能力を含む、利用者の企業価値の評価に影響すると合理的に期待される要素に対する洞察を提供する
- 要求事項を適用することによって企業にとって重要性のないとされた情報は開示する必要はない

全般的開示プロトタイプは、普遍的な定量的な閾値や事前に決定された重要性を定めておらず、重要性の決定には判断が必要です。それに加えて、重要性は時の経過とともに変わりうるものであり、この判断は再評価されるものです。

全般的開示プロトタイプは、利用者は合理的な知識を持ち、情報を詳細にレビューし、複雑なサステナビリティ関連情報については専門家のアドバイスを求める必要がある点を認めています。

全般的開示プロトタイプにおける重要性の定義は企業価値に与える影響の観点で定められており、TCFDガイドラインの指標及び目標における重要性和整合的です。これはサステナビリティ報告によって、企業価値の評価に関する情報を提供するというISSBの目的にリンクしています。IFRS財団は企業によるより広い社会的な報告のルールを求める国家機関や政府は、このISSBのサステナビリティ開示基準を基礎として利用することを期待しています。

## ◆ 報告企業の境界

全般的開示プロトタイプは、財務諸表とサステナビリティ関連財務報告において報告企業の境界は同様であると提案しています。しかしながら、報告企業の境界の問題は複雑になることがあります。特に、全般的開示プロトタイプにおいては、利用者による企業価値の評価に関係する、報告企業の境界の外にある当事者との活動、交流、関係から発生するサステナビリティ関連のリスクと機会に関する重要な情報を開示することが要求されており、これには判断を伴います。

例えば、ある企業において、その企業の主要なサプライヤーが環境規制に準拠するために生産プロセスに重要な変更を行わなければならないという状況を想定します。全般的開示プロトタイプでは、このサプライヤーに関連するサステナビリティのリスクと機会についての追加的な開示が報告の利用者にとって重要であるかもしれないと示唆されています。しかしながら、IFRSの財務報告の観点からは、サプライヤーは報告企業の一部とはみなされません。

このように、報告の境界の定義は、提携しているものの企業集団の一部でない企業の情報が報告に使用される場合に、困難を伴います。報告企業の境界の適用は、ISSBのデュープロセスにおいてポイントとなる質問と考えられます。多くの企業は複雑な組織構造を持ち、共同支配の取り決めや関連会社など、様々な形で投資を行っているからです。

## ◆ コネクティビティ

全般的開示プロトタイプは、サステナビリティに関する情報と、その他の情報との関係、依存度合いやトレードオフを理解するために、サステナビリティ情報の開示を報告書のどの部分に含めればよいかについても例示しています。例えば、ある指標や目標が、1つ以上のコア項目に関係する場合などです。企業は、炭素税などのサステナビリティ関連リスクによりビジネスを再構築する必要性と、そのかわりに従業員に新しい技術を習得させ、就業させること

によるビジネス機会が生まれることをリンクさせることがあるかもしれません。

## ◆ その他のエリア

### ■ 報告頻度

全般的開示プロトタイプは、サステナビリティ関連財務報告は財務諸表と同じ報告期間であるとしています。そのため、財務諸表と同様に最低12カ月ごとに開示される必要があります。また、期中報告の作成に関するガイダンスも設けられており、このような開示は直近の年次開示を、新しい情報やイベント、状況にフォーカスしてアップデートしたものであるという説明がなされています。

### ■ 報告チャネル

全般的開示プロトタイプでは、サステナビリティ関連財務報告は企業報告の一部に含められるものとされています。現地の規制の存在により、企業の報告の中の様々な箇所にサステナビリティ関連財務報告が含まれる可能性があります。全般的開示プロトタイプでは、開示は他の報告書と相互参照されるように設計されていますが、これは同じ利用者、同じ条件で、同じタイミングで利用可能でなければなりません。

### ■ 見積りとその結果の不確実性の源泉

全般的開示プロトタイプでは、合理的な見積りはサステナビリティ関連指標の作成のために不可欠であるとされています。見積りの使用は、それが明確に、正確に記載され、説明される限り、情報の有用性を損なわないとされています。また、それだけでなく、現時点では財務的な影響がないが、将来的な影響がありうるもので、開示すべき重要なイベントがないかどうか検討するものとされています。特に、それらのイベントが引き起こす結果の範囲について評価が必要になります。例えば、地方政府が炭素税を2025年に導入するというアナウンスをするといったようなことです。炭素税は将来に導入される

ものであり、現時点において財務的な影響はなく、財務諸表に反映されませんが、サステナビリティ報告の観点からは重要になりえるものと考えられます。

#### ◆ 誤謬

誤謬はIAS第8号「会計方針、会計上の見積りの変更及び誤謬」5項における定義と同様です。具体的には、「一般目的財務報告の発行が承認された時点で合理的に入手可能でサステナビリティ関連財務開示の作成に利用されると期待された情報を使用しなかったり、使用を誤ったことによるサステナビリティ関連財務開示の項目の脱漏又は誤表示」とされています。重要な過去の誤謬は、IAS第8号と同様に、次の一般目的財務報告の発行が承認される前までに遡及的に修正される必要があります。

#### ◆ 準拠している旨の記述

全般的開示プロトタイプでは、IFRSサステナビリティ開示基準のすべての関連する要求事項に準拠している場合、かつ、その場合のみ、明示的に、準拠している旨の記述を明記すべきとしています。

## 4. 気候関連開示プロトタイプ基準

IFRS財団は前述の通り、全般的開示プロトタイプと同時に、気候関連開示プロトタイプも公表しています。これは、サステナビリティ報告において特に気候変動に関連する事項が緊急性が高いという認識に基づいています。

#### ◆ 目的

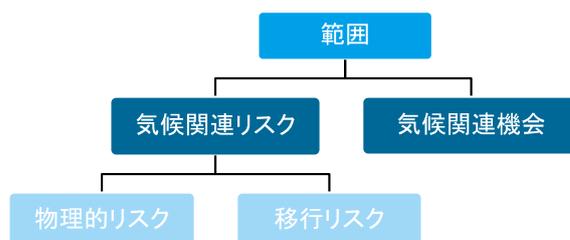
気候関連開示プロトタイプは、企業が直面している気候関連のリスクと機会を開示することを目的としています。企業がプロトタイプの要求事項を満たすことによって、利用者は以下のようなことが可能になるとされています。

- a) 企業の短期・中期・長期の将来キャッシュ・フローの確実性、タイミング、金額などの見積りを通じて、企業価値を評価し、気候関連リスクと機会が企業の財政状態、業績、キャッシュ・フローに与える影響を理解する。
- b) 経営者が気候関連リスクと機会を管理し、企業の戦略に反映させるために、どのように経営資源を使用し、対応するプロセスを構築しているか理解する。
- c) 企業が気候関連リスクと機会へ対応するためにどのように事業計画、ビジネスモデル、事業運営を適応させているかについて評価する。

#### ◆ 範囲

気候関連開示プロトタイプの範囲は図表1の通りです。これらの各リスクと機会は次のように定義されています。

図表1 気候関連開示プロトタイプの範囲



#### • 気候関連リスク

- 気候変動が企業に与える潜在的な負の影響です。物理的リスクとは、特定のイベントによって急激に起こる気候変動や、気候パターンの長期的なシフトの結果生じるリスクです。これらのリスクは、保有する資産へ直接的に損害をもたらしたり、サプライチェーンを間接的に阻害することで企業に財務的な影響を生じさせる可能性があります。

- 移行リスク
  - 低炭素経済への移行は、気候変動への適応する、あるいは、気候変動を低減するため、広範囲な政策、法令、テクノロジーまたはマーケットの変化を伴います。移行リスクとは、低炭素経済への移行に伴い、これらの変化の内容やスピード、注目度に応じて、企業に生じる可能性のある様々な財務上及びレピュテーション上のリスクです。
- 気候関連機会
  - 気候変動が企業に与える潜在的な正の影響です。

気候関連開示プロトタイプでは、これらの開示の目的や開示の範囲を前提に、TCFDの4つのコア項目に基づいて構成して開示することとしています。

### (1) ガバナンス

ガバナンスの項目では、組織における取締役会やその他のガバナンス機関が気候関連リスクと機会を監督することにどのような役割を果たしているか、また、気候関連リスクと機会をどのように管理し、評価するかについて経営者がどのような役割を果たしているか、を開示することとしています。プロトタイプにおいては、より詳細な開示項目を列挙していますが、全体にわたって求められているのは、気候関連リスクと機会を監督するガバナンス機関の名称や詳細を記述することと、気候関連リスクと機会に関する経営者の役割を記述するということです。

### (2) 戦略

戦略の項目では、気候関連の動向が企業の短期・中期・長期の事業、事業戦略、財務計画にどのように影響するか、投資家やその他のステークホルダーが理解することができるように、将来の業績に関する情報を提供することとしています。このような情

報の提供によって投資家等の企業価値の評価に役立つこととなります。プロトタイプでは、以下のような内容を理解することができるような情報の開示が必要とされています。

- 気候関連のリスクと機会に対応するための戦略
- 企業の事業モデル、戦略、短期・中期・長期のキャッシュ・フローに合理的に影響を与えると予測される重要な気候関連リスクと機会
- 重要な気候関連リスクと機会が事業モデル及び移行プラン<sup>注2</sup>を含む経営者の戦略や意思決定に与える影響の評価
- 重要な気候関連リスクと機会が報告時点の企業の財政状態、業績、キャッシュ・フローに与える影響及び短期・中期・長期にわたり予想される影響
- 重要な気候関連リスク(物理的リスク及び移行リスク)に対する企業の戦略のレジリエンスに関する分析

この戦略の項目においては、シナリオ分析の開示要求やその詳細なガイダンスが示されていますが、定量的なシナリオ分析はTCFDにおいても困難な領域の一つとされています。サステナビリティ報告と財務報告は、目的が異なるため、使用されるシナリオも異なるものになると想定され、今後ISSBにおける基準の最終化のデュープロセスにおいて、どのような議論が行われるか注目されます。

### (3) リスク管理

リスク管理の項目では、どのように企業が気候関連リスクを特定し、評価し、管理し、低減するかについての説明を求めています。また、これらの気候関連リスクに関係するプロセスが既に存在しているその他のビジネスリスク管理プロセスに統合されて

#### 注2

移行プランとは、温室効果ガス排出の削減などのアクションを含む低炭素経済へ移行するための一連のアクションや目標を列挙した全般的な戦略を言う。

いるかどうかについて明確にすることを求めています。気候関連開示プロトタイプでは例えば以下のような項目が挙げられています。

- 気候関連リスクを含むリスク管理プロセス
- 気候関連リスクの重要性を評価するプロセス
- どのように重要なリスクがモニターされ、管理され、低減されているかの説明
- リスクの特定、評価、管理プロセスが全体のリスク管理プロセスにどのように統合されているかの説明

#### (4) 指標及び目標

ステークホルダーは、気候関連リスクと機会を理解するだけでなく、企業がこれらの気候関連リスクと機会に関連するパフォーマンスをどのようにモニターし、改善しているか理解することが重要と考えています。指標及び目標はこうしたニーズに対応するものです。定量的な指標や目標の開示は、重要な気候関連リスクと機会に対する企業のパフォーマンスを測定するために使用することができます。

#### ◆ 指標

指標に関連して、気候関連開示プロトタイプは以下の事項を要求しています。

- 産業に関わらず適用可能な産業横断的な指標（後述）
- 産業によって異なる産業特有の指標
- 気候関連リスクに適応し、低減するための、あるいは、気候関連機会を最大化するための経営者によって設定された目標
- 上記目標に対する進捗度合いを計測するための取締役会や経営者によって使用されているその他のパフォーマンス指標

TRWGは、ISSBが検討すべきものとして、企業間の比較可能性及び一貫性を担保するために産業

横断的な指標の詳細な技術的要件の開発や産業横断的な開示と産業別の開示の関係に関するさらなるガイダンスの開発などを挙げています。また、

産業横断的指標の例として以下のようなものを挙げています。

図表2 産業横断的な指標

| 産業横断的な指標の例 |                 |
|------------|-----------------|
| ✓温室効果ガス排出量 | ✓気候関連機会         |
| ✓移行リスク     | ✓投下資金           |
| ✓物理的リスク    | ✓インターナルカーボンプライス |
|            | ✓報酬             |

これらの産業横断的指標は、TCFDフレームワークに含まれる指標の分類と整合しています。TCFDはこれらの分類を気候関連リスクと機会を測定するために非常に重要であるとし、気候関連リスクと機会の財務上の影響を見積る基礎となると考えています。

#### ◆ 目標

企業の目標と戦略的なゴールが達成されつつあるかを理解し、評価するために、企業は気候関連目標だけを開示するのではなく、以下についても開示すべきとしています。

- 設定する目標の目的
- 目標の設定の基礎
- 目標が適用される時間軸
- 目標・戦略的ゴールの達成に向けた進捗度合いを評価するための指標

#### ◆ 産業別の開示

産業別の開示要求を満たすために、企業は気候関連開示プロトタイプの付録B「産業別開示要求」の表を使用すべきとされています。これは産業別の開示要求を要約したものです。要約はセクターや産業ごとにまとめられており、それぞれの産業に対して気候関連のリスクと機会に関連する開示項目が特定

されています。

気候関連開示プロトタイプの特典Bに含まれる開示項目と関連する指標は、産業別の活動ごとに列挙されています。気候関連開示プロトタイプは、特定の気候関連リスクや機会について、企業は自社の活動とビジネスモデルに関連する指標のみを開示すべきことを明確にしています。また、企業が一つ以上の産業において活動を行っている場合には、それらの産業ごとにそれぞれの開示を行う必要があるかもしれません。不動産業に関係する指標は例えば以下のようなものがあります。

気候関連プロトタイプの特典Bに含まれる産業や指標は、その多くがすでに公表されているSASBの産業別基準を利用しており、すでに多くの企業でよく知られているかもしれません。

IFRSは一般的に特定の業種に限定されたものではなく、すべての業種に適用することを前提に作成されています。それゆえ、産業固有の指標を開発することは、財務指標をどのように開発するかについての重要な変化と言えます。産業を定義することや、産業間で一貫した指標を開発することは困難なものになると考えられます。SASB基準はこの点において非常に役に立つものと考えられます。しかしながら、各国において基準の構造や様式は必ずしも一貫しているわけではなく、指標を各国で一貫した方法で適用することは困難を伴うものと考えられます。

## 5. おわりに - 今後の予定

ISSBは今回紹介したプロトタイプの詳細を検討し、ISSBのデュープロセスを経て、公開草案を公表することを含めて今後の方針を決定するとしてい

図表 3 不動産業特有の指標例

| 項目 <sup>(1)</sup>      | 指標 <sup>(2)</sup>  | 単位  |
|------------------------|--|-----|
| エネルギー管理                | ●総床面積中のエネルギー消費が計測できる面積の割合                                    | %   |
|                        | (1) 計測できる床面積のエネルギー消費量  | GJ  |
|                        | (2) エネルギー消費量のうち電力消費量   | %   |
|                        | (3) 電力消費量のうち再生可能エネルギーの消費量                                    | %   |
|                        | ●エネルギー消費量の直近期からの増減率  | %   |
|                        | (1) エネルギーレーティングを受けた床面積の割合                                    | %   |
|                        | (2) ENERGY STARの認証を受けた床面積の割合                                 | %   |
|                        | ●エネルギー管理が投資戦略及び運用戦略においてどのように考慮されるかの記述                        | -   |
| テナントがサステナビリティに与える影響の管理 | (1) エネルギー効率化のためのオーナー側資本的支出をテナントが一部負担するリース契約の新規締結割合           | %   |
|                        | (2) 当該リース契約が締める床面積   | Sf2 |
|                        | (1) 電力消費量をテナント単位で計測している割合                                    | %   |
|                        | (2) 取水量をテナント単位で計測している割合                                      | %   |
|                        | ●テナントのサステナビリティに与える影響を計測し、改善のインセンティブ付けを行い、改善するための手法に関する考え方の記述 | -   |
| 気候変動への適応               | ●年確率1%以上の洪水による浸水区域の面積  | Sf2 |
|                        | ●気候変動リスク及び分散不能リスクの程度とそれらのリスクを軽減する戦略の記述                       | -   |

\*1：これらの他水使用量の管理が例示されている。

\*2：不動産タイプ別に開示することとされている。

(プロトタイプ特典Bの不動産セクターより一部抜粋)

ます。サステナビリティ報告の今後の発展において、ISSBの設立は大きな転換期を迎えたと言えますが、まだサステナビリティ報告の基準開発は始まったばかりです。今後、ステークホルダーにとって有用な基準開発が不可欠であり、そのためには公表される公開草案に対して作成者と利用者が積極的にフィードバックすることが必要になります。そのようなプロセスを経て、2022年に完成する基準はグローバルで、比較可能な、高品質な基準の基礎となるでしょう。

企業がグローバルな報告基準を適用し、データ、プロセス、コントロールが改善すれば、投資家側でも、報告に対する信頼が増すことになります。また、市場においてそうした事例が増加することで、透明

性、関連性、信頼性のあるESG情報の提供が投資家を中心とするステークホルダーとの信頼を構築することになると考えられます。

ISSBの設立に呼応して、日本においてもサステナビリティ基準委員会(SSBJ)の設立がASBJより公表されています。会計基準と異なり、これまで国内において確立しているサステナビリティ報告の実務慣行はまだなく、今後ISSBによって公表されるサステナビリティ報告基準の大部分が日本における報告基準として採用されることになると考えられます。今回のプロトタイプ公表はこうした国際的な及び日本におけるサステナビリティ報告基準の基礎となるものと考えられます。

## 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)。

お知らせ

一般社団不動産証券化協会は去る3月18日に、臨時総会を開催しました。  
 國部毅氏(㈱三井住友銀行取締役会長)を理事に選任、同日付で就任しました。

会員情報

入会

第125回理事会(2022年3月18日開催)において、次の通り入会が承認されました。

※敬称略

※入会は2022年4月1日付

<正会員>

- ラサールREITアドバイザーズ株式会社

代表者：代表取締役社長

藤原 寿光

所在地：東京都千代田区

丸の内1丁目11番1号



※準会員からの種別変更

<準会員>

- JR九州アセットマネジメント株式会社

代表者：代表取締役社長

黒木 俊彦

所在地：福岡県福岡市博多区

博多駅前2丁目8番12号



- 株式会社鉄鋼ビルディング

代表者：代表取締役社長

増岡 真一

所在地：東京都千代田区

丸の内1丁目8番2号



- 西松アセットマネジメント株式会社

代表者：代表取締役社長

橋本 幸治

所在地：東京都港区

虎ノ門1丁目16番17号

虎の門センタービルディング3階



- 三井住友ファイナンス&リース株式会社

代表者：代表取締役社長

橘 正喜

所在地：東京都千代田区

丸の内1丁目3番2号



代表者の変更

次のとおり当協会会員の指定代表者に変更となりました。

※新代表者名を掲載。敬称略

<正会員>

- 株式会社新生銀行

代表取締役社長

川島 克哉

2022年2月8日付

- ジャパンリアルエステイトアセットマネジメント株式会社

代表取締役社長

小島 正二郎

2022年4月1日付

- 株式会社みずほ銀行

代表取締役

加藤 勝彦

2022年4月1日付

## 退会

### <準会員>

- トライフット・マネジメント株式会社
- 室町不動産株式会社

2022年3月31日付  
2022年3月31日付

### ARES 活動カレンダー

※委員会等の議題・開催内容については、ARES メールにて随時ご報告しております。

ARESメールの配信登録は、当協会ウェブサイト (<https://www.ares.or.jp/>) から手続きいただけます。

#### 2022年2月～2022年3月

|              |   |
|--------------|---|
| 2月 1日        | 女性マスター活躍推進小委員会 座談会「運用会社における女性活躍と今後への期待」<br>【ライブ配信及びオンデマンド配信（2月18日～3月25日）】 |
| 2月 3日        | 第6回私募リート実務委員会（オンライン開催）<br>会員研修（B-16）                                      |
| 2月 7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」<br>【ウェブ研修/2月7日～2月28日配信】    |
| 2月 8日        | Jリート実務委員会 2021年度第2回コンプライアンス部門分科会（オンライン開催）                                 |
| 2月18日        | 第10回インフラ・PRE 検討小委員会（オンライン開催）<br>会員研修（C-11）不動産投資運用業のコンプライアンス研修             |
| 2月24日        | 「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－」<br>【ウェブ研修/2月24日～3月17日】   |
| 2月28日        | 第102回企画委員会正副委員長会議（オンライン開催）  |
| 3月 3日        | 第112回市場整備委員会（オンライン開催）   |
| 3月 4日        | 私募リート実務委員会 2021年度第2回セクション別会議（コンプライアンス部門）（オンライン開催）                         |
| 3月 7日        | 第60回企画委員会（オンライン開催）  |
| 3月 8日        | 第89回市場動向委員会（オンライン開催）<br>会員研修（A-10）  |
| 3月 9日        | 「他業界の不祥事例から考えるコンプライアンスの実務」<br>【ウェブ研修/3月9日～4月28日】                          |
| 3月10日        | 第59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）  |
| 3月11日        | 第114回運営委員会（オンライン開催）   |
| 3月14日        | 第17回Jリート資産運用会社代表者懇談会（一部オンラインによる開催）  |
| 3月15日        | 第11回インフラ・PRE 検討小委員会（オンライン開催）  |
| 3月16・<br>19日 | 2021年度マスター養成講座コース2スクーリング  |
| 3月18日        | 臨時総会、第125回理事会   |
| 3月22日        | 第5回私募リート資産運用会社代表者懇談会（一部オンラインによる開催）  |
| 3月23日        | 第44回国際委員会（オンライン開催）  |
| 3月24日        | JAREFE/ARES 不動産投資インデックスセミナー 2022 【ウェブセミナー/ライブ配信】                          |
| 3月25日        | 第109回税務・会計委員会（オンライン開催）  |
| 3月25日        | 第99回制度委員会（オンライン開催）  |
| 3月30日        | [医療・介護施設関連事業者対象]ヘルスケアセミナー 【ウェブセミナー】                                       |

## ■ 編集後記

本号は巻頭企画として、2つの座談会を掲載しています。1つは情報インフラ、もう1つは女性活躍というそれぞれの切り口で、過去をふり振り返りつつ、不動産証券化市場の今後の発展に向けたいくつもの示唆をいただきました。

希望と期待に胸を膨らませる新年度。皆様が新生活で良いスタートを切られることを願っています。季節の変化に注意しながら、おからだを大切に過ごしてください。(宮崎)

---

## ■ 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.66 2022年4月1日発行

編集発行 一般社団法人不動産証券化協会

〒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