

不動産証券化ジャーナル

共に市場を創る

不動産証券化業務に関わるアセットマネジメント会社に
適用される『マネー・ローンダリング及びテロ資金供与対策に
関するガイドライン』の概要 1

長島・大野・常松法律事務所
弁護士
山中 淳二

機関投資家が求める脱炭素の科学的根拠に
基づいた評価 CRREM の概要と日本不動産市場への実装
不動産を起点に、政策・金融・利用者をつなぐ脱炭素価値の連鎖 10

株式会社GOYOH 代表取締役
CRREMアジア太平洋地域諮問委員
伊藤 幸彦

Practical Study & Research
第77回

今後の商業施設のあり方
～メガトレンドからみる10大トピックス～ 15

株式会社ザイマックス総研
代表取締役社長
中山 善夫

株式会社ザイマックス総研
主任研究員
山田 賢一

資産運用の最新トレンドと課題
第36回 債券投資の勧め 22

株式会社ニッセイ基礎研究所
専務取締役金融研究部研究理事年金研究部長
兼年金総合リサーチセンター長
兼サステナビリティ投資推進室長
徳島 勝幸

不動産証券化30年を振り返り
第21回 カムバック、証券 26

株式会社レブサム
代表取締役会長
土岐 好隆

書評 「FUND REVIEW Opinion Collection—不動産金融市場の20年」... 29

不動産証券化業務に関わる アセットマネジメント会社に 適用される『マネー・ローンダ リング及びテロ資金供与対策に 関するガイドライン』の概要



山中 淳二

長島・大野・常松法律事務所
弁護士

近年、我が国においても、マネー・ローンダリングやテロ資金供与に対する対策（以下「マネロン・テロ資金供与対策」という。）はますます重要になっており、「犯罪による収益の移転防止に関する法律」（以下「犯収法」という。）などの法令が整備されるとともに、国家公安委員会により、毎年、犯罪収益移転危険度調査書^{注1}が作成・公表されているところである。また、2028年8月には、FATF（Financial Action Task Force）による日本に対する第5次相互審査の実施も予定されている。

そうした状況の下で、金融庁は、金融機関等に向けて制定・公表している「マネー・ローンダリング及びテロ資金供与対策に関するガイドライン」（以下「FSAガイドライン」という。）^{注2}に関して、各金融機関がFSAガイドラインで対応を求められている事項については、2024年3月末までに対応を完了させ、マネロン・テロ資金供与対策に関する態勢を整備することを求めてきた^{注3}。また、最近では2026年3月31日付けでFSAガイドラインを改正し、これまで規定されていた【対応が期待される事項】を削除して「マネ

注1

現時点での最新版（令和7年11月版）は、JAFICのウェブサイトで公表されている（<https://www.npa.go.jp/sosikihanzai/jafic/nenzihokoku/nenzihokoku.htm#p2>）。

注2

<https://www.fsa.go.jp/policy/amlcftcpt/index.html>

注3

https://www.fsa.go.jp/news/r2/20210531_amlcft/2021_amlcft_yousei.pdf

ロン・テロ資金供与対策ガイドラインに関するよくあるご質問 (FAQ) 』に移行させるとともに、新たに「マネロン・テロ資金供与リスク管理に係る業務の外部委託先の管理」の項目を追加するなどして、その内容のアップデートを行っている。

また、国土交通省も、宅地建物取引業者に向けて、「宅地建物取引業におけるマネー・ローンダリング及びテロ資金供与対策に関するガイドライン」(以下「MLITガイドライン」という。)を制定・公表^{注4}しており、現在も「監督当局によるモニタリング」の項目を追加するための改訂作業を行っている^{注5}。また、「リスク評価書」の作成要領・様式・記載例などを公表し、宅地建物取引業者に対して「リスク評価書」の作成について令和8年度末までの対応完了を求めるとともに、疑わしい取引の届出における判断基準を明確化して提示することにより、当該判断基準に基づく確実な届出実施を求めているところである^{注6}。

そこで本稿では、不動産証券化業務を遂行するアセットマネジメント会社(以下「アセットマネジメント会社」という。)を想定して、FSAガイドライン及びMLITガイドライン(これらをあわせて、以下「AML/CFTガイドライン」という。)の概要についてあらためて説明するとともに、可能な範囲で実務上の対応ポイントについても触れる。既にマネロン・テロ資金供与対策を実施

しているアセットマネジメント会社においても、上記のとおりAML/CFTガイドラインの内容がアップデートされているため、あらためてギャップ分析を行い、対応未了又は不十分な点がないか確認しておくことが望ましい。なお、誌面の制約上、本稿においてAML/CFTガイドラインの記載内容の全てを引用することはできないため、本稿をお読みいただくに際しては、金融庁及び国土交通省の各ウェブサイトで公表されている最新版のFSAガイドライン及びMLITガイドラインをお手元にご用意いただき、適宜ご参照いただきたい^{注7}。

1. AML/CFTガイドラインの適用対象及びその枠組み

(1) AML/CFTガイドラインの適用対象

まず、FSAガイドラインの名宛人は「金融機関等」であり、「金融機関等」とは、「犯収法第2条第2項に規定する特定事業者のうち、金融庁所管の事業者(同項第48号に掲げる者を除く)」と定義されている^{注8}。ここで、不動産証券化業務を遂行するアセットマネジメント会社は、不動産信託受益権を取り扱うため、金融商品取引法に基づく投資運用業、投資助言業務及び/又は第二種金融商品取引業の登録を行っているのが通例で

注4

https://www.mlit.go.jp/tochi_fudousan_kensetsugyo/const/tochi_fudousan_kensetsugyo_const_tk3_000001_00040.html

注5

本稿の作成時点では2026年3月31日付けでパブリックコメントの回答が公表されている (<https://public-comment.e-gov.go.jp/pcm/detail?CLASSNAME=PCMMSTDETAIL&Mode=0&bMode=1&bScreen=Pcm1040&id=155260302>)。

注6

<https://www.mlit.go.jp/totikensangyo/const/content/001984612.pdf>

注7

本稿の内容は、FSAガイドラインについて令和8年3月31日版、MLITガイドラインについて令和4年10月31日版を参照して作成している。なお、上記のとおり、MLITガイドラインについては現在改訂作業が行われており、パブリックコメントの手続きも完了していることから、近いうちに改訂がなされるものと思われることに留意されたい。

注8

FSAガイドライン 1-4「本ガイドラインの位置付けと監督上の対応」の項目の最終段落に記載されている。

あり、「金融機関等」に該当することになるので、アセットマネジメント会社にもFSAガイドラインが適用されると考えられる。また、MLITガイドラインの名宛人は「宅地建物取引業者」であり、不動産流動化業務を行うアセットマネジメント会社は、通常、宅地建物取引業の免許を有しているため、MLITガイドラインも適用されると考えられる。このため、実務的には、両方のガイドラインを充たすよう対応が必要となる。

(2) AML/CFT ガイドラインの枠組み

とはいえ、FSAガイドラインの枠組みとMLITガイドラインの枠組みは概ね共通している。基本的には、いずれも、「Ⅰ 基本的考え方」、「Ⅱ リスクベース・アプローチ」、及び「Ⅲ 管理体制とその有効性の検証・見直し」で構成されており、また、FSAガイドラインの「Ⅳ 金融庁によるモニタリング等」とMLITガイドラインの「Ⅳ その他」において、いずれも監督当局によるモニタリング及び業界団体等との連携について規定している。このうちアセットマネジメント会社が取べき対応の中心は、「Ⅱ リスクベース・アプローチ」と「Ⅲ 管理体制とその有効性の検証・見直し」である。

そこで、アセットマネジメント会社の実務上の対応としては、まず「Ⅱ リスクベース・アプローチ」と「Ⅲ 管理体制とその有効性の検証・見直し」の各章における【対応が求められる事項】(MLITガイドラインでは【対応に努めるべき事項】)^{注9}の、各項目を列挙したチェックリスト等を作成して、それぞれの項目に関する社内での対応状況を確認する、いわゆるギャップ分析の

作業を行うことになる。その上で、対応未了又は不十分な項目で、その対応が必要な事項がある場合には、所要の対応を実施することになる。

2. 「Ⅲ 管理体制とその有効性の検証・見直し」に係る実務対応について

順序が逆になるが、アセットマネジメント会社において必要となる実務上の対応を把握するにあたって分かりやすいと考えられるため、まず「Ⅲ 管理体制とその有効性の検証・見直し」の内容から紹介する。

(1) 社内規程の整備(必要となる規程及びその規程体系)について

AML/CFTガイドラインでは、マネロン・テロ資金供与対策の実効性を確保するための社内規程の整備やリスク管理体制の構築が求められている。このため、まず社内規程として、マネロン・テロ資金供与対策に係る基本方針・手続・計画等を策定したうえ、具体的な顧客受入の方針、顧客管理方法、記録保存方法などについて定めることになる。

その規程体系や各規程における内容は各社において決めることができるが、例えば、「マネロン・テロ資金供与対策に係る規程」として、その基本方針、組織体制(三線管理を含む)、リスクベース・アプローチの基本的枠組み(リスク特定・評価・低減措置)、役職員の教育・研修、PDCAサイクルなどの基本的事項について定めた上で、その下位規程として「マネロン・テロ資金供与対

注9

上記のとおり、FSAガイドラインにおいてこれまで記載されていた【対応が期待される事項】及び【先進的な取組み事例】は、2026年3月31日付けの改正により全体的に削除され、その一部はFAQに移管された。

策に係る規程細則」を置き、リスクベース・アプローチの具体的な実施に関する「リスクの特定、評価の具体的な方法」、「特定事業者作成書面（兼リスク評価書）の作成及び年度改定」、リスク低減措置としての「顧客受入方針」、「カスタマー・デュー・ディリジェンスの実施」、「取引フィルタリングの実施方法」、「取引モニタリングの実施方法」、「外部委託先管理」^{注10}、「疑わしい取引の届出のための社内手順」などのほか、社内態勢としての「教育・研修」などに関する具体的な方法を規定することが考えられる。その上で、例えば、上記の細則を踏まえて、具体的なリスクの特定、評価、低減措置を検討した内容を「特定事業者作成書面（兼リスク評価書）」として作成するといった規程体系で、社内規程類の整備を行うことが考えられる。

また、一旦定められたこれらの規程類は、その「実施→検証→見直し」を行い、このいわゆるPDCAのサイクルに沿って、継続的なアップデートや改善を行っていくことが必要になる。とりわけ、「特定事業者作成書面（兼リスク評価書）」については、犯罪収益移転危険度調査書の改訂のタイミングにあわせて、その改訂内容を考慮するほか、その時々における各社の取引態様や疑わしい取引の有無なども踏まえて、リスク評価の見直しを行うことにすれば、このPDCAサイクルの実施漏れを防ぐことに役立つと思われる。

(2) 三線管理について

また、AML/CFTガイドラインにおいては、マネロン・テロ資金供与リスクの管理体制とし

て、いわゆる「三線管理」といわれる経営管理の手法の導入が提案されている。これは、営業部門を第1の防衛線、コンプライアンス部門やリスク管理部門を第2の防衛線、内部監査部門を第3の防衛線として、当該リスクを管理するものである。この点、金融商品取引業の登録を行っているアセットマネジメント会社であれば、既に営業部門のほかに、コンプライアンス・リスク管理部門、及び内部監査部門を社内に設置しており、二線及び三線の牽制機能を用いた法令遵守の管理体制を構築しているのが通例であるので、かかる法令遵守の管理体制を活用して、マネロン・テロ資金供与リスクの管理体制として「三線管理」を行うことが可能であると考えられる。

加えて、2026年3月31日付けのFSAガイドラインの改正により、アセットマネジメント会社が、マネロン・テロ資金供与リスク管理に係る業務を外部委託している場合、その外部委託先がFSAガイドラインの【対応が求められる事項】において求められているのと同等の効果を確保することができる態勢となっているかを検証することも必要とされる。

(3) そのほかの対応事項について

上記のほか、各アセットマネジメント会社において規程の整備（及びPDCAサイクルの発動）やマネロン・テロ資金供与リスクの管理体制を整備するにあたっては、経営陣の積極的な関与が求められるほか、その実効性を確保するために必要な従業員の確保及び従業員に対する研修教育などが求められる。加えて、アセットマネジメ

注 10

この「外部委託先の管理」は、FSAガイドラインにおいて、2026年3月31日付けの改正で追加されたものである。その具体的な内容は、後記2（2）「三線管理について」の項目に記載のとおりである。既に体制整備を完了しているアセットマネジメント会社においても該当の有無、及び該当する場合には必要な対応がなされているか、念のため確認されたい。

ント会社が企業グループに属する場合は、自社単体のみならず、グループ会社全体での管理態勢を設けることが求められている。

3. 「Ⅱ リスクベース・アプローチ」に係る実務対応について

次に、上記のマネロン・テロ資金供与リスクの管理の中心となる「リスクベース・アプローチ」について述べる。「リスクベース・アプローチ」とは、アセットマネジメント会社が「自らのマネロン・テロ資金供与リスクを特定・評価し、これを実効的に低減するため、当該リスクに見合った対策を講ずることをいう」とされている。本稿では、この「Ⅱ リスクベース・アプローチ」のうち、リスクの特定、評価、低減について触れる^{注11}。

なお、平成28年10月に改正法が施行された犯収法において、アセットマネジメント会社を含む特定事業者は、国等が作成する犯罪収益移転危険度調査書の内容も勘案しつつ自ら行う取引による犯罪収益の移転危険度等の調査・分析結果を記載した特定事業者作成書面を作成することが努力義務とされている（犯収法11条、犯収法施行規則32条1項1号）。犯収法においては努力義務にとどまるものの、このAML/CFTガイドライン「Ⅱ リスクベース・アプローチ」の項目における【対応が求められる事項】又は【対応に努めるべき事項】の多くはこの特定事業者作成書面

を作成し必要な内容を記載することで対応可能であると考えられるため、実務上の対応としては、アセットマネジメント会社は、特定事業者作成書面とリスク評価書を兼ねる書面を作成していくことが合理的と考えられる。

(1) リスクの特定

AML/CFTガイドラインにおいて、リスクの特定とは、「自らが提供している商品・サービスや、取引形態、取引に係る国・地域、顧客の属性等のリスクを包括的かつ具体的に検証し、直面するマネロン・テロ資金供与を特定するものである」とされている^{注12}。また、ここで【対応が求められる事項】【対応に努めるべき事項】については、FSAガイドラインⅡ-2(1)及びMLITガイドラインⅡ-2(1)において5項目挙げられている。不動産証券化におけるアセットマネジメント会社の作成する「特定事業者作成書面（兼リスク評価書）」においては、大きく分けて、①商品・サービスに着目した危険と、②取引形態、国・地域、顧客属性に着目した危険が考えられる。

まず、①商品・サービスに着目した危険としては、アセットマネジメント会社の業務においては、犯罪収益移転防止法において取引時確認が必要とされる特定取引の内容を踏まえ、主として、投資一任契約・投資顧問契約の締結に係る取引、不動産信託受益権や不動産の売買の代理・媒介に係る取引（MLITガイドラインⅡ-2(1)「リスクの特定」ご参照）、ノンリコースローンの金利固定化のための金利スワップ取引や金利

注 11

FSAガイドラインでは、その他「海外送金等を行う場合の留意点」（FSAガイドラインⅡ-2(4)）及び、AI（人工知能）、ブロックチェーン、RPA（ロボティック・プロセス・オートメーション）などの「新技術の活用」（FSAガイドラインⅡ-2(5)）についても記載があるが、本稿では割愛する。必要に応じて、FSAガイドラインの該当箇所を参照されたい。

注 12

FSAガイドラインⅡ-2(1)「リスクの特定」ご参照。なお、MLITガイドラインⅡ-2(1)「リスクの特定」では、不動産の売買や売買の代理・媒介とされているため、アセットマネジメント会社におけるリスクの特定に際しては、この点もカバーする必要がある。

キャップ取引の代理・媒介に係る取引、匿名組合出資持分などの2項有価証券の私募の取扱いや売買の代理・媒介などの取引に関する危険が考えられる。また、資産流動化法の特定目的会社（「TMK」）が発行する特定社債や優先出資の私募の取扱いについては第1種金融商品取引業に該当することから、アセットマネジメント会社がこれを受託することは考えにくい。アセットマネジメント会社としては、TMKが私募の取扱いを委託する第1種金融商品取引業者の選定・管理に関与することから、当該業者のマネロン・テロ資金供与対策の態勢を質問票等の送付により確認することが考えられる。

また、②取引形態、国・地域、顧客属性に着目した危険としては、例えば令和7年の犯罪収益移転危険度調査書の項目を踏まえると、取引形態として「非対面取引」、「現金取引」、「外国との取引」が、国・地域として「イラン」、「北朝鮮」、「ミャンマー」との取引が、また顧客属性の観点からは「暴力団」、「非居住者」、「外国の重要な公的地位を有する者」及び「法人（実質的支配者が不透明な法人等）」との取引における危険が考えられる。

なお、このうち顧客属性としては通常の事業会社（これも、例えば、上場企業/非上場企業などさらに類型化が考え得る。）だけでなく、SPCや不動産ファンドなども含まれることが考えられる。従って、「特定事業者作成書面（兼リスク評価書）」を作成するにあたり、国等が作成する犯罪収益移転危険度調査書の内容を勘案することは当然であるが、その上で、このような不動産証券化業務における取引内容や顧客属性などの特性を踏まえてマネロン・テロ資金供与のリスクを考える必要がある。

なお、特定事業者作成書面の作成にあたっては、担当部門のみが対応するのではなく、取締役会などの経営陣の主体的・積極的な関与の下で、関係する全ての部門の連携・協働が必要とされている。具体的には、アクイジションを担当する投資運用部門、金利スワップ取引や金利キャップ取引並びにエクイティ調達を担当する財務部門の各担当者へのヒアリング等を通じて、アセットマネジメント会社ごとの取引形態や顧客属性の実態にあわせた内容とすることが求められる。

(2) リスクの評価

次にAML/CFTガイドラインにおいて、リスクの評価とは、上記(1)で特定された「マネロン・テロ資金供与リスクの自らへの影響度等」を評価し、低減措置等の具体的な対応を基礎付け、リスクベース・アプローチの土台となるものであり、自らの事業環境・経営環境の特徴を反映したものである必要がある^{注13}。また、ここでの【対応が求められる事項】【対応に努めるべき事項】については、FSAガイドラインⅡ-2(2)及びMLITガイドラインⅡ-2(2)において6項目挙げられている。

この点、上記(1)のリスクの特定と同じく、不動産証券化におけるアセットマネジメント会社の実務上の対応としては、特定事業者作成書面において特定したリスクごとに、その高低の評価を行い、それをあわせて記載していく方法が考えられる。例えば、商品サービスや取引形態についていえば、不動産信託受益権については、不動産信託受託者（信託銀行）が存在しており、この信託銀行は独自に反社チェックや犯収法に

注13
FSAガイドラインⅡ-2(2)「リスクの評価」、MLITガイドラインⅡ-2(2)「リスクの評価」

基づく取引時確認などを行っていると考えられることなどから、信託銀行が受託している不動産信託受益権の売買取引については、そのリスクが高くないと評価することが考えられる。また、例えば、顧客属性についていえば、投資家がSPCやファンドの場合、表面的なSPCやファンドはアセットマネジメント会社から見えるものの、それだけではその裏にいる終局的な投資家を捕捉できない場合も考えられ、そのような点はリスクが比較的高いと評価する材料となると考えられる。つまり、不動産証券化業務を遂行するそれぞれのアセットマネジメント会社において、各社の実態に応じて各社の考え方でリスク評価を行っていくことになる。そのリスク評価の結果について特定事業者作成書面にリスクの特定とあわせて記載することにより、この「リスクの評価」の項目における【対応が求められる事項】【対応に努めるべき事項】の多くに対応することが可能であると考えられる。

また、国土交通省は、宅地建物取引業者向けに、リスク評価書の作成要領、様式、記載例、リスク評価総括表を公表しており^{注14}、アセットマネジメント会社におけるリスク評価にあたって実務的に参考になる。なお、かかるリスク評価の業務プロセスにおいても、リスクの特定の場面と同じく、全社的な取り組みが求められている点にご留意いただきたい。

(3) リスクの低減

(i) リスク低減措置

さらにAML/CFTガイドラインにおいて、リスクの低減とは、上記(1)で特定され、上記(2)で評価されたリスク前提としつつ、「実際の顧客の属性・取引の内容等を調査し、調査の結果をリスク評価の結果と照らして、講ずべき低減措置を判断した上で、当該措置を実施すること」とされている。このリスク低減措置は、個々の顧客やその行う取引のリスクの大きさに応じて実施すべきとされ、マネロン・テロ資金供与リスクが高い場合にはより厳格な措置を講ずる必要がある一方で、当該リスクが低い場合には、より簡素な措置を行うことも許容される。このリスク低減措置の具体的内容を検討するにあたっては、各アセットマネジメント会社が遂行する業務における顧客の属性や取引の内容を勘案することはもちろん重要であるが、そのほかに業界団体等を通じて共有される情報なども参照した上で実務的な相場から乖離しない内容のリスク低減措置を設ける必要がある^{注15}。

(ii) 顧客管理(カスタマー・デュー・ディリジェンス：CDD)

この「リスク低減措置」の中心の一つが顧客管理(カスタマー・デュー・ディリジェンス：CDD)である^{注16}。具体的には、取引関係の開始時、継続時、終了時の各段階において、個々の顧客やその行う取引のマネロン・テロ資金供与リス

注 14
https://www.mlit.go.jp/totikensangyo/const/1_6_bf_000025.html

注 15
 FSA ガイドラインII-2 (3) (i) 「リスク低減措置の意義」。なお、MLIT ガイドラインII-2-3 (i) では、業界団体として「不動産業における犯罪収益移転防止及び反社会的勢力による被害防止のための連絡協議会」から共有される情報も参照することが明示的に記載されている。

注 16
 この点、リスク程度を判断するにあたって全ての顧客について調査することが前提となっており、マネロン・テロ資金供与リスクが高いと評価した顧客だけが調査の対象とされるものではない点に留意が必要である(平成30年2月6日付けFSAパブコメ回答No61)。

クの高低を調査し、全ての顧客についてリスク評価を実施するとともに、その中でリスクが高いと判断した顧客については厳格な顧客管理を行う一方、リスクが低いと判断した顧客については簡素な顧客管理を行うこと（これにより円滑な取引実行に資する）とされる。厳格な顧客管理においては、①資産・収入の状況、取引の目的、職業・地位、資金源等について、リスクに応じた追加的な情報の入手が求められるほか、②取引実施について上級管理職（MLITガイドラインでは、統括管理者）^{注17}の承認を得る体制としたり、③当該顧客に対する取引モニタリングの強化や定期的な顧客情報の調査頻度の増加、④顧客リスク評価の厳格化の検討などの対応が求められる。他方で、簡素な顧客管理については、当該顧客について行う取引モニタリングを緩和することなどが可能とされている。

このような顧客についてのリスク評価に基づきリスクの高い顧客や取引とその対応を類型的・具体的に判断できるようにするため、顧客に関する様々な情報を勘案して「顧客の受入れに関する方針」を定めることが求められている。なお「顧客の受入れに関する方針」と題する規程の作成が機械的に求められているわけではないので^{注18}、新たにそのような規程を追加作成する方法だけでなく、「特定事業者作成書（兼リスク評価書）」やそのほかの既存の社内規程・マニュアル等の分かりやすい箇所に、顧客の受入れについてのルールを定める方法も考えられる。

(iii) その他

上記(i)及び(ii)のほかに、AML/CFTガイドラインでは、リスク低減措置として、取引そのものに着目して取引のモニタリングやフィルタリングを実施することが挙げられている。これは数多くの取引の中から異常な取引や制裁対象取引を検知するためのモニタリング・フィルタリングを求めるものである。

また、AML/CFTガイドラインでは、その他、本人確認資料等のエビデンスのほか顧客属性の照会結果などの記録の保存や、疑わしい取引の届出を適切に行う体制を整備することなどが求められている。これらは、犯罪収益移転防止法に基づいて求められる記録保存や社内体制整備を実施することで概ね対応可能と思われる。なお、国土交通省は、宅地建物取引業者向けに、疑わしい取引の判断基準の明確化を図っており^{注19}、かかる判断基準に基づく確実な届出を要請している。

最後にITシステムの活用やその前提となるデータ管理についても言及されている。この点、不動産証券化のアセットマネジメント会社は、不特定多数の顧客との間で頻繁に多数の取引が行われる銀行や証券会社などの業態とは異なるため、ITシステムの開発・維持管理にかえて多額のコストがかかることを考えると、活用すべきITシステムの内容や程度は自ずと銀行や証券会社などとは異なると思われる。なお、その場合でもITシステムの早期導入の必要性や有効

注 17

統括管理者は社内規程において定めることが考えられるが、例えば、コンプライアンス責任者を統括管理者とすることなどが考えられる。

注 18

平成 30 年 2 月 6 日付け FSA バブコメ回答 No69

注 19

<https://www.mlit.go.jp/totikensangyo/const/content/001984612.pdf> 具体的には、「疑わしい取引の届出に関するチェックリスト」（犯収法等連絡協議会作成「宅地建物取引業における犯罪収益移転防止のためのハンドブック<第 2 分冊>」に掲載）に一つでも該当する場合や、その該当性が明確でなく判断に迷う場合には、届出を行うこととされる。

性については、社内で検証し、その検証結果を記録して残しておく対応をとるべきである。

以上、AML/CFTガイドラインの概要について説明したが、各項目を詳細にわたって記載することでかえって全体像が分かりにくくなるおそれもあるし、それは本稿の目的から外れるため、本稿では全体的な枠組みを中心に説明した。

なお、このAML/CFTガイドラインは、各社に記載内容の遵守を杓子定規に求めるものでは

なく、各社の特性や実情に応じた対応が認められる余地があるとされている^{注20}。この点、実務的には、アセットマネジメント会社がこのAML/CFTガイドラインへの対応を検討していくにあたって、業界団体から提供される情報なども参考にしつつ、同種業務を行っている各社の実務対応も勘案していくことが望ましいと思われる。本稿が各社のAML/CFTガイドラインの対応・整備に少しでもお役に立てば幸いである。

注 20

平成 30 年 2 月 6 日付け FSA パブコメ回答 No37、38 など

やまなか じゅんじ

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

機関投資家が求める脱炭素の科学的根拠に基づいた評価CRREMの概要と日本不動産市場への実装

不動産を起点に、政策・金融・利用者をつなぐ脱炭素価値の連鎖



伊藤 幸彦

株式会社 GOYOH 代表取締役
CRREM アジア太平洋地域諮問委員

1. はじめに

世界の最終エネルギー消費の約40%を占めるビルディングセクターは、2030年までに運用炭素排出量を現水準から半減させることが求められている。パリ協定が掲げる1.5℃目標の達成に向け、不動産セクターへの要求水準は従来の想定を大きく上回るペースで引き上げられている。こうした背景のもと、機関投資家や不動産アセットマネジャーの間で急速に普及しているのがCRREM (Carbon Risk Real Estate Monitor) である。本稿ではCRREMの概要と方法論、GRESBとの関係、移行リスクの財務的含意、および日本市場の現状と課題を論じる。

2. CRREM とは何か

CRREMは2018年、欧州連合のEU Horizon 2020の研究助成を受けた欧州発のプロジェクトとして発足し、APG・PGGM・ノルウェー中央銀行投資管理(NBIM)・Ivanhoé Cambridge

(Caisse de dépôt et placement du Québec傘下(現在はLa Caisseに統合))などの世界的な機関投資家の支援、また日本のGPIFからも賛同を受け、グローバルな基準として推進された。2025年には非営利財団「CRREM Foundation」として独立し、44か国以上・11以上の用途タイプをカバーしている。

CRREMの中核は「Decarbonization Pathway」である。物件の所在国・用途・エネルギー強度・炭素排出強度を入力することで、1.5℃シナリオとの乖離を2050年まで時系列で把握できる。排出係数は国・地域ごとの電力グリッドの脱炭素化見通しを動的に反映しており、グリッドが脱炭素化するにつれ同じ物件でも将来の排出強度は変化する。不動産分野のSBTi (Science Based Targets initiative) 基準はCRREMの方法論を基盤として構築されており、SBTiに取り組む企業はCRREMを活用することになる。

CRREMの基本原則は、高い科学的整合性、商業的・政治的影響からの独立性、グローバルな展開、オープンアクセス性の4点であり、現

在は物件タイプ別・地域別の組み合わせで約1,000種類のパスウェイを無償で提供している。SBTiのBuilding StandardおよびIIGCCのNet Zero Investor Frameworkでも活用されており、国際的な制度的基盤の中核に位置づけられている。

3. GRESBとCRREMの関係： 相対評価と絶対評価

GRESBとCRREMはともに不動産の環境性能評価に関わるが、その性格は根本的に異なる。GRESBはファンド・ポートフォリオ単位での相対的なスコア比較を行い、パフォーマンスとマネジメントの両面を評価対象としている。一方CRREMは、パリ協定のカーボンバジェットという絶対的なパフォーマンス基準に対して、各物件の現在および将来の性能を照合する。この差異は実務上の活用場面に直結する。

GRESBのスコアリングはファンドやポートフォリオ全体のESG管理体制・プロセス・開示

の質が評価ウェイトの大部分を占め、個別物件の炭素およびエネルギーパフォーマンスはその一部にとどまる。その性質上、GRESBスコアを物件の投資判断や価格評価に直接紐づけることは難しい。これに対しCRREMは、物件がいつ・どの程度パリ協定整合の経路から乖離するかを定量的に示すため、エクイティバリュエーションや融資条件へのダイレクトな紐づけが可能となり、物件ごとの投資運用パフォーマンスに直結する。

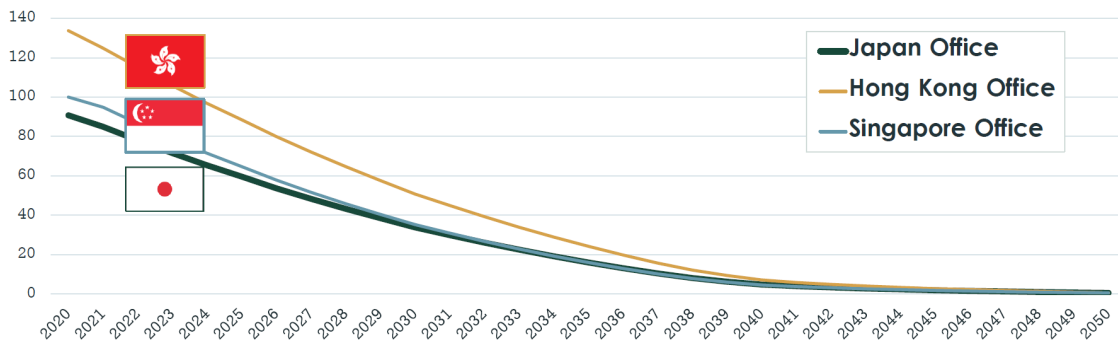
また、実務に関わる関係者の広さも異なる。GRESBは主に運用会社のサステナビリティやESG部門が主導することが多いが、CRREMは物件の取得・運営・売却の各フェーズの担当者や金融機関関係者など、より広い実務関係者にとっての意思決定ツールである。

ただし両者は競合するのではなく補完的な関係にある。GRESBはCRREMの創設時の研究プロジェクトのメンバーであり、CRREMパスウェイとのパフォーマンス結果はGRESBベンチマー

International outlook: starting places and routes to decarbonization



Key Asian Markets: CRREM Carbon Pathways



クレポート、投資家向けデータダウンロード、そしてGRESBの移行リスクレポートでも示されている。包括的な環境性能の報告(GRESB)と科学的経路との整合性評価(CRREM)を組み合わせることが、開示の質を高めるうえで有効である。

CRREMとの整合を組み込むことは将来の移行リスク低減に直結し、欧州の主要年金基金ではCRREMとの整合を運用先の最低基準として明示的に組み込む事例もある。CRREMをESGレポートिंगのためのデータ取得ツールとして捉えている限り、その価値の大部分は活用されないままである。

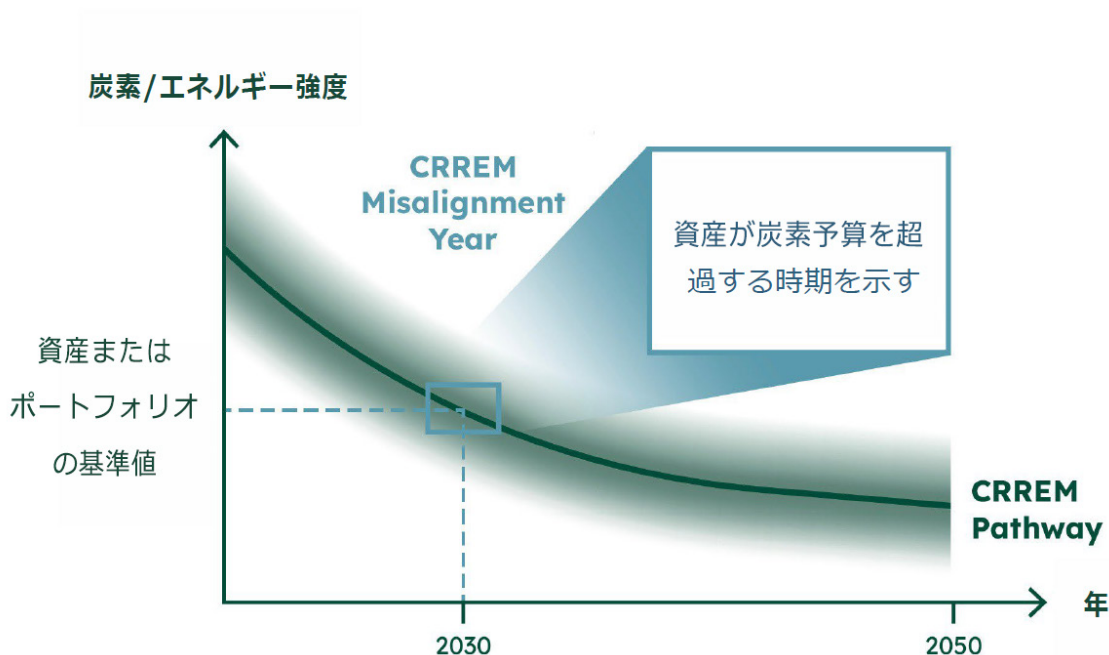
4. 「報告」から「実践」へ

日本ではESG・サステナビリティへの取組みが専門部署による報告業務として位置づけられる傾向があるが、CRREMが本来機能すべき場面は投資実務のなかである。取得時のデューデリジェンスでは「保有期間中のパスウェイ整合に要する改修コスト」が価格評価の前提となり、出口戦略ではパスウェイ整合の実績がコア投資家への売却交渉を有利にする。設計時点から

5. 座礁リスクから「CRREM不整合年」へ

CRREMは2025年7月、パスウェイ超過時点を「座礁年(Stranding Year)」から「CRREM不整合年(CRREM Misalignment Year)」に改称した。パスウェイ超過はアセットの財務的座礁を確定的に示すものではなく科学的な「早期警告」であるという認識の明確化が趣旨である。不動

CRREM Risk Assessmentでは、主要な標準化指標として「CRREM Misalignment Year (不整合年)」が算出される



産は改修・用途転換を通じて適応可能な資産であり、信頼できる移行計画があれば不整合年経過後も投資機会たり得る。

CRREM不整合年は機械的な「売却判断の年」ではなく、移行リスク評価の起点として活用することが求められる。この超過が示す移行リスクは、規制リスク(改修義務・カーボンプライシング強化)、市場リスク(ブラウンディスカウント・グリーンリース交渉の不利)、資金調達リスク(ESG連動型融資の条件悪化)の三経路で財務的損失として顕在化し得る。

6. 日本市場の現状と課題

JLL ジャパンの調査(2025年)では、東京の大規模オフィスの65%がグリーン認証を取得している一方、CASBEE-REの最高ランク(S)取得物件の一部がCRREMパスウェイで既に不整合状態にあることが明らかになっている。「認証取得=パリ協定整合」という認識は誤りであり、CRREMパスウェイとの照合を認証取得と並行して行うことが今後の標準的なデューデリジェンスとなる。既存ストックへの課題としては全

棟エネルギーデータの取得困難、電力グリッドの脱炭素化シナリオの不確実性、改修コストの長期計画への統合が挙げられる。

2026年2月には北米・欧州・アジア太平洋の3地域に地域諮問委員会(Regional Advisory Committee)が正式に組成された。なかでもアジア太平洋地域では日本から4名が選出されており、これは一国としては最多の人数である。この事実は、グローバルな脱炭素化の文脈における日本市場の重要性が国際的に認識されていることを示すとともに、日本の業界実務者・政策関係者がCRREMのパスウェイ開発や方法論の精緻化に対して積極的に貢献し、市場・政策との連携においてアジアやグローバルレベルでのリーダーとなることへの期待を反映している。

2026年3月11日にはCIC Tokyo(虎ノ門)にて「CRREM Japan Forum 2026」をCRREM Foundation、GOYOH、CIC Tokyoの3者共催で開催した。CRREM FoundationのグローバルCEOであるアンドレア・パーマー氏とCOOのジュリア・ヴァイン氏が初来日し、東京における都市の脱炭素化とグローバル競争力の向上をテーマに、機関投資家、アセットマネジャー、デベ

CRREM Foundation COO ジュリア・ヴァイン



ロッパー、金融機関、政策担当者が参加した。日本向けパスウェイの精度向上、テナントを含む不動産利用者全体での脱炭素価値の共有、移行計画と資本計画への統合が議論された。筆者はCRREMには2023年よりグローバル科学&投資家委員会(現在のCRREM技術審議会)のメンバーとして参画以来、また現在はアジア太平洋地域諮問委員会の委員として、日本の機関投資家への普及、データ連携、東京都の脱炭素政策や関連省庁、不動産業界団体との対話を継続的に推進している。今回のフォーラムでは東京都をはじめ、三菱UFJ銀行、鹿島建設、日本ロレアルも講演者として参加し、都市政策当局、グローバルな金融機関、ゼネコン、テナント企業がCRREMの活用を含めた脱炭素に向けて協業する場となった。様々なステークホルダーが不動産からの脱炭素で連携するうえでの事例とともに、そのなかでCRREMの重要な中心指標としての役割が着実に成長していることを、筆者は強く実感している。

7. CRREMが導く サステナビリティによる 投資リターン

CRREMはすでに移行リスクの診断ツールにとどまらず、物件の取得・保有・売却の各フェーズで投資パフォーマンスに直結するツールとして機能している。パスウェイとの整合が改修コストの予測精度を高め、資金調達条件を改善し、

出口における価格交渉を有利にする。脱炭素への対応が投資リターンの源泉となる時代は、すでに始まっている。まずCRREMに取り組むことが、その第一歩である。

筆者はCRREMへの取り組みから拓かれる、さらなる価値創出の可能性として「Whole Life Carbon & Impacts」の構築と実践に取り組んでいる。運用炭素の削減による様々なステークホルダーへの価値としての還元は、さらに不動産が本来持つ価値の全体像(統合インパクト)を捉えることへ発展でき、より明確な利用者への体験価値として訴求でき、付加価値によるNOI向上を経て投資アルファへと導くことができるとしている。建設・改修段階の体現炭素(Embodied Carbon)や建替え・解体時を含むライフサイクル全体の炭素評価(Whole Life Carbon)、さらには同じ時間軸での入居者のウェルビーイング、地域コミュニティへの貢献、社会的インパクトの定量化(Whole Life Impacts)まで統合して初めて、建物が生み出す真の価値が引き出されると考える。この枠組みにより機関投資家と不動産オーナーとの対話をさらに深化させるとともに、テナントや施設利用者、地域との関係を価値創造の連鎖として設計することを目指している。「炭素とインパクトを財務リターンに転換する」。この命題の実践が、日本の不動産市場をグローバルな持続可能な投資の潮流と本格的に接続し、リードする道筋だと確信している。そしてその道筋を示すパスウェイこそが、CRREMに他ならない。

いとう ゆきひこ

株式会社 GOYOH 代表取締役 / CRREM アジア太平洋地域諮問委員

2006年に23歳でニューヨークにて不動産への投資・運営会社を起業。2008年に株式会社アスタリスクを創業、グローバルな機関投資家、投資ファンド、超富裕層などが求める、不動産のソフト価値を最大化するソリューションを提供する。2018年、不動産テック事業に特化したスタートアップ株式会社 GOYOH を創業。グローバル投資家の視点からのESGによる不動産のソフト価値と社会的インパクトを追求するサービス「EaSyGo」サービスを展開する。

CRREM Foundation について : 公式ウェブサイト : <https://crrem.org/>

第77回

今後の商業施設のあり方 ～メガトレンドからみる10大トピックス～



中山 善夫

株式会社ザイマックス総研
代表取締役社長
(ARES マスター M0600051)



山田 賢一

株式会社ザイマックス総研
主任研究員

商業施設は社会の公器であり、主に消費者が利用する場であることから、社会構造や消費者行動、ならびに価値観の変化による影響を受けやすい。こうした社会経済状況は常にかつ加速度的に変化しており、それらが商業施設に及ぼす影響を分析することは極めて重要なテーマである。

そこで本稿では、重要と考えられる10のテーマを抽出し、それぞれについて「1.商業施設のトレンド」「2.商業施設のあり方」の視点から考察を

行うこととした。なお、各テーマに優先順位や優劣を付けるものではない。本稿が、商業事業者のみならず、投資家・施設所有者などにとって、商業施設に関するトレンドを把握し、理解を深めるための一助となれば幸いである。

本誌では誌面の関係で、上記の概要をダイジェストでご紹介する。なお、全文はザイマックス総研のHP掲載のレポートにてご確認されたい。

(https://soken.xymax.co.jp/report/2603-future_retail3.html)

今後の商業施設のあり方 10大トピックス

1	人口減少・少子高齢化	6	外国人との共生
2	物価上昇	7	都市と地方
3	人手不足	8	建物の築古化
4	テクノロジーの進化	9	サステナビリティ
5	働き方・働く場所の変化	10	ウェルビーイング

1. 人口減少・少子高齢化

<商業施設のトレンド>

人口減少・少子高齢化に加え、世帯構成の変化を背景として、商業施設の利用構造は大きく変わりつつある。かつての主流であった「車で郊外モールに来館するファミリー層」を軸としたモデルは相対的に優位性が低下し、高齢者、子育て世帯、単身者、DINKs層など、多様な生活者がそれぞれの目的や生活動線に応じて施設を選ぶ時代へ移行している。高齢者にとっては、徒歩圏や公共交通でアクセスしやすい近隣型・駅前型施設の重要性が高まっている。一方、子育て世帯では、短時間で買い物や用事を済ませられる利便性と安全性が重視される。さらに、単身者や共働き世帯では、駅直結型や複合開発型施設における効率性や時間価値への評価が高まっており、来館目的や施設に

求められる機能は従来以上に細分化している。

<商業施設のあり方>

こうした環境下で商業施設には、単なる物販機能の提供にとどまらず、医療、福祉、行政、教育、文化などを取り込んだ「日常生活完結拠点」としての役割強化が求められる。都市・地方、住宅地・オフィス街、都心・郊外といった立地や商圈特性に応じて、必要な機能やテナント構成を最適化し、地域ごとの需要を着実に取り込むことが重要である。また、国内市場の縮小を見据えれば、海外マーケットの開拓や、アプリ・会員基盤・EC連携などデジタルチャネルの活用による新たな事業機会の創出など、収益源を多様化する視点も不可欠である。短期的な収益確保と中長期のブランド価値向上を両立できるかどうか、今後の競争力を左右する重要な論点となる。

2. 物価上昇

<商業施設のトレンド>

物価上昇は、消費者の購買行動と商業施設の運営コストの双方に大きな変化をもたらしている。消費行動の面では、漫然と館内を回遊するのではなく、明確な目的をもって効率的・合理的に購買する傾向が強まりつつある。また、家計防衛意識の高まりにより、徹底した節約志向が広がる一方で、高品質な商品や体験には対価を払うという二極化も進行している。その結果、施設内では低価格帯の業態と高付加価値型の業態が併存する構図が定着しつつある。運営面では、エネルギー価格や人件費の上昇が施設収益を圧迫しており、コスト構造の可視化と機動的な管理の必要性が高まっ

ている。価格感度が高まるなかで、単なる利便性だけではなく、来館するだけの明確な利用価値を示せるかどうか、施設選択の大きな分岐点となっている。

<商業施設のあり方>

今後の商業施設には、「支出に対する納得感」を提供する場へと進化することが求められる。生活防衛ニーズに応える低価格帯商品やサービスを揃えるだけでなく、感性を刺激する体験価値や非日常性を併せて提供し、ターゲットごとに異なる価値基準に応える必要がある。また、アプリや会員基盤などのデジタル接点を活用し、日常の節約消費と非日常の体験消費を施設全体で循環させることで、消費者の生涯価値(LTV: Lifetime Value)

を高める仕組みづくりも重要になる。並行して、省エネ設備の導入やデータ活用による需要予測、運営の効率化を進め、コスト構造の最適化を図ることが不可欠である。物価上昇を一時的な逆風と

してではなく前提条件として捉え、生活の質を支えるパートナーとして信頼を獲得できるかが、持続可能性を左右する。

3. 人手不足

<商業施設のトレンド>

慢性的な人手不足を背景に、商業施設ではサービスモデルや運営体制の前提そのものが見直されている。営業時間の短縮、提供メニューの集約、館全体での定休日設定など、限られた人員に応じて運営規模を適正化する動きが進む一方で、待ち時間の増加や清掃頻度の低下、スタッフ不在による接客品質の低下など、顧客体験への影響も顕在化している。こうした状況に対応するため、従来は従業員が担っていた業務を、消費者のセルフ操作やシステム活用へ移し替える動きが加速しており、省人化・自動化によるオペレーション再構築は標準的な施策となりつつある。また、シニア、外国人、スポットワーカーなど多様な人材の活用が進むなかで、業務マニュアルの整備やシフト管

理の高度化も重要な課題となっている。

<商業施設のあり方>

今後の商業施設には、人手を増やすことを前提にするのではなく、限られた人員で持続可能な運営を可能にするサービスとオペレーションを再設計する視点が求められる。定型業務についてはセルフ化・自動化をさらに進める一方、接客、クレーム対応、イベント運営など、人にしか担えない高付加価値業務に人材を重点配置することが重要である。また、空間演出や動線設計の工夫によって、人員の多寡に左右されにくい顧客体験の場を構築する必要がある。さらに、業務の細分化、共通マニュアルの整備、テナント横断での相互補完体制の構築などを通じて、多様な就業者が働きやすい基盤を整え、従業員満足度の向上と離職防止を両立することが、今後の競争力確保に直結する。

4. テクノロジーの進化

<商業施設のトレンド>

テクノロジーの進化により、商業施設は購買の唯一の場ではなく、オンラインと補完し合う存在へと変化している。コロナ禍を契機としてEC利用やキャッシュレス決済が日常化し、消費者は目的や利便性に応じて店舗とオンラインを使い分け

るようになった。運営面でも、接客、決済、施設管理などの領域でデジタル技術の導入が進み、省人化と生産性向上が加速している。また、アプリや購買データを活用した会員管理、クーポン配信、パーソナライズ販促も広がっており、商業施設は消費者との継続的な関係を設計する場へと変わりつつある。一方で、高齢者など対面対応や現金決済を求める層も依然として存在しており、デジタ

ルとアナログの併存をどう図るかが重要な論点となっている。

<商業施設のあり方>

今後の商業施設には、リアルとデジタルを融合した「フィジカル」な再設計が求められる。来館前の情報収集、館内回遊、購買、来館後のフォローまでをアプリやデータでつなぎ、実店舗ならではの接客や空間演出と組み合わせることで、ECで

は代替しにくい体験価値を高めることが重要である。また、POS、在庫、人流、設備稼働などのデータを統合し、需要予測、人員配置、設備管理を高度化することで、施設運営の効率化とデータドリブン化を進める必要がある。その一方で、個人情報保護やサイバーセキュリティへの対応、高齢者やデジタルに不慣れな層への配慮も欠かせない。一律的な導入ではなく、立地や利用者特性に応じた実装を進められるかが、競争力を左右する。

5. 働き方・働く場所の変化

<商業施設のトレンド>

働き方・働く場所の変化により、商業施設は従来の「消費の場」に加え、「働く場」「生活と仕事が交差する場」としての役割を強めている。商業施設内へのコワーキングスペースやサテライトオフィスの導入が進み、駅前や生活動線上の施設は自宅や本社以外のサードプレイス需要の受け皿となっている。また、リモートワークの浸透によって、平日日中のカフェ利用や短時間の買い回り、仕事の合間の飲食・サービス利用が増えるなど、来館時間帯や滞在目的も多様化している。一方、施設運営側でも、多様な働き方を前提としたシフト設計や教育体制の見直しが課題となっている。

<商業施設のあり方>

今後の商業施設には、「生活と仕事が融合するサードプレイス」としての再定義が求められる。単にワークスペースを設けるのではなく、集中と交流を両立できる空間設計や安定した通信環境の整備により、快適に働ける拠点へと進化することが重要である。また、ワーカーを集客の核と捉え、飲食、物販、健康、学び、趣味などの機能を組み合わせることで、滞在時間と消費機会を広げることができる。さらに、省人化やシフト最適化、多様な人材の活用を通じて、運営・雇用の柔軟性を高めることも欠かせない。ただし、こうした機能の導入はすべての施設に有効とは限らず、立地や商圈特性を踏まえ、取り入れる機能や水準を見極めることが重要となる。

6. 外国人との共生

<商業施設のトレンド>

商業施設は、外国人との共生を具体化する日常のかつ多面的な接点として重要性を高めている。

訪日客にとっては、買い物場にとどまらず、地域の生活文化に触れる体験の場としての意味合いが強まっており、多言語案内、免税対応、決済環境の整備は全国的に必須要件となりつつある。また在留外国人にとっては、商業施設が生活情報を

得たり母国の食や文化に触れたりする拠点として機能しており、専門食材店やハラル対応飲食店、多言語対応店舗などが地域全体の利便性を支える存在となっている。さらに、外国人材は接客、販売、清掃、警備、物流など幅広い業務を担い、人手不足が深刻な現場を支える重要な戦力となっている。

<商業施設のあり方>

今後の商業施設には、外国人を「訪れる人」「暮らす人」「働く人」の三つの側面から捉え、多様な人びとが安心して関われる場へと進化することが求められる。訪日客に対しては、地域資源と連動

した独自の体験価値を提供し、施設自体を destinations (目的地) 化することで持続的な集客力を高めることが重要である。生活者としての外国人に対しては、多言語による生活情報提供や翻訳ツールの整備、文化・宗教への配慮を通じて安心感と帰属意識を醸成する必要がある。働く外国人に対しては、異文化理解研修や相談体制の整備、多文化イベントの実施などを通じて、単なる労働力ではなく価値創造のパートナーとして位置づけることが重要である。摩擦や課題を組織的に改善しながら、地域の信頼と魅力を高める運営姿勢が欠かせない。

7. 都市と地方

<商業施設のトレンド>

都市と地方の構造差の拡大は、商業施設の役割や運営モデルを大きく分化させている。都市部では、駅直結型や複合開発型の施設が生活動線に組み込まれ、商業・オフィス・住宅・ホテルが一体化した空間の中で、日常消費と余暇消費を支える高頻度・短時間利用の場として機能している。加えて、資材価格の高騰や建設人手不足を背景に、再開発の遅延や計画見直しといった供給制約も強まっている。これに対し地方では、商業施設が物販にとどまらず、医療、行政、金融、交流機能を補完する生活インフラとしての性格を強めている。一方で、人口減少や人手不足、テナント撤退の影響により、規模適正化や用途転換を迫られる事例も増えている。

<商業施設のあり方>

今後の商業施設には、地域特性に応じた役割の重点化が求められる。都市部では、飲食・サービス・体験・コミュニティ機能を組み合わせ、都市生活の利便性と快適性を高める高密度な集積拠点として進化していく必要がある。地方では、生活必需機能や公共サービスを集約し、地域コミュニティを支える持続可能な拠点としての役割強化が欠かせない。さらに、都市と地方の施設をECやライブコマースで結び、相互送客や広域商業圏の形成を図る視点も重要になる。加えて、将来的には自動運転や配送ロボットなどモビリティ技術の進展により、都市では駐車場などの空間活用の見直し、地方では移動・配送支援の拠点化が進むことで、商業施設は人・モノ・情報・移動をつなぐ社会基盤としての価値を一段と高めていくと考えられる。

8. 建物の築古化

<商業施設のトレンド>

商業施設の築古化は、業態の変遷と重なりながら進行している。1970年代から1990年代初頭に主流だった都心・駅前立地のGMSは築30～50年を迎え、建替え・再開発といった抜本的な更新、改修・リノベーションや用途転換による機能の再構築、さらには必要最小限の修繕にとどめつつ将来的な閉鎖や売却を見据えた段階的な撤退など、対応が多様化している。また、1990年代以降に拡大した郊外型SCや専門店も築古化局面に入りつつあり、物理的な老朽化に加え、低天井、柱割によるレイアウト制約、電気容量不足などの構造的制約が、滞在・体験型や飲食比率上昇といった現在の商業ニーズとのミスマッチを生んでいる。一方で、SCでは定期的なリニューアルにより陳腐化を抑える動きも定着している。

<商業施設のあり方>

今後は、既存ストックを前提とした「築古化マネジメント」が重要となる。設備更新や動線改善、休憩スペースの設置、緑化、サイン計画の見直しを通じて、長寿命化と体感価値向上を両立することが求められる。また、立地や建物条件を踏まえ、建替え・縮小・用途転換の実施可否を適切な時期に見極めることが重要であり、都市部では行政・医療・居住機能を組み合わせた多機能型生活拠点化、郊外では物流施設などへの転換も視野に入れる必要がある。さらに、耐震性向上、インフラ刷新、バリアフリー対応などを通じて安全・安心を高め、事業継続性と施設への信頼を確保することも欠かせない。築古化への対応は、単なる延命ではなく、資産価値と地域における役割を再定義する戦略として位置づけるべきである。

9. サステナビリティ

<商業施設のトレンド>

商業施設は、環境負荷の高い大量消費の場から、持続可能な暮らしを提案する場へと役割を変えつつある。建物・設備面では、LED照明、高効率空調、BEMS(ビル・エネルギー・マネジメント・システム)、太陽光発電などの導入が進んでいる。新築や大規模改修ではZEB(ネット・ゼロ・エネルギー・ビル)、CASBEE(建築環境総合性能評価システム)、LEED(環境配慮型建築の評価制度)といった環境認証の取得も重視されている。こうした環境性能の高さは、テナント誘致や投資家評価にも影響する重要な要素となっている。また、

リユース、アップサイクル、シェアリング、リペア、量り売り、フードロス削減など、循環型を意識した業態や仕組みも広がっている。さらに、地産地消マルシェや地域イベント、防災訓練、環境教育などを通じて、商業施設が地域の公共空間として機能する場面も増えている。

<商業施設のあり方>

今後の商業施設には、環境配慮型の施設にとどまらず、持続可能な暮らしを地域とともにつくる場としての進化が求められる。省エネや再エネ、防災機能の実績を見える化し、利用者やテナントが価値を実感できる形で示すことが重要である。また、循環型業態や学習・体験型企画を組み込んだ

だテナントミックスを通じて、世代や属性を問わずサステナブルな選択を自然に実践できる環境を整える必要がある。さらに、自治体、エネルギー事業者、金融機関、テナントと連携し、省エネ投

資や共同物流・共同リサイクルを進めることで、環境負荷低減と事業継続性を両立する視点も欠かせない。暮らしやすさや合理性と結びついた提案が、今後の競争力を左右する。

10. ウェルビーイング

<商業施設のトレンド>

ウェルビーイング志向の高まりにより、商業施設は「購買の効率性」や「消費の最大化」を目的とする場から、心身を整え、安心して過ごせる生活拠点へと役割を広げている。近年は、環境水準や滞在の快適性への評価が高まり、居心地の良さ、疲れにくさ、安心感といった要素が再訪理由として重視される傾向が強まっている。また、テナント構成も物販中心から、医療、フィットネス、リラクゼーション、学びなど、心身のメンテナンスや自己研鑽を支える非物販機能へと広がりつつある。こうした機能は売上げだけでなく、来館頻度や滞在時間の増加にもつながり、施設全体の価値を底上げする役割を担っている。加えて、従業員の健康や就労環境への配慮も安定したサービス品

質を支える重要なテーマとなっている。

<商業施設のあり方>

今後の商業施設には、単に健康関連機能を併設するだけでなく、生活者のQOLを底上げする拠点としての再設計が求められる。医療モールや調剤薬局、フィットネスなどを日常動線上で利用しやすく配置し、歩きやすい館内動線や休憩空間の整備を通じて自然に健康行動を促すことが重要である。また、栄養相談、バイタル測定、食育や未病対策、メンタルヘルス支援などを継続的に提供し、健康維持を習慣化できる場へ進化することも求められる。さらに、DXによる業務負荷軽減や休憩環境の改善、ハラスメント防止体制の整備を通じて、従業員にとっても働きやすい施設運営を実現することが顧客体験と持続可能性の両立につながる。

なかやま よしお

1985年一般財団法人日本不動産研究所に入所、数多くの不動産鑑定・コンサルティングに従事。2001年より11年間、ドイツ証券にてドイツ銀行グループの日本における不動産審査の責任者を務める。12年より現職。不動産全般に係る調査・研究およびザイマックスグループのPR等を担当。不動産鑑定士、CRE®、FRICS、MAI、CCIM。不動産証券化マスター養成講座「103 不動産投資の基礎」および「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。からくさ不動産みらい塾塾頭。

やまだ けんいち

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

第36回 債券投資の勧め



徳島 勝幸

株式会社ニッセイ基礎研究所
専務取締役金融研究部研究理事年金研究部長
兼年金総合リサーチセンター長
兼サステナビリティ投資推進室長

1. はじめに

大学でコーポレートファイナンスの講義をする際に、企業にとってコストの観点からの一般的な資金調達順番は、①内部留保等による自己資金、②金融機関からの借入れ、③社債発行による資本市場からの調達、④株式発行による自己資本の充実、になると説明する。しかし、実際には③と④の中間に位置するハイブリッドな証券形態が複数存在するし、本来的には金融機関からの借入れと社債の発行は、同じ有期の債務として同等ではあるものの、日本の実務的な慣行としては銀行から借り入れる方が、利便性が高く、かつ、コストが低いと認識されている。さらには、保有資産等を活用したアセットファイナンスでの資金調達も並行的に機能するはずが、必ずしも有効に利用されているかは疑問の余地が残る。

日本においては、メディアによる極端な報道と金融リテラシーの貧弱さを主因として、様々なア

レルギーの存在が確認されている。アセットファイナンスに関連するものとしては、証券化商品に対するアレルギーが未だに根強い。世界金融危機の原因の一つとなったサブプライムショックに証券化が関連していたことは事実であるが、証券化そのものが悪ではなく、CDOスクエア等の不適切な商品組成と金融工学に基づいた機械的な格付けが投資判断を誤らせたものであり、適切に管理・運営・投資されていれば、証券化商品などのアセットファイナンスが過度に忌避されることにはならなかっただろう。しかし、端的に悪と決め付けるメディア報道と、四半期ごとに証券化商品の保有状況を報告させた当局の監督姿勢が、その後も適切な証券化商品の利用を妨げてきた可能性は高い。世界金融危機から20年近く経って、ようやく個人もリバースモーゲージやセールリースバックなどの金融商品を活用する例が見られるようになってきたが、なかなか大きな動きにはなっていない。

こういったアレルギーのもう一つの例として、デリバティブに対するものがある。日本においてデリバティブによって破綻したとか大きな損失を被ったという例はあまり見られないが、米国においては1994年にカリフォルニア州のオレンジ郡の破綻が大々的に取り上げられており、黎明期の日本のデリバティブ業界に対してアレルギー反応を植え付けている。そもそもデリバティブの一種である先物取引の失敗によって、地方の小金持ちが破産するといった話(この場合は生糸などの商品先物)は戦前設定の小説やドラマにも見られており、デリバティブに対する否定的なイメージは根強い。実際に21世紀になっても、政府審議会の部会で「デリバティブはリスクが高いから、抑制的な利用が望ましい」といった発言をする委員がおり、耳を疑ったことがある。デリバティブのリスクが高いのではなく、デリバティブによって価格変動性の大小を変化させることができるだけである。包丁や鋏で怪我をしてはいけなからと、頭から使用を制限する必要はない。適切な利用が行われれば、極めて有用なツールである。そもそも、有価証券の保有はポジションとしては、既に「ロング」のポジションであり、その状態にデリバティブで「ショート」を組み合わせればリスク抑制になるし、更にデリバティブで「ロング」のポジションを加えればリスクが大きくなるということである。リスクが大きいと得られるリターンは大きいかもしれないが、外れた場合に損失も大きくなる。リスクとリターンの関係すら、きちんと理解していないリテラシーの低さには、時として辟易とすることがある。

2. 金利上昇した後は債券投資

これまでも本稿では金利や物価が上昇する局面

では、債券投資が不利な状況になることを説明してきた。手短に要約すると、金利が上昇すると債券価格が下落するために、利回りがマイナスになる可能性があるだけでなく、物価が上昇する状況では償還時点で元本が100%で返ってきても、実質的な購買力を維持できないためである。変動利付債や物価連動債などの一般的ではない特性を有する債券では、これらの不利を克服できるが、債券投資の主流にはなり得ない。満期償還が存在せず実績配当を受け取ることのできる株式と違って、基本的な債券から得られるキャッシュフローは約定した利払い(一般には年2回)と償還時の元本返済である。したがって、保有する有価証券を時価評価する必要のない投資家にとっては、満期償還まで持てば元本の評価減は回復することが予定されている。つまり、購入後に金利が上昇して評価減となっても、満期まで待てば最終的に損失は生じない。機関投資家においても満期保有目的債券として区分すれば、時価評価を免れることが可能であり、個人であれば、相続等で時価評価が必要にならない限り、時価減による損失の認識は不要であろう。

債券は満期まで保有を継続すれば、元本が返ってくる(アンダーパーやオーバーパーで購入した場合も基本は償却原価法によって調整が可能)のであり、本来であれば時価評価を大きく気にする必要はないが、会計基準によって時価評価の求められる投資家にとっては重要な問題である。年金等の機関投資家は保有する有価証券の時価評価が求められており、時価評価による影響を緩やかにできることから、引き続き、非上場のプライベート資産に注目が集まっている。

時価減を避けるため、機関投資家の多くは金利が十分に上昇するのを待ってから、債券の購入に動くのが想定される投資行動である。どのあたり

の金利水準かは、目標とする運用利回り次第であるが、年金の場合には、制度や予定利率の見直しが必要であれば、現状で2.5%前後が一般的なターゲットになっているものと考えられる。足元の10年国債利回りは、ほぼ近い水準に達している。

金利が上昇すると保有債券の利回りがマイナスになるということは、裏返せば、金利が十分に上昇してしまえば、そこからは評価損の発生ではなく、利息収入プラス評価益(金利低下に加えて年限の短期化によるローリング効果)を期待することが可能になる。株式などのような大きな価格上昇を期待することはできないが、一定の年限経過後に元本が全額返ってくるのが債券投資の強みである。キャッシュポジションの抑制を投資方針とする年金運用においては、償還によって得られた資金の再投資が必要になるものの、先行きの相場状況に応じて対応することが可能である。短期債に再投資することで金利変動への追随性を高めることが可能であるし、金利のピーク局面では十分に長期化することで高い利回りを長い期間享受することが可能になる。日本の年金は主として市場インデックスに合わせることを中心とした債券の運用方針を採用しており、金利感を組み込んだアクティブ運用には必ずしも馴染んでいない。

3. 社債市場の活性化に向けて

国債利回りを基準に債券投資を考えると、社債等の一般債への投資は超過収益獲得の一つの有力な方法である。イールドカーブの歪みや金利の方向性に対するベットなど、他にも超過収益を狙う様々な手法は存在しているが、「国債+ α 」の利回りが償還まで確定している一般債への投資は、発行体が破綻して元利金の弁済が約定通り行われないう限り、超過収益の獲得が約束されている。また、

複数銘柄に対する分散投資を行うことで、信用リスクの影響を抑制することも可能である。しかし、残念ながら、日本の社債市場は発行体も少なく市場規模が小さい。例えば、TOPIX対象企業(2025年12月時点)のうち社債発行残高のある企業は、27%となる454社に留まっている。TOPIXに採用されていない企業も社債を発行しているが、株式と比較すると社債の活用状況はあまりにも低い。こういった状況の背景には、銀行等による融資が貸し手からも借り手からも優先されていることに加えて、日本の一般的な社債は融資に対して劣位する状況にあり、貸し手が担保を徴求しても社債は無担保のまま放置され、回収可能性に大きな差が生じるためもある。

こうした社債市場の低迷に対して、経済産業省は2025年10月末から「企業金融の高度化に向けた社債市場の在り方に関する研究会」を開催した。設置の趣旨を要約すると、“企業の成長投資を支えるために、リスクマネーの供給主体や供給量の拡大の必要性が増しており、企業の成長戦略の実現に向けて、経営陣がリスクを伴った積極的な成長投資を実践する経営に踏み出せるよう、リスクマネーの供給主体を拡充し、企業の資金調達手段を整備していくこと”と、同時に、“資産運用立国実現プランの柱の一つとして「成長資金の供給と運用対象の多様化」に向けた取組みも求められているなか、投資対象としての社債の重要性も高まっている”とし、“企業の成長戦略の実現及び資産運用立国の推進の観点から、社債市場の活性化が重要な政策課題”と認定している。

その後、同研究会は、3月30日に第5回の研究会を開催して予定した会合を終了した。第5回研究会では中間報告書案を取りまとめており、4月中にも正式に中間報告書を公表する予定である。報告書では、現状分析から抽出された課題に対応

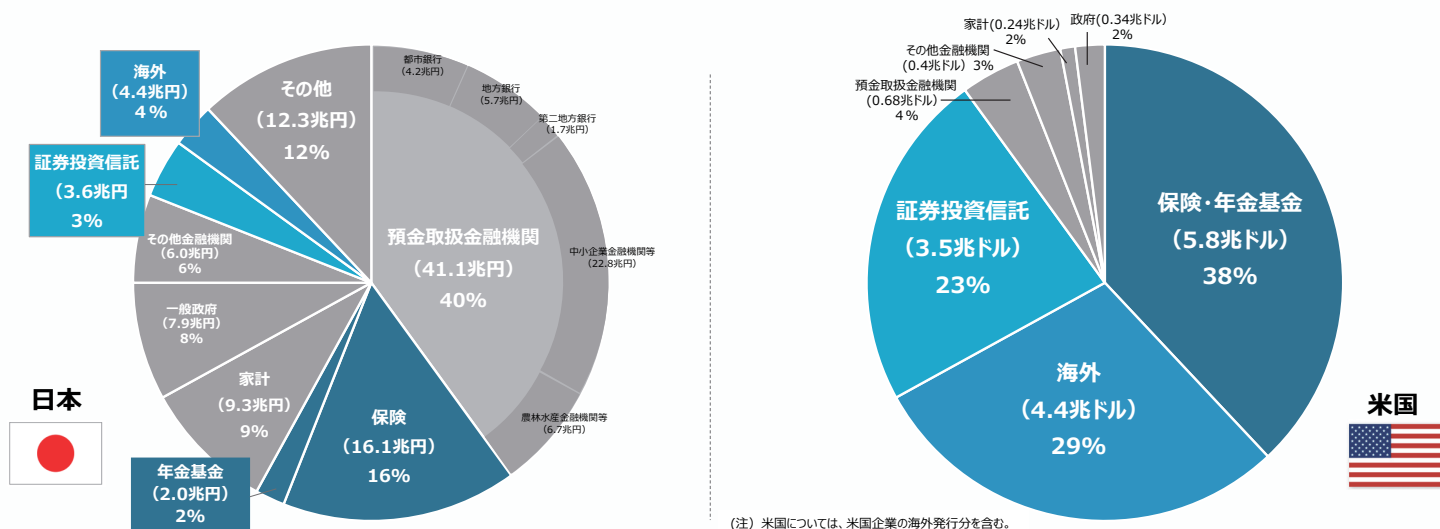
して、複数の具体的な施策の方向性が示されている。発行体の裾野拡大に向けたものとして、「社債発行のガイドブック」と「社債活用の好事例集」の作成と公表が挙げられている。また、投資家の拡大と債券運用の高度化に向けた方向性としては、アセットオーナー・プリンシプルに沿った必要な体制整備等の検討、格付符号のみでなく実質的な投資判断を可能にする投資ガイドラインの見直し、価格情報インフラの整備、社債管理者設置義務の例外要件に関する合理的な見直し、適切なコベナント付与の促進、社債権者の迅速な意思結集環境の整備、といったものが挙げられている。また、マーケティング期間及び内容の見直しに関しては、発行手続きの効率化に向けて、日本証券業協会による検討が提言されている。

社債市場の活性化については、これまでも日本証券業協会による継続的な取り組みが行われてきた

ものの、証券会社の既得権と投資家の保護が両睨みの状態で絡んでおり、銀行による融資が圧倒的な地位を占める先進国の中でも特異な金融構造の中では、なかなか進展が見られていない。一方で、金利の大幅な上昇や家計による投資機運の高まりなどを背景に資産運用立国実現の観点から、改めて社債市場の活性化に向けた提言が行われたことは、証券業界のみならず、投資家や発行体、更には金融機関に向けての変革を期待するものとなっている。必ずしも即時の変化が生じるとは考え難いが、今後、関係官庁などによって、更なる取組みが進むことを期待したい。

なお、公表された報告書が中間報告書と題されているのは、これで社債市場の活性化に向けた取組みが完了するものではなく、まだまだ将来へ向かっての課題が山積しており、課題解決に向けた不断努力が必要であるという趣旨からである。

図表：社債の保有状況の日米比較（2024 年末時点）



(出所) 日本：日本銀行「資金循環統計」「民間金融機関の資産・負債」 米国：Financial Accounts of the United States の各データに基づき作成

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21回

カムバック、証券



土岐 好隆

株式会社レプサム 代表取締役会長
(ARES マスター M0600064)

独立して半年以上が過ぎ、初めての3月末(当社は8月決算なので期末ではないが)を越えた。これまでの3月は、目標達成に向けて案件進捗に日々一喜一憂し、案件執行のため、病人のように覇気も元気もない風体で、重苦しい雰囲気にもまれていた。だが今や、失うものもない中小企業。「明るく元気で」をモットーに、雑談と笑いを絶やさずに頑張っている。满身創痕で3ヶ月前にジョインした社長も、今や元気溘刺、今日は娘さんの入学式でお休み。AM会社のサポートが当社の社是だが、その前に家族にサポートいただける良好な関係の構築を今年度の目標に掲げ、そろそろ執筆に臨むこととする。

前回の続きで、関西の案件をもう一つご披露したい。それは、日本初の大型ショッピングモールの開発型証券化である。奈良県橿原市の広大な借地上に、大手商社系の商業開発会社(以下D社)が総額300億円程度の大型モールをSPC仕立てて開発するものであった。D社の親会社が米国会計基準を採用するだけあって監査法人のスタンスは厳しく、保有資産の流動化ではないにもかかわらず、エクイティの追加出資を一切求めないこと、さらに同順位の劣後投資家が存在

することが、SPC非連結の絶対条件であった。

現在であれば、一定の開発リスクをコーポレートでカバーせず、過小なエクイティの負担のみでノンリコースローンを調達することはできないが、当時はさほど問題とはならず仕組みを作ることができた。というのも、当時このような大型開発案件は稀有であり、案件を獲得するために、建設会社の条件が開発サイドに非常に寄り添ったものであったのだ。今では信じ難いだろうが、建設代金はSPCの他の支払いに劣後し、商事留置権は当然のように放棄され、さらに建設代金の支払いは完工後3ヶ月から半年後という、驚くべき条件であった。その結果、通常の既存案件よりもリスクへのバッファーが厚い仕組みを構築でき、資金の90%を低利のデットで調達することができた。

この地域の方には申し訳ないが、当時このような辺鄙な土地に大型ショッピングモールを建てても本当にお客様が来るのか、というのが率直な印象であった。しかし、当時のD社担当者の熱弁は今でも忘れられない。「これまでの買い物は、限られた時間で効率的に済ませる“作業”であった。だからこそ、スーパーマーケットは

効率性を重視した店舗レイアウトや展示、品揃えを追求してきた。しかし、バブル世代が消費の中心にシフトする中、これからは家族揃って買い物自体を楽しむスタイルへと変わる。旅行気分で長時間滞在し、時には必要ない物まで購入する。商圈は一気に拡大し、顧客のニーズを捉えた店舗づくり、テナントミックス、品揃えを整えれば、失敗することはない」というものであった。実際、わが家もその典型となり、ほとんど使用しない物品や衣服が溢れることになるのだが。

本案件も信託銀行との共同案件であり、物件周りは信託が担当していた。全体として順調に進んでいると聞いていたが、最終局面で、底地権者となる奈良の木材組合への説明会に参加するよう要請された。

大阪市内で客周りに連れまわされて電車に間に合わず、梅田のデパ地下でワンコイン弁当を購入し、そのままタクシーに乗り込んだ。世の中あくせく働く人があまりいない中、弁当を食べながら仕事をする“勇姿”に、「お兄ちゃんみたいなお客さん初めてや。応援してるから頑張ってください」とエールを送られた。デフレの象徴であった「55割」(5,000円を超えた分は5割引)が適用された運賃を支払い、満面の笑みでタクシーを降りた。

今も鮮明に記憶に残るが、真冬で粉雪が静かに舞う中、小学校にあるような大型ストーブの炎が揺れる公民館の会議室に、パイプ椅子と机が並べられ、その中心に座らされた。会議は順調に進んでいたが、信託から借地をD社、さらにD社からSPCに転貸するにあたり承諾が必要だというリクエストを出した瞬間、ストーブ上のヤカンの蓋が飛ぶが如く、木材組合の組合長が「そんなことは聞いていない」と鬼の形相で怒

りだした。私は初対面であったが、金融サイドのお歴々は全員涙目でこちらを見つめるので、私が説明せざるを得ない状況に追い込まれた。

法律上必要な手続きであること、法務・税務のリスクはないこと、実務上の負荷もほとんどないことなど、誠心誠意説明したつもりであったが、「今回はD社に土地をお貸しするだけで、その先は組合は一切関係ないと聞いていた。今さら言われても組合員に説明できない」と平行線をたどった。組合長の主張には理があると感じ、ひたすら謝罪を重ねたが、お怒りは収まらず、わざわざ奈良まで叱られにきただけのような状況となった。

その後会議は解散となり、私は組合長の車で近くの駅まで送っていただいた。その道中、「あなたは説明をさせられただけで、悪くないよ。実質的な損失もないので承諾はするつもりです。大人げなく声を荒げて申し訳なかったね」と労っていただき、何とか誠意だけでミッションはクリアした。

2002年秋、想定外の組織改編があった。証券化は証券会社ではなく銀行でやるべき業務だという強いポリシーを持って転職したのであったが、銀行の組織がそのまま証券会社へ移管されることが決まったのだ。銀行に残して欲しいと懇願したが、雇用形態上それは叶わず、失意の「証券カムバック」となった。

もっとも、幸いにも当時、銀行・信託・証券で共同して不動産の証券化を推進する体制が構築された。おかげで銀行での業務と変わらない体制(証券化の資金周りの案件執行は証券が対応)で実行でき、また情報量も以前と変わらなかった。さらに信託(銀行共同での案件発掘と案件執行の物件周りを担当)とタッグを組んで共同することになり、特に物件周りについては

大きく知見を伸ばすことができた。

また、当時関西担当ではあったが、2、3年前に相談を受けた銀行担当者がさらに偉くなり(支店長、部長等の案件を差配できるポジション)、直接相談を受けることが一気に増えた。さらに以前から共同することが多かった信託からの直接相談も増えて、対応する案件は倍増した。

銀行時代は帰宅時のタクシー利用は禁止で、労働時間の制約も多かったが、証券は合理的で、とにかく業務に最大の時間を費やすためのコス

トは厭わずというスタンスであった。その結果、倍増した案件をこなすために労働時間も一気に跳ね上がった。一方で、銀行時代に必要であった他部署との調整や上位者への説明はほぼなくなり、純粹に仕事だけに時間を割けるようになった。

そして、多忙な証券化人生の中でも、突出して苛烈な「不夜城」の時代へと突入していくことになる。

どき よしたか

1990年4月大和証券株式会社入社、同年証券化専門部署として新設された証券開発部に配属。1998年4月住友海上火災保険株式会社入社、1999年9月株式会社東京三菱銀行入行、2002年10月三菱証券株式会社(現三菱UFJモルガン・スタンレー証券)入社、2025年7月合同会社レブサム設立、代表社員。現在、株式会社レブサム 代表取締役会長。

これまで立場変われども、本邦証券化黎明期から、共にその道一筋に歩く最古参、証券化取扱い実績は1500件を越え本邦トップ。セミナー講師や協会の委員なども多数つとめる。東京大学経済学部卒。

[書 評]

FUND REVIEW Opinion Collection

—不動産金融市場の20年

評者

田邊 信之

一般社団法人不動産証券化協会フェロー
 公立大学法人宮城大学 名誉教授

本書は、「不動産経済ファンレビュー」の創刊20周年を機に発刊された書籍であり、日本の不動産金融市場における過去20年間の変遷と成長を、豊富な市場の知見とともに振り返ることができるものとなっている。その主な内容は、20年の市場の節目や転換点を捉えて掲載されてきた巻頭の「オピニオン」、経営または運用トップらによる「市場の未来に向けた鼎談」、不動産金融の役割を考察した「特別寄稿」、創刊10周年での「パネルディスカッション」、から構成されている。

本書の特長の一つは、業界の草創期から市場で活躍してきた有識者や実務者などが、変貌する市場の中で、その時々執筆した300本もの「オピニオン」や創刊10周年時点の「新たな課題と成長戦略に関するパネルディスカッション」が掲載されていることにある。オピニオンは5つの時期（ファンド隆盛期、リーマンショック・東日本大震災期、アベノミクス期、コロナ禍期、インフレ到来期）に分類して掲載されており、執筆時点から現在に至る視座の変化も興味深いものとなっている。市況変化の際に、市場関係者がどのような課題認識を持っていたかを読み取ることができそうだ。そうした意味で、本書はオーラル・ヒストリーとしての史料価値も高く、不動産金融専門の旬刊誌として、オピニオ



編集・発行：株式会社不動産経済研究所
 発行年月：2026年1月
 販売価格：22,000円（税込み）

ンを掲載し続けてきた「不動産経済ファンレビュー」ならではの特性が活かされているといえよう。

また、本書発刊に際して開催された経営者らの「市場の未来に向けた鼎談」や本書のために執筆された「特別寄稿」では、過去・現在・未来について横断的に語られており、未来に関する貴重なインプリケーションも含まれている。

全体を通読すると、市場は変貌していくものの、多くの方々の熱意と弛まぬご尽力によって不動産金融市場が成長してきたことを改めて感じる。多様な人材の相互交流や活躍を通じて、これからも市場はさらに進化、成長を遂げていくことが期待される。不動産金融市場の関係者にとって、過去を知り未来を展望するための価値ある一冊である。

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.98
2026 年 4 月 20 日発行
ISSN 2759-6389

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
<https://www.ares.or.jp>