ARES
Vol.105
November 2026

不動産証券化ジャーナル

共に市場を創る

新連載
Japanese Urbanism　―世界と比べてわかる日本の都市づくりの軌跡と未来
第1回
デベロッパーがつくったまち・東京 …… 1
東京大学 大学院新領域創成科学研究科
社会文化環境学専攻 特任助教
岡田 潤

Practical Study & Research
第81回
米国不動産カウンセラー協会発表
「2027 不動産に影響を与える今年の10大テーマ」
～世界的な不動産専門家集団による年次報告（日本語での紹介）～…… 5
株式会社ザイマックス総研
代表取締役社長
不動産証券化協会フェロー
中山 善夫

CRREMの日本のパスウェイはどう作られているか
計算の考え方と、日本市場のデータが果たす役割…… 15
株式会社GOYOH 代表取締役
CRREMアジア太平洋地域諮問委員会メンバー
伊藤 幸彦

インフラ・PPP投資の実践
第39回
用途転換が進む港湾
～臨海部の事業機会と港湾制度の課題～…… 25
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
主任研究員
内田 力

一般社団法人
不動産証券化協会
THE ASSOCIATION FOR REAL ESTATE SECURITIZATION

不動産証券化30年を振り返り
第28回　遵法性には要注意！ …… 32
株式会社レブサム
代表取締役会長
土岐 好隆

不動産ファンドに関する国際財務報告基準
第104回
IAS第28号「関連会社及び共同支配企業に対する投資」の修正
（公正価値オプションの要件の明確化）…… 35
PwC Japan有限責任監査法人 パートナー 公認会計士
太田 英男
PwC Japan有限責任監査法人 パートナー 公認会計士
藪谷　峰
PwC Japan有限責任監査法人 シニアマネージャー 公認会計士
宮﨑 翔士

新連載

Japanese Urbanism　― 世界と比べてわかる日本の都市づくりの軌跡と未来

日本の都市は、デベロッパーや鉄道事業者など民間主体が深く関わりながら発展してきた点で、世界的に見ても独自の特徴を持つ。本連載では、国内外の都市を比較しながら、日本の都市計画・まちづくりの先進性と課題を読み解いていく。さらに、人口減少や脱炭素、ライフスタイルの変化、データとAIの活用などを背景に、これからの日本の都市計画と不動産開発の将来像を展望する。

第１回
デベロッパーがつくったまち・東京



岡田 潤
東京大学 大学院新領域創成科学研究科
社会文化環境学専攻 特任助教

東京におけるデベロッパー主導型エリアマネジメント

都市に暮らし、まちを歩く面白さの一つは、エリアごとに異なる顔を見せる「多様性」にある。とりわけ東京は、古くから「大江戸八百八町」と称されたように、個性的なエリアの集合体として発展してきた。そのような個性の形成には、もちろん、各エリアの歴史や文化、地形、空間構造なども影響しているが、東京の都市形成史は、民間デベロッパーの存在を抜きにしては語れない。丸の内、日本橋、六本木などといったエリアでは、大地主とも言えるデベロッパーによる「エリアマネジメント」が行われてきた。すなわちデベロッパー各社は、ビルを建ててテナントに貸し出すだけでなく、道路や広場といった公共空間の活用などによって、エリアのブランディングを図り、まちの価値を中長期的に向上させる取組みを行ってきた。

こうした取組みが全国的に活発化したのは、2000年代以降である。2002年には都市再生特別措置法において都市再生特別地区が創設され、民間による大規模都市開発を後押しした。さらに2007年には、まちづくり団体に公的な位置づけを与える都市再生推進法人制度の前身が創設され、2011年には道路占用許可の特例や都市利便増進協定が加わるなど、民間組織が公共空間の整備・管理・活用に関わる制度環境も整えられていった。

特に大規模開発の需要が大きい東京では、都市開発における容積率の規制緩和をインセンティブとして、開発事業者が広場などの公共空間を整備する（＝エリアのデザイン）。そして竣工後には、その公共空間を活用することで、ワーカーや来街者の

満足度を高める、あるいはエリア内のコミュニティ形成などを図る（＝エリアのマネジメント）。このような、エリアのデザインとマネジメントの両輪で、各エリアの個性の形成が進められてきた。

アメリカのBIDと東京のエリアマネジメントの違い

「エリアマネジメント」は和製英語であり、日本以外では、その概念も仕組みも一般的ではない。むしろ、アメリカをはじめとする海外諸国では、BID（Business Improvement District）という制度が普及している。その原型は1970年にカナダ・トロントで生まれ、その後、1980年代から90年代にかけて米国の中心市街地へ広がった。

初期のBIDの役割を端的に表す言葉が「Clean and Safe」である。郊外化による商業の流出や自治体の財政難などを背景に中心市街地の荒廃を経験したアメリカの諸都市では、中心市街地の各地区で、清掃や治安改善に取り組む必要があった。そこで、地区内の不動産所有者等から固定資産税とは別の特別負担金を徴収し、それを原資として非営利のBID組織が、行政サービスに上乗せするかたちで清掃や警備、環境改善などを行う仕組みが発展した。現在ではニューヨーク市だけでも78のBIDが存在し、公共空間の運営、イベント、地区のマーケティング、ビジネス支援などへ活動範囲を広げている。

例えば、ニューヨーク市のブライアントパークでは、公園に面する不動産を含む範囲でBIDが指定され、非営利組織であるBryant Park Corporationが、公園の清掃や警備、植栽の管理、イベント運営などを担っている。公園の管理運営に投資を行い、公園が人々に使われ、愛される状態を維持していくことで、周辺不動産の価値は高まっていく。すなわち、周辺地権者にとってBIDへの負担は、目の前の公共空間へ共同で投資し、地区の魅力を高めることで自らの不動産価値へ還元する仕組みでもある。

日本でも2018年に、BIDを参考とした「地域再生エリアマネジメント負担金制度」が創設された。しかし活用は限定的であり、その原因は、自治体の事務負担、受益や負担額・区域設定の難しさ、関係者調整、制度の認知不足などと言われている[注1]。

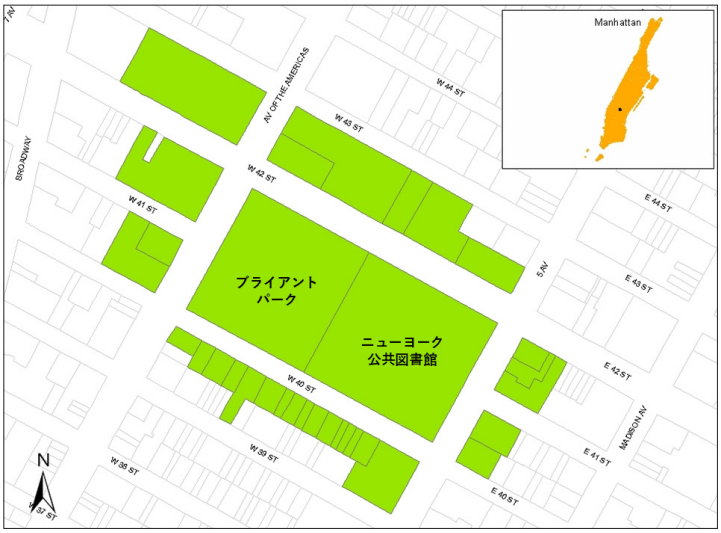
日米の違いは、BIDのような制度だけではない。そもそも不動産を「誰が開発し、その後誰が持つのか」というビジネスの構造やデベロッパーのビジネスモデルが異なる。

表1：アメリカのBIDと東京のデベロッパー主導型エリアマネジメントの比較

	アメリカにおけるBIDの典型例	東京のデベロッパー主導型エリアマネジメント
まちづくりの主体	地区の不動産所有者等による非営利組織	デベロッパーを核とする組織
財源の仕組み	地区内不動産等への特別負担金 （行政による強制力のある徴収）	デベロッパー負担、会費、協賛、 公共空間活用収入等
エリア投資の考え方	地権者が共同負担し地区環境を改善して 各資産へ価値を還元	地区全体の魅力を高めて複数の保有資産へ 長期的に価値を還元
主な課題	負担の公平性	特定企業への財源・意思決定の依存

注1
御手洗潤・藍田稜・安藤理智「地域再生エリアマネジメント負担金制度の活用課題に関する研究」（『都市計画論文集』59巻2号、2024年）

図１：ブライアントパークの BID の範囲図



下記ウェブサイトの画像に筆者書き込み
https://www.nyc.gov/assets/sbs/images/content/neighborhoods/maps/8.jpg

図２：ブライアントパーク（筆者撮影）



アメリカの不動産市場では、開発する会社、完成した物件を購入する機関投資家やファンド、物件を管理・運営する会社など、役割の分業が進んでいる。デベロッパーがビルを完成させても、その後に物件を売却すれば、そのまちに地権者として残り続けるとは限らない。そのような都市で地区全体の清掃や公共空間へ継続的に投資するには、多数の不動産所有者から資金を集めるBIDのような仕組みが合理的なのであろう。

これに対し東京では、一つのデベロッパーが同じ地区に複数のビルを開発・保有し、数十年にわたって更新していく例が目立つ。公共空間を活用し、オフィスワーカーの休憩場所やイベントの会場として運用するなどといったエリアマネジメントの活動は、短期的にはほとんど儲からない。しかし、エリア全体の魅力が高まれば、エリア内に保有する複数のオフィスビルや商業施設の賃料、稼働率、資産価値へ効果が波及する。つまり、米国のBIDが「多数の地権者が資金を出し合ってまちへ投資する仕組み」だとすれば、東京では「一つの大規模地権

者が自らの保有資産を超えてまちへ投資するビジネスモデル」が発達してきたと捉えられる。

東京のデベロッパー主導型エリアマネジメントの可能性

エリアマネジメントを長期的な「都市経営」として捉えるならば、既存の公共空間を管理・活用するだけでなく、社会や産業の変化に応じて、まちに必要な機能そのものを更新していく視点が重要となる。特に、地区内に複数の不動産を保有し、継続的に都市開発を行うデベロッパーは、建物という物理的な空間を更新しながら、エリア全体の機能構成を組み替えていくことができる。その方法は、大きく三つに整理できる。

第一は、既に保有する建物を再開発し、その時代に必要な機能を加える手法である。例えば三菱地所は、大手町・丸の内・有楽町エリアにおいて、丸ビルや新丸ビルを順次建て替えるなど、保有するアセットの更新を通じてエリア全体の機能を進化させてきた。

第二は、既存ストックをリノベーションし、用途や使われ方を変える手法である。三井不動産は日本橋において、中央通り沿いで大規模開発を進める一方、その背後では中小規模の建物や路地を活用し、飲食店や新たな活動を導入することで、地区の界隈性を維持してきた。

第三は、新たな用地取得や地権者との共同事業によって、開発する範囲そのものを周辺へ広げる手法である。森ビルが虎ノ門・六本木で複数の「ヒルズ」を段階的に開発してきたように、新たなプロジェクトを既存のまちと歩行者空間や地下ネットワークで接続することで、デベロッパーが関与するエリアそのものを拡張していくことができる。

こうした三つの手法は、まちの機能を時代に応じて多層化する手段でもある。かつて純粋なオフィス街だった地区には、商業、飲食、文化などの余暇機能が加えられ、ワーカーの満足度や企業にとっての立地魅力が高められてきた。近年はさらに、スタートアップ支援施設や交流拠点など、イノベーション創発のための機能が加えられている。そして今後は、アフォーダブル住宅や教育、子育て、ウェルネスなど、より生活に近い機能を重ねていくことも考えられる。

つまり東京のデベロッパーは、「建て替える」「使い替える」「周辺へ広げる」という手法を組み合わせながら、エリアの範囲と機能構成の双方を更新できる。とりわけ第三の手法によって、あらかじめ定められた区域の内部を改善するだけでなく、新たな開発を既存のまちにつなぎながら、実質的なエリアそのものを成長させていける点は、BIDとは異なる特徴として重要である。この空間的なフレキシビリティこそ、東京におけるデベロッパー主導型エリアマネジメントが持つ大きな可能性であろう。

かつて「大江戸八百八町」と称された東京は、これからも個性的なエリアの集合体であり続けるだろう。ただし、その一つひとつのエリアは固定されたものではない。建物の更新や新たな開発を通じて、働く機能に文化や余暇、イノベーション、さらには暮らしの機能が重なり、エリアの範囲や役割そのものも少しずつ変化していく。そのように多様な機能を備えたエリアが東京の各所に育っていけば、まちごとの個性を保ちながら、働く場所としてだけでなく、暮らす都市としてもより魅力的な東京へと進化していくのではないだろうか。

おかだ　じゅん

神奈川県藤沢市出身。2024 年東京大学大学院新領域創成科学研究科社会文化環境学専攻修了。博士（環境学）。2026 年 4 月より現職。専門は都市計画·アーバンデザイン。公共空間や人流データ解析、イノベーション·ディストリクト、アートとまちづくりなどをテーマとして、研究·教育·実務に携わる。共著に、「余韻都市―ニューローカルと公共交通」（鹿島出版会 2022 年）など。

第81回
米国不動産カウンセラー協会発表
「2027 不動産に影響を与える今年の 10 大テーマ」
～世界的な不動産専門家集団による年次報告（日本語での紹介）～



中山 善夫
株式会社ザイマックス総研
代表取締役社長
不動産証券化協会フェロー

2026年10月、米国不動産カウンセラー協会（Counselors of Real Estate®）は、年次報告「CRE®が考える“不動産に影響を与える今年の10大テーマ®”」2027年版を発表した。本レポートは、同協会の会員（CRE®）の中山善夫が代表を務める（株）ザイマックス総研にて原文（英語）を日本語に翻訳し、紹介するものである。原文は“The CRE® 2027 Top Ten Issues Affecting Real Estate®”（https://www.cre.org/）より閲覧可能である。なお、本誌では誌面の関係で1位～5位を中心にし、6位～10位は概要のみの紹介にとどめる。全文はザイマックス総研のHPのレポートにてご確認されたい。

CRE® 2027 不動産に影響を与える今年の 10 大テーマ
1. AIの力
2. 資本市場
3. 建設コストとサプライチェーン
4. 地政学：複雑化する世界でリスクをどう織り込むか
5. 移住の方程式
6. 住宅の入手可能性
7. 不良資産と借り換えリスク
8. 気候リスクの高いコスト
9. 人手不足
10. オフィスセクターの変革

米国不動産カウンセラー協会（Counselors of Real Estate®）

本協会は1953年に設立され、不動産、ファイナンス、法務あるいは会計分野における実務専門家及び政府の政策担当者、学者等からなる高度専門家集団として国際的に認知された団体であり、複合不動産や土地に起因する諸問題の解決のため、専門的・客観的な助言を行っている。また、不動産業界における論理的リーダーシップを担う中心的存在として認知されており、現にCRE®は、60を超える多様な不動産関連分野の専門家によって構成される団体として、不動産に影響を与える諸問題やトレンドの現状と将来について、客観的な分

析、検証、提言を行っている。CRE® は選りすぐりのメンバーシップであり、会員となるには既存会員からのinvitation が必須となる。当組織が発する「CRE®」(不動産カウンセラー)の称号は、不動産カウンセリングのあらゆる分野において、会員が卓越した能力を有することを保証するもので、CRE® 称号の保持者は、全世界で約900名しかいない。



1．AIの力

AIが直面する新たな障壁：データセンターの需要、電力制約、そして新たな業務プロセスへの対応

AIが、世界経済、産業、そして社会全般を形づくる強力な存在であることは疑いない。商業用不動産に関しては、今後1年を見据えた重要なテーマとして特に次の2点が挙げられる。

1) AIが実物不動産、特にデータセンターやデジタルインフラの新時代に与える影響。
2) より良く、より早く、より賢明な意思決定を可能にするための、分析や業務プロセスにおけるAIの活用。

AIツールはますます業務プロセスに組み込まれるようになっており、不動産の評価、引受審査、取得のあり方を根本的に変える可能性がある。商業用不動産の専門家がAIエージェントの活用方法を模索するなかで、特に重視すべき問いは2つある。1つ目は、その情報が信頼できる情報源に基づく良質な情報かどうか。2つ目は、そのAIエージェントから得られる情報や画像を使用する法的権利があるかどうかである。

データセンターに対する反発

データセンター開発をめぐる「ゴールドラッシュ」はすでに本格化しており、増大するコンピューティング能力への需要に応えようと、開発業者と資本が殺到している。マッキンゼー・アンド・カンパニーによると、世界のデータセンター関連支出は2030年までに7兆ドルという巨額に達する可能性がある。

その一方で、電力網への負荷や冷却用水の消費を理由に、さまざまな関係者から反発が強まっている。全米州議会議員連盟によると、米国では少なくとも14州の議員が、新たなデータセンター施設の建設禁止、あるいは一時的な建設停止措置を検討している。

経済発展の観点から見ると、データセンターは他の商業施設や住宅開発を阻害する要因となる可能性もある。人々は、絶え間なく低い機械音を発するデータセンターの近くに住みたいと思わないだろう。また、電力供給の状況によっては、データセンターの建設によって、他の用途の光熱費が高くなったり低くなったりする可

能性があり、有利にも不利にもなり得る。

重要なポイント：リスクを評価する

大きな論点の１つは、不動産投資市場がデータセンターを取り巻くリスクを適切に織り込んでいるかどうかである。大規模なデータセンターには、処理用ハードウェアを収容するための広大な施設が必要となり、多くの場合、数千台のサーバーラックと数百万個のチップが設置される。イノベーションが急速に進む環境において、1個のチップで現在より桁違いに多くのデータを処理できるようになったら、何が起こるのだろうか。

その結果として考えられるのが、地方都市やそれより小規模な地域に立地する施設が、建設時点では高い価値を持っていたとしても機能的に陳腐化し、用途転換が困難になることである。ピュー研究所によると、米国で計画されている1,556カ所のデータセンターのうち、およそ3分の2が地方に立地している。

データセンター開発をめぐる障壁が増えるなか、データセンタープロジェクトに携わる商業用不動産の専門家は、最適な立地を見極めることに注力する必要がある。現時点では、より多くのデータセンターが必要かもしれない。しかし、ある特定の不動産が本当にデータセンターに適しているのか、あるいは逆に、利用可能な不動産にとってデータセンターが最有効使用なのかを検討する必要がある。その他の関係者にとっては、既存および計画中のデータセンターが、自らの投資や地域社会に現在、そして将来どのような影響を与える可能性があるのかを考えることが今後の課題となる。

2. 資本市場

現実を直視しよう：なぜ利下げは見込めないのか

「希望は戦略ではない」という古い格言は、金利低下によって窮地を脱しようと期待する人々にとって、まさに身に染みる現実のものとなっている。低コストの資本こそが、苦境に陥っている資産を保有し続け、投資目標を達成し、あるいは取引活動を再び活性化させる唯一の解決策だと考える人もいる。

しかし、よほどの危機でも起こらない限り、近いうちに極めて低コストの借入れが可能だった時代へと市場が戻る可能性は低い。むしろ、FRB（連邦準備制度理事会）がインフレリスクにどのように対応していくのかをめぐる新たな不確実性が、今後の金利動向についてさらなる疑問を投げかけている。

「正常」な資本コストへの回帰

FRBには、物価安定、すなわちインフレを抑制することと、最大雇用を支えることという2つの使命がある。イラン戦争と原油価格の高騰を受けてインフレ率が上昇傾向にあることは、利上げを後押しする要因となる。ただし、当然ながら留意すべき点もある。特にエネルギー価格の変動が大きく、政策動向も刻々と変化する状況では、インフレが今後どの方向に進むのかを予測することは難しい。

世界金融危機後、量的緩和（QE）によって金利は人為的に引き下げられ、パンデミック時に

はほぼゼロまで低下した。現在の市場は、より正常な金利環境にあると言える。借入コストは以前より高くなったものの、デット資金は広く調達可能である。一方、エクイティ資金は依然として慎重な動きを見せている。

利回りへの圧力

かつての低金利は投資家にとって追い風だったが、現在の高金利環境は逆風となっている。こうした状況は、不動産が投資ポートフォリオのなかでどのようなメリットをもたらせるのか、という問いを投げかけている。金利低下や資本市場の力による資産価値の上昇が期待できないのであれば、資産価値の成長の唯一の源泉は収益となり、実現可能なリターンは限定される。

利回りへの下方圧力は、投資家に戦略の見直しを迫り、ひいては市場全体における資本の流れを変化させる可能性もある。一部の投資家は、低利回りのコア不動産から離れ、より高いリターンと収益成長が期待できるバリューアッド型やオポチュニスティック型の不動産へ資本を移す可能性がある。

重要なポイント：運用に注力する

金利の動向ばかりに目を向けるのはやめるべきである。米国10年国債利回りに影響を与えるのがFRBの政策であれ、債券市場の動きであれ、金利は誰か一人の力でコントロールできるものではない。

注力すべきなのは、自らがコントロールできること、つまり物件レベルでの取組みである。物件運営を改善し、適切なリーシングチームを採用し、テナント構成において健全な業種バランスを構築することができる。要するに、今こそ基本に立ち返るべき時である。

3. 建設コストとサプライチェーン

高騰する建設コストが、商業用不動産市場のあり方を変えつつある

建設コストは、開発の実現可能性や資産評価から、再調達コスト、保険、市場における引受け判断の前提に至るまで、ほぼあらゆる不動産の意思決定の土台となっている。建設コストは、通商政策、人手不足、エネルギー価格の変動、サプライチェーンの混乱、金利上昇といった要因が重なり合うことで、ますます強い上昇圧力にさらされている。

地政学的リスクはもはや遠い問題ではない。関税の影響が主に想定または予測上のリスクだった1年前と違い、今日見られる混乱は現実のものとなっている。資材、設備、輸送、燃料、労働力といったすべての投入要素が複合的に作用し、建設コスト全体を押し上げている。

最大の課題は、最終的な建設コストがいくらになるのか見通せないことである。こうした不確実性に加え、継続的なコスト上昇圧力により、今日の市場環境において、プロジェクトの予算編成、引受け判断、予測は著しく困難になっている。

エネルギーに注目が集まる

エネルギーはコストを左右する大きな要素である。石油やガス由来の原料は、PVCパイプ、

断熱材、屋根材、天井材、接着剤、アスファルトなど、さまざまな建設資材に使われている。そのため、エネルギーや石油化学製品の生産に影響を及ぼす何らかの混乱が生じれば、グローバルなサプライチェーン全体にインフレ圧力をもたらす可能性がある。

現代の建設業は、このグローバルなサプライチェーンに大きく依存している。例えば北米は、天然ガスや石油の埋蔵量を背景に、石油化学原料を域内でおおむね確保することができる。一方で、それらの原料を完成した建設資材に加工する能力が不足しているため、海外の製造能力に大きく依存している。

生産やサプライチェーンのリードタイム（*プロセスの着手から完了までの所要期間）が長期化すると、価格変動のリスクも高まる。さらに、投入コストの上昇が生産に波及するにつれ、まだ完全には顕在化していないものの、いずれは川下にもインフレの影響が及ぶだろう。コスト上昇やサプライチェーンの遅延に加え、地政学や国際紛争をめぐる不確実性も引き続き重くのしかかっている。重要なのは、特定の出来事そのものよりも、そうした出来事がエネルギー市場を通じてどのように波及していくかである。

重要なポイント：既存建物から価値を引き出す

建設コストの高騰は、新規プロジェクトの採算性に明らかに影響を与える。しかし、その影響は新規開発にとどまらず、再調達価額、運営費、維持管理・修繕、用途転換など、不動産のあらゆる分野に広範囲に及ぶ。コストが上昇する状況下で、オーナーはどの程度の現金準備金を確保する必要があるのか。さらに、テナントの賃料負担がより大きな問題となる前に、賃料をどこまで引き上げられるのか。

コストが高い状況では、全面的な再開発を行うのではなく、既存資産を近代化するという流れが、これまで以上に重視される可能性がある。これは、綿密なエンジニアリング、創造的なデザイン、規律ある資本配分とコスト管理を通じて、既存建物から価値を引き出す方法を理解している事業者にとってチャンスとなる。

最終的に重要なのは、単にプロジェクトへの支出を減らすことではない。新たに建設する場合と比べてわずかなコストで、既存資産が新築物件と競争できるようにする、最適なエンジニアリング手法を見出すことである。

4. 地政学：複雑化する世界でリスクをどう織り込むか

かつて地政学的リスクは、投資判断の背景にある要素に過ぎず、多くの投資家がその存在を認識するものの、実際に投資判断へ織り込もうとするケースは少ない、いわば「テールリスク」の１つであった。しかし、もはやそうではない。現在、地政学的リスクは構造的な要因となり、インフレ、資本フロー、さらにはクロスボーダー投資（*国境を越えた投資）を規定する制度に組み込まれている。問題は、リスクに直面していると知ることと、そのリスクをいかに価格に織り込むかを知ることは全く別物である点だ。

地政学を取り巻く状況そのものも複雑に絡み合っている。ウクライナ・ロシア戦争、イラン

戦争、中国との緊張関係、変化する米国の通商政策、分断されたサプライチェーンなど、これらの要因はそれぞれ独自の時間軸で進み、異なる経路を通じて市場へ影響を及ぼす。個々の資産について適切なリスクプレミアムやディスカウントを見極めるには、こうした要因をすべて同時に解きほぐす必要がある。さらに、為替ヘッジコストによって、地政学的なリスクを検討する前に、クロスボーダー投資の利回りが圧迫されることもある。こうした状況が近いうちに落ち着くとは考えにくい。

多くの投資家は地政学的リスクが夜も眠れないほどの懸念材料だと語るが、それをどのように投資判断へ織り込んでいるのかを説明できる人は少ない。問題の一因は、その仕組みの複雑さにある。株式、債券、通貨、クレジット市場、不動産は、それぞれ地政学的ショックの受け止め方が異なり、相関関係も異なるため、すべての資産クラスに適用できる単一のモデルは存在しない。

国内にとどまる資本

こうした混乱にもかかわらず、米国は依然として世界の資本を引き付け続けている。MSCIのクロスボーダー資本モデルによると、2026年には、ノルウェー、シンガポール、日本など、機関投資家の比重が高い国々から米国への資金流入が増加すると予測されている。

リスクの高まりを受けて、一部の資本は自国内にとどまる傾向もみられる。MSCIの調査では、注目すべき投資行動の違いが示されている。グローバルな投資方針を持つ機関投資家は、自国経済が弱含むと海外への資本配分を増やす傾向がある一方、民間の投資家はその逆で、資本を引き戻す傾向がある。

地政学的な不安定さは、国内における資本の流れにも影響を与えている。ニアショアリング（*近隣国への生産・調達移転）やサプライチェーンの再構築により、産業用不動産や物流施設への新たな需要が生まれている。また、欧州では防衛関連支出が加速している。

重要なポイント：利用可能なものを活用する

リスクそのものを嫌う投資家はいない。問題は、そのリスクに見合うリターンが得られるかどうかである。リスクを測定するうえで、MSCIは米国不動産へのクロスボーダー資本流入を歴史的に説明してきた3つの要因、すなわち不動産利回りの相対的な水準、為替ヘッジコスト、投資元国の経済状況を軸とした有用な枠組みを提示している。商業用不動産の専門家はこうした枠組みを、すでに利用可能なさまざまなツールと組み合わせて活用することができる。

- 利回りスプレッドと為替ヘッジコストに関するシナリオモデルを構築し、地政学的動向が資産価値にどのような影響を与えるかのベースケースを確立する。
- 上場REITの評価は、プライベート市場の想定が現在も妥当かどうかをリアルタイムで確認するのに役立つ。オフィス、集合住宅、産業用不動産、データセンターなど、各セクターにおいて特定のリスクに対して公開市場がどのように反応しているかを追跡するとともに、機関投資家と民間投資家では同じマクロ経済シグナルを異なる形で、場合によっては正反対に読み取ることがある点にも留意する必要がある。
- 特にマクロ経済環境からみて米国不動産への投資配分の拡大が見込まれる資金供給国

については、不動産カウンセラー協会のグローバルネットワークを活用し、現地の実情に即した情報を得る。

公開市場のシグナルは、プライベート市場の評価額にさらなる調整の余地があることを示唆している。分析のための枠組みを構築する意欲のある商業用不動産の専門家にとって、継続する地政学的リスクは単なる頭痛の種ではなく、十分な備えのない投資家が見逃してしまう新たな機会を生み出すものである。

5. 移住の方程式

人々がライフスタイルを求めて移動している。こうしたなか、商業用不動産もその変化に追い付く必要がある。

不動産業界にとって根本的な問いの１つは、どこに成長を見出すかである。しかし、近年の移住や人口動態の変化は、雇用増加予測に大きく依存していた従来の予測モデルを覆しつつある。

かつて移住は、主に雇用機会によって左右されていた。仕事さえあれば、人々は自然と移住してきた。しかし、今は必ずしもそうではない。特に米国では、労働者がより柔軟に働けるようになり、少なくとも一部の時間はリモートワークが可能になったため、毎日の通勤を楽にするために職場の近くに住む必要性が薄れてきている。

さらに、ベビーブーム世代の高齢化と、完全に引退した退職者の増加も重なっている。現在、米国人口の約20％が65歳以上であり、毎日推計1万1,000人が65歳を迎えている。

ライフスタイルが居住地選択を左右する

移住の流れや居住地の決定は、仕事よりもむしろ、ライフスタイルの好み、生活の質、負担可能性、税制、成人した子供や孫の近くに住みたいという希望、さらには気候条件など、複雑な要素の組み合わせによる影響がますます大きくなっている。

近年、こうしたさまざまな理由から、テキサス州、アリゾナ州、フロリダ州、ノースカロライナ州やサウスカロライナ州などに多くの人が移り住んでいる。U-ホール社によると、純移住では南部諸州が引き続き上位を占めており、特に高齢世代でその傾向が顕著である。

一方で、人口流入がインフラや生活費に与える圧力、そして異常気象による悪影響も踏まえると、現在の移住パターンが持続可能なのかを疑問視する声もある。一部の地域では、これまで人を引き付けてきた優位性が失われ始め、人々の移住先が別の地域へ移る転換点に近づいている可能性がある。

住宅を購入し、買い物をすることで地元税収を支える住民を引き付け、企業にとっての人材基盤を確保したい地域社会は、人々が求めるライフスタイルを支えられる環境を整える必要がある。変化する人口動態に合わせて、不動産のあり方も変えていかなければならない。高齢者が住み慣れた地域で暮らせる住宅、変化する労働力に対応した新たな職場環境、あるいは能力や身体条件の異なる人々にも対応できる柔軟な空間など、次の時代の消費者を理解するためには、さまざまな情報源を広く参照することが重

要である。

重要なポイント：データを深く掘り下げよう

商業用不動産の専門家は、人口動態、経済、その他のデータを1つや2つの側面だけで捉えるのではなく、多角的に見る必要がある。移住の傾向や変化する働き方・ライフスタイルの嗜好をより深く理解するために、さまざまな情報源からデータを収集・分析することが求められる。

人々がどこへ移動しているかを示す情報源としては、米国郵政公社、ユナイテッド・バン・ラインズ、U-ホール、オープンドアなどがある。幸いなことに、人口がどこで増えて、雇用がどこに向かっているかという情報だけにとどまらず、移住動向を把握するためのより複雑で多様なデータソースも増えている。

以下では、その全体像を捉えるうえで参考となるデータソースをいくつか紹介する。

- 米国労働統計局（U.S. Bureau of Labor Statistics）
- 米国国勢調査局（U.S. Census Bureau）
- 米国旅行協会「U.S. Travel Snapshot April 2025（米国旅行概況 2025年4月）」
- サイトセレクション誌「2026 PROSPERITY CUP（2026年繁栄カップ）」
- CNBC「Top States for Business in America 2026: Full rankings（2026年版アメリカでビジネスに最適な州：完全ランキング）」
- U.S. News誌「Rankings: Overall Best States（総合ランキング：アメリカで最高の州）」

以下、6位～10位は概要のみ。

6. 住宅の入手可能性

住宅コストの上昇は雇用や地域社会に波及し、企業の立地選定にも直結している。特に土地・建設費の高騰から中間層向けの手頃な住宅供給が滞り、公的補助の対象外であるエッセンシャルワーカー等の住居確保が深刻化している。新築の増大だけでは解決せず、住宅を経済基盤たる中核インフラと位置づける姿勢が不可欠である。インフラ整備や既存建物の用途転換、ゾーニングなどの土地利用政策を組み合わせ、手頃な住宅の保全や多様な住宅供給を意図的・計画的に進める地域社会こそが、今後の持続的な成長を実現する。

7. 不良資産と借り換えリスク

商業用不動産ローンは返済期限の延長により損失計上や混乱を一時的に回避してきたが、問題は先延ばしにされているに過ぎない。今後18カ月で1兆ドル超が満期を迎える見通しの一方、資本の滞留が新規融資を圧迫し、貸し手の選別姿勢や資本コストの上昇を招いている。市場は金利低下や価格回復を期待して様子見を続けるが、短期的な借入コスト高や金利上昇の懸念は根強い。耐えきれなくなった貸し手が回収に動けば、ショートセールや差押さえ物件が急増する恐れがあり、解決には長期的な忍耐が求められる。

8. 気候リスクの高いコスト

商業用不動産業界におけるサステナビリティは、理念論から財務リスクや投資対効果（ROI）を重視する実務的課題へと移行している。保険料高騰やエネルギー価格の乱高下、環境規制を背景に、対策の有無が資産価値（プレミアムやディスカウント）に直結する事例が増加した。異常気象への耐性向上は保険料削減などの実利をもたらす一方、不十分な物件は取引撤退のリスクを負う。データの不足や不透明感を理由に停滞せず、消費データの収集・比較を通じて評価基準に組み込み、能動的に投資価値を見極める姿勢が不可欠である。

9. 人手不足

建設業界では高齢化や参入者減により全職種で人手不足が深刻化し、人件費高騰と工期長期化を招いている。特に急速に拡大するデータセンター開発が電気工や設備技術者などの熟練職を引き付け、住宅や商業施設からの人材流出と賃金上昇に拍車をかけている。人件費が予算の20～40%を占める中、資材費や土地代の高騰も重なり、新規事業の採算確保は困難を極めている。そのため不動産の評価分析ではコスト抑制のために手順を省かず、時間をかけて綿密な調査・分析を行い、事業性の見極めを徹底することが不可欠である。

10. オフィスセクターの変革

オフィス不要論は誇張だが、小売業界と同様に構造変化による選別と二極化が進行している。在宅勤務の普及やコスト削減が進む一方、オフィスは人材交流や高付加価値業務の場として依然重要であり、多様な働き方を支える質の高い空間が選ばれている。投資面では、将来需要の不確実性や高額な維持・運営コストを背景に機関投資家が慎重姿勢をとる一方、地域事情に精通した事業者がリスクを取り物件取得を進めている。現在の市場で優位に立つには、需要動向や市場の内情を踏まえて適切な資産を見極め、適切に運営することが不可欠である。

（参考）最近のCRE® Top 10 リスト

順位	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25	2026	2027
1	リモートワークと人の動き	インフレと金利	政治不安と世界経済	世界と米国の選挙	財政と金融政策	AI の力
2	テクノロジーの加速とイノベーション	地政学的リスク	ハイブリッドワーク	資金調達コスト	ポートフォリオリスク	資本市場
3	転換点にある ESG	ハイブリッドワークと「大規模分散化」	世界的な住宅不足	ローンの満期と債務の再評価	変化する不動産の本質：基本に立ち返る	建設コストとサプライチェーン
4	ロジスティクス	サプライチェーンの混乱	AI	地政学と地域戦争	資本の源泉と流れ	地政学：複雑化する世界でリスクをどう織り込むか
5	インフラ：新たな必須要件の登場	エネルギー	人手不足	保険料	テクノロジーによる不動産の変革	移住の方程式
6	住宅の供給とアフォーダビリティ	人手不足のしわ寄せ	人口移動	住宅の手頃さと入手可能性	不動産業界の未来	住宅の入手可能性
7	政治の二極化	大いなる住宅不均衡	不動産アルマゲドン	人工知能：AI の注目は入力とアルゴリズムに移る	世界規模のチェスゲーム：信頼危機と不確実性	不良資産と借り換えリスク
8	経済構造の変化	規制の不確実性	サプライチェーン	サステナビリティ	住宅の入手可能性	気候リスクの高いコスト
9	アダプティブ・リユース 2.0	サイバーセキュリティの障害	不動産価格の正常化	オフィスの空き状況、税基盤、都市中心部の健全性	価格リスク	人手不足
10	分岐する資本市場	ESG が強いる変化	インフラ問題	価格期待ギャップ	人の流れ	オフィスセクターの変革

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。2012 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。

CRREMの日本のパスウェイはどう作られているか

計算の考え方と、日本市場のデータが果たす役割

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会メンバー

はじめに

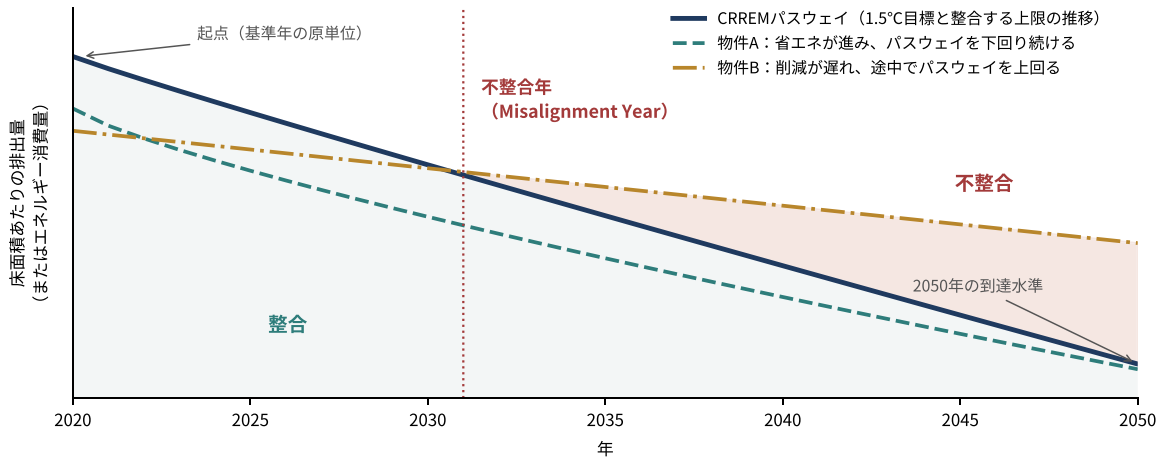
不動産の移行リスクを測る物差しとして、CRREM（Carbon Risk Real Estate Monitor）のパスウェイと不整合年（Misalignment Year）は、日本でも投資判断や開示の場面で使われるようになった。物件の排出量やエネルギー消費量がパスウェイを上回る年、つまり不整合年が早ければ、その物件は脱炭素の流れから取り残され、将来の価値や流動性に影響が出るおそれがある。そうした読み方が、運用会社や投資家の間で共有されつつある（**図1**）。

一方で、その基準となるパスウェイの数値がどのような考え方で作られているかは、日本ではあまり知られていない。パスウェイは物件の評価結果を左右する出発点であり、その成立ちを理解しておくことは、評価結果を説明し、関係者の納得を得るうえで欠かせない。

いま、この点を整理する意味は大きい。CRREMは2026年、市場参加者からデータを集めてパスウェイを開発する「open-contribution」モデルへの移行を打ち出し、10月にはEnergyパスウェイの方法論を見直すコンセプトペーパーを公表した。パスウェイの作り方そのものが、変わり始めている。

本稿では、公開資料をもとに、日本のパスウェ

図1　CRREMパスウェイと不整合年の基本（Carbon・Energyに共通の考え方）



注：曲線は考え方を示すための模式図であり、実際のパスウェイや特定の物件の値を表すものではない。実際のパスウェイの形は、種類や国・用途によって異なる。
出所：Carbon Risk Real Estate Monitor (CRREM) www.crrem.orgをもとに筆者作成

イがどのような考え方で計算されているかを整理し、今回の改訂が日本の市場参加者にとって何を意味するかを考える。

1. CRREMの位置づけ

CRREMは、欧州連合の研究助成プログラム（Horizon 2020）の支援を受けたプロジェクトとして始まった。不動産の脱炭素化に向けた経路を、国別・用途別に示すことを目的としている。現在はCRREM Foundationが運営し、方法論の開発と更新を担っている。パスウェイは国・地域と用途の組み合わせごとに用意されており、現行のv2.05では、44の国・地域と18の用途をカバーしている。日本については、集合住宅、オフィス、路面店舗、ショッピングセンター、大型郊外店舗、ホテル、物流施設（常温・冷蔵）、ヘルスケア、レジャー施設の10の用途についてパスウェイが公開されている。

体制の整備も進んでいる。方法論を技術面から検討するTechnical Councilに加え、2026年には地域ごとの知見を反映するためのRegional Advisory Committeeが3つ設けられた。同年4月にはデータ・インパクト・イノベーション担当のディレクターが就任し、市場からのデータ提供を軸にした研究体制への移行を進めている。

提供の形も変わった。CRREMが無償で配布していたExcel版の計算ツールは、2026年7月1日で提供を終えた。ただし、パスウェイ、方法論、不整合年の計算に関するガイダンスは、引き続きオープンアクセスで公開されている。利用者は、これらをもとに自ら計算することも、CRREMの方法論を組み込んだ各社のツールを使うこともできる。

CRREMのパスウェイは、国際的な評価や開示の枠組みでも参照されている。不動産のESGベンチマークであるGRESBはCRREMを評価の枠組みに組み込み、企業の削減目標を認定するSBTi（Science Based Targets initiative）は、建物部門の公式な方法論としてCRREMのパスウェイを採用している。日本の不動産市場にとっても、移行リスクを語るうえでの共通言語の1つになりつつある。

2. 世界で広がる活用

CRREMのパスウェイと不整合年は、ここ数年で、開示のための指標から、価値評価や投資判断の材料へと役割を広げている。

その象徴が、指標の呼び方の変更である。CRREMは2025年7月、それまでの「Stranding Year（座礁年）」を「Misalignment Year（不整合年）」に改めた。測っているのは気候目標とのずれであり、資産価値が失われる時期を断定するものではない、という趣旨である。

価値評価との結びつきも強まっている。欧州の非上場不動産投資の業界団体であるINREVは2026年2月、不整合年を価値評価の重要な入力項目と位置づけた。同じ時期には、英国の王立チャータード・サーベイヤーズ協会（RICS）も、商業不動産の価値評価にESGを組み込むためのガイドを改訂している。

上場市場にも広がった。2026年6月には、データ企業のMeasurablとCRREMが、先進国の上場不動産株の指数であるFTSE EPRA Nareit Developed Indexを対象に、企業単位の不整合年を推計するデータセットを公開した。対象は約370社、時価総額で約1.7兆ドルに及ぶ。この指数には日本の上場不動産も含まれており、日本の銘柄も海外の投資家からこの物差しで見ら

れる時代に入ったと言える。

資金調達の場面でも、CRREMの1.5℃パスウェイに連動したサステナビリティ・リンク・ローンが組成されている。

基盤の整備も進む。CRREMは2026年4月、パスウェイ、排出係数、評価の手引き、計算例をまとめたライブラリーをオープンアクセスで公開した。現在、公式の評価で認められているのは1.5℃シナリオだけだが、2℃シナリオのパスウェイの再導入も決まり、開発が進んでいる。

こうした動きを通じて、CRREMは、不動産の脱炭素をめぐる評価の中心的な物差しになりつつある。1.5℃目標と整合する世界の炭素予算から導いた絶対的な水準を示すことが、投資家や評価機関に共通の物差しとして受け入れられている理由の1つだろう。

こうした広がりの中で、パスウェイの数値がどのような考え方とデータに基づいているかは、評価する側にとっても、評価される側にとっても、これまで以上に重要になっている。

3. 2つのパスウェイ：CarbonとEnergy

CRREMのパスウェイは、国・地域と用途の組み合わせごとに、さらに2種類ずつある。1つは、床面積あたりの炭素排出量（$kgCO_2/m^2$・年）の目安を年ごとに示すCarbonパスウェイ。もう1つは、床面積あたりのエネルギー消費量、いわゆるEUI（kWh/m^2・年）の目安を示すEnergyパスウェイである。

両者は似ているようで、測っているものが違う。排出量は、建物が使う電気がどれだけクリーンかに左右される。電力の電源構成が脱炭素化すれば、建物の側が何もしなくても排出量は下がる。一方、エネルギー消費量は建物で実際にどれだけ電気やガスを使ったかそのものであり、空調や照明の効率化といったオーナーや管理者の取組みが直接表れる。CRREMはコンセプトペーパーで、炭素は地域の電源構成の脱炭素化を映し、エネルギーは建物内での省エネの取組みを映す、と整理している（**図2**）。

図2　Carbonパスウェイと Energy パスウェイの比較

	Carbonパスウェイ	Energyパスウェイ
測るもの	床面積あたりの炭素排出量 （$kgCO_2/m^2$・年）	床面積あたりのエネルギー消費量（EUI） （kWh/m^2・年）
映すもの	立地する地域の電源構成の脱炭素化	建物の中で行う省エネの取り組み
物件の評価で効く外部要因	大きい （電力の排出係数の見通し）	小さい （建物自身の消費量で決まる）
現行の作り方	世界の炭素予算から国・用途へ配分	Carbonパスウェイから導出 Leveling Year以降は横ばい
改訂後（案）	作り方の大枠は維持 値は最新の炭素予算で 更新予定（2027年）	IEAのエネルギー予算から独立して導出 2025〜2050年の連続した曲線

出所：Carbon Risk Real Estate Monitor (CRREM) www.crrem.org
（Global Pathways Methodology、Energy Pathway Methodology Revision Concept Paper 2026年10月、2026年7月7日付ブログ）をもとに筆者作成

日本のオフィスについて、公表されている2020年時点の値は、Carbonパスウェイが90.78 kgCO₂/m²・年（冷媒などのF-gasを除く標準のパスウェイ）、Energyパスウェイが263.95 kWh/m²・年である（CRREM Pathways v2.05）。

現行の方法では、EnergyパスウェイはCarbonパスウェイから導かれており、両者は連動している。2026年10月に公表されたコンセプトペーパーは、この連動を切り離し、Energyパスウェイを独自の根拠で作り直す案である。投資家の立場から見れば、同じ物件でも2つの物差しで評価が分かれ得る時代に入ることを意味する。

以下では、まず作り方の大枠が維持されるCarbonパスウェイの考え方を見たうえで、作り直されるEnergyパスウェイの新方式を取り上げる。

4. Carbonパスウェイの考え方

Carbonパスウェイは、世界全体の炭素予算から出発する、いわゆるトップダウン型の方法で作られている。

最初の段階は、地球の気温上昇を1.5℃に抑えるために、世界全体で今後排出できる温室効果ガスの総量（炭素予算）である。次に、そのうち建物部門に割り当てられる排出量の推移を定める。さらに、建物部門全体の経路を、国ごと、用途ごとの経路に配分していく。こうして、日本のオフィス、日本の住宅といった単位で、年ごとの排出原単位の目安が決まる（**図3**）。

国・用途ごとに配分する際の考え方は、各市場の現在の水準から、2050年に到達すべき水準へと、時間をかけて近づけていくというものである。CRREMはこの配分の方法を、SBTiが推奨するセクター別脱炭素化アプローチ（SDA）に基づくものと説明している。現在の原単位が高い市場ほど、大きく下げていく必要がある。CRREMの方法論資料とCRREMへの確認をもとに整理すると、ある年tのパスウェイの値は、次の式で表される。

$$I(t) = I(2050) + [\, I(\text{基準年}) - I(2050) \,] \times d(t) \times m(t)$$

I（基準年）は出発点となる現在の原単位、I（2050）は2050年の到達水準である。I（2050）は世界共通の目標で、すべての国・地域が最終的にこの水準に収束する。その差、つまり「これから減らすべき量」に、2つの係数を掛けて各年の値が決まる。

d（t）は、CRREMが「セクター別脱炭素化指数（Sector Decarbonization Index）」と呼ぶ係数である。世界の建物部門が基準年から2050年までに減らすべき量のうち、t年の時点でまだ残っている割合を表し、基準年には1、2050年には0になる。世界の建物部門全体の原単位をSIとすると、d（t）＝［SI（t）－SI（2050）］÷［SI（基準年）－SI（2050）］で求められる。この世界の建物部門の経路は、1.5℃目標に沿って建物部門に割り当てられた残りの炭素予算と、国際エネルギー機関（IEA）による世界の床面積の見通しから導かれている。

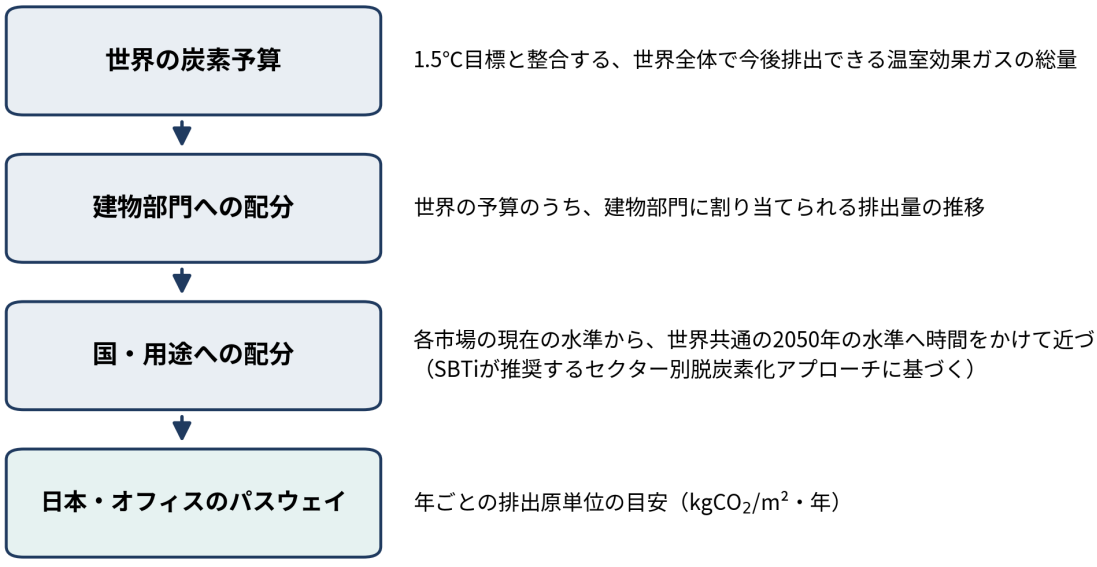
m（t）は、CRREMが「市場シェア係数（Market Share Parameter）」と呼ぶ係数で、年ごとに値が変わる。基準年からt年までの床面積の伸びを、世界全体とその国とで比べたもので、m（t）

＝（世界の床面積の伸び）÷（その国の床面積の伸び）として計算される。その国の建物ストックが世界平均より速く増える場合、m（t）は1を下回り、床面積あたりの原単位をより速く下げる必要がある。一方、m（t）には上限1が設けられており、伸びが世界平均より緩やかな市場や、ストックが減っている市場でも、目標が緩くなることはない。建物ストックの減少が有利に働かないようにするためである。CRREMによれば、m（t）の影響は全体として小さく、パスウェイの水準を最も大きく左右するのは基準年の原単位である。

電力の排出係数は、Carbonパスウェイの起点を求めるために使われる。基準年の原単位は、エネルギー消費量とエネルギー源の構成、それぞれの排出係数から計算される。一方、日本の電源構成の将来見通しは、Carbonパスウェイの形そのものは変えない。それが効いてくるのは個々の物件の評価で（6節）、建物のエネルギーに占める電気の比重が大きい日本では、電源構成の見通しが物件の炭素原単位の推移を大きく左右する。

ここで押さえておきたいのは、このパスウェイが「日本の建物がどこまで省エネできるか」から積み上げたものではない、という点である。あくまで、排出量の合計を世界の炭素予算の範囲に収めるという原則のもとで、上から配分された値である。CRREMはこの配分にあたり、過去の排出量や経済的な豊かさといった特定の公平性の考え方は用いていない。そのため、日本の建物の実態とパスウェイの間に差がある場合、それは必ずしも日本の建物の性能だけを反映しているわけではない。

図３　Carbon パスウェイの構築の流れ



配分の考え方を式で表すと

$$I(t) = I(2050) + [\, I(\text{基準年}) - I(2050) \,] \times d(t) \times m(t)$$

I：排出原単位（I(2050)は全ての国・地域が収束する世界共通の水準）
d(t)：世界の建物部門の削減のうち、t年に残っている割合（基準年に1、2050年に0）
m(t)：世界とその国の床面積の伸びの比（上限1）

出所：Carbon Risk Real Estate Monitor (CRREM) www.crrem.org
（Global Pathways Methodology v2.05）、CRREMへの確認をもとに筆者作成

CRREMは、国・用途・年ごとのパスウェイの値と、方法論の全体像を説明する資料を公開している。物件の評価に使う手順についても、ガイダンスと計算例が示されており、利用者は自らの物件の値をこれらと照らし合わせることで、不整合年を確認できる。

前述のとおり、パスウェイの水準を最も大きく左右するのは基準年の原単位であり、その精度は各市場のデータの厚みに左右される。CRREMが進めるopen-contributionは、各市場の実態を示すデータを市場参加者から集めることで、パスウェイの基礎をその市場に即したものにしていく試みである。この点は第7節で改めて取り上げる。

5. Energyパスウェイの新方式

2026年10月6日、CRREMはEnergyパスウェイの方法論を見直すコンセプトペーパーを公表した。2020年の公開以来、初めての方法論の正式な見直しとなる。

現行の方法

現行のEnergyパスウェイは、Carbonパスウェイから導かれている。基礎となるシナリオは国際エネルギー機関（IEA）のNet Zero by 2050（2021年版）で、国への配分は人口を基準に行われている。用途別のエネルギー消費の内訳は世界共通のものが1つあるだけで、その大部分を照明や機器などのベースロードが占める想定である。また、パスウェイはある年（Leveling Year）以降は横ばいになる形をとっている。

新方式の考え方

新方式では、IEAのWorld Energy Outlook 2025のネットゼロシナリオにおける建物部門のエネルギー予算から、Energyパスウェイを直接導く。Carbonパスウェイからは独立し、系統電力の排出係数にも依存しない。Leveling Yearは設けず、2025年から2050年まで連続した曲線とする。

手順は6段階で構成される（**図4**）。最初の5段階は、世界全体から個々の国・地域へと、上から順に細かく分けていく手順である。

第1段階では、IEAのネットゼロシナリオにおける建物のエネルギー需要から、CRREMがまだ対象としていないデータセンターの分を除き、世界の床面積の見通しで割って、世界全体のEUIの経路を求める。第2段階では、これを暖房・冷房・ベースロード（給湯、照明、機器など）に分け、それぞれにIEAが見込む2050年までの削減の進み方を当てはめる。

第3段階では、用途と気候帯の組み合わせごとに経路を作る。出発点は、同じ気候帯に属する国・地域の中央値EUIを、床面積の見通しで重みづけして平均した値である。現行の方法は人口で重みづけしているが、建物のエネルギー消費は人口ではなく建物の量に従うという考え方から、床面積に改める。用途別の内訳には、米国の商業建物エネルギー消費調査（CBECS 2018）を世界共通の基準として使う。

第4段階では、同じ気候帯の中でも国・地域によって異なる暖房と冷房の必要度を、暖房度日と冷房度日で調整し、2050年の到達点を定める。第5段階では、経路の出発点を、その国・地域で実際に観測された2025年の中央値EUIに合わせ、2050年の到達点は維持する。こうして、国・地域ごとのEnergyパスウェイができる。

6段階目は、技術的実現可能性テストである。上から配分して得られた2050年の到達点が、実際の建物で達成可能かを、逆に下から確かめる。

使えるデータに応じて、設備ごとの改善を積み上げる方法、同種の建物の分布と比べる方法、専門家の判断による方法の３つが用意されている。

起点は観測データ

日本の市場参加者にとって特に重要なのは、パスウェイの起点の置き方である。第5段階で見たように、新方式では各市場で実際に観測された2025年の中央値EUIを起点とする。つまり、日本のEnergyパスウェイの出発点は、日本の建物の実測データで決まることになる。第3段階の気候帯ごとの平均にも、各国・地域の中央値EUIが使われる。

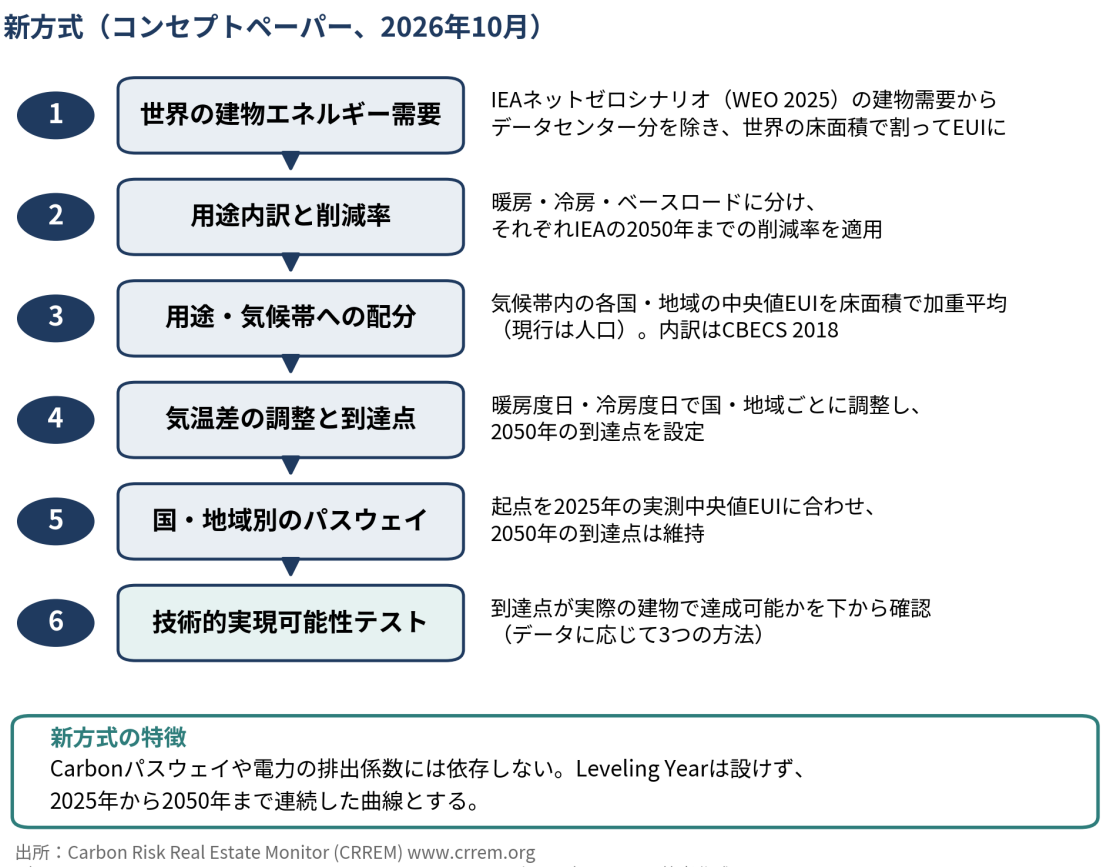
コンセプトペーパーは、日本や香港の高密度な集合住宅が欧米の住宅と大きく異なり、別の扱いが必要になる可能性にも触れている。

今後の日程

コンセプトペーパーにはオフィスのサンプルパスウェイが示されているが、例示であり、意思決定や目標設定に使うべきではないとされている。商業施設は精査が続いている。

意見募集は12月4日まで行われ、方法論はその後に確定する。そのうえで2027年6月に、新しい方法論によるEnergyパスウェイと、最新の炭素予算で更新したCarbonパスウェイの値が公開され、改めて意見募集が行われる。最終版の公開と運用開始は2027年11月の見込みである。それまでは現行のパスウェイが引き続き有効な基準であり、現時点で実務上の扱いは変わらない。

図４　Energy パスウェイ新方式の６段階



出所：Carbon Risk Real Estate Monitor (CRREM) www.crrem.org
（Energy Pathway Methodology Revision Concept Paper 2026年10月）をもとに筆者作成

6. 評価の側：不整合年の考え方

パスウェイは、物件を評価するための物差しである。評価では、物件の実績の原単位を出発点に、将来の推移を見通し、それがパスウェイを上回る最初の年を不整合年とする。

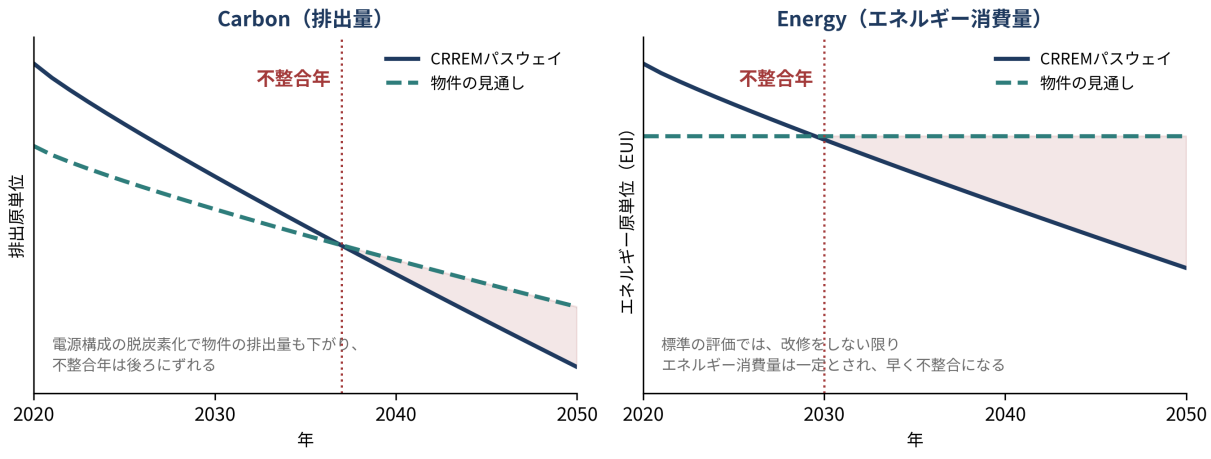
Carbonの評価では、物件が使う電気の排出係数の将来見通しも反映される。電源構成の脱炭素化が進めば、物件の排出原単位は自然に下がっていくため、その分だけ不整合年は遅くなる。一方、Energyの評価では、標準の前提として、改修をしない限りエネルギー消費量は一定とされる。外部要因の影響は小さく、物件自身のエネルギー消費の水準が不整合年を左右する。

CRREMは、評価の手順を「Assessment Guide」（2026年5月、第1.03版）にまとめ、計算例とともに公開している。それによれば、評価は1年分の実績のエネルギー消費量から原単位を求め、改修をしない前提で2050年まで延ばした見通しをパスウェイと比べて行う。Carbonの評価に使う電力の排出係数には、地域の電力網の平均値（ロケーション基準）を使うことが推奨されている。一方、空室やデータの欠けをどう補正するかについては、現時点で公式の指針はなく、Technical Councilが検討を続けている。そのため利用者には、評価の前提とした条件やデータが実測か推計かを開示することが推奨されている。

新方式が採用されれば、同じ物件でもCarbonとEnergyで不整合年が大きく異なるケースが増えるだろう（**図5**）。電源構成の脱炭素化によってCarbonでは整合していても、エネルギー消費の水準ではパスウェイを上回る、という物件も出てくる。2つの物差しを読み分ける力が、これまで以上に求められる。

それに伴い、求められる施策も変わってくる。Carbonの不整合年は、電源構成の脱炭素化に加え、屋上の太陽光発電のような敷地内の再生可能エネルギーによっても遅らせることができる。ただし、太陽光発電の自家消費分は建物が使うエネルギーとして数えられるため、排出量は減ってもエネルギー消費量の評価は改善しない。これに対し、Energyの不整合年を遅らせるには、

図5　CarbonとEnergyで異なり得る不整合年（概念図）



注：曲線は考え方を示すための模式図であり、実際のパスウェイや特定の物件の値を表すものではない。
出所：Carbon Risk Real Estate Monitor (CRREM) www.crrem.org
（Assessment Guide v1.03）をもとに筆者作成

空調・熱源の高効率化、照明の更新と制御、外皮の断熱といった、消費量そのものを減らす施策が必要になる。ヒートポンプへの転換のように、両方に効く施策もある。改修の優先順位や投資計画を考えるうえでも、2つの物差しを分けて見る意味は大きい。

7. 日本市場への含意とopen-contribution

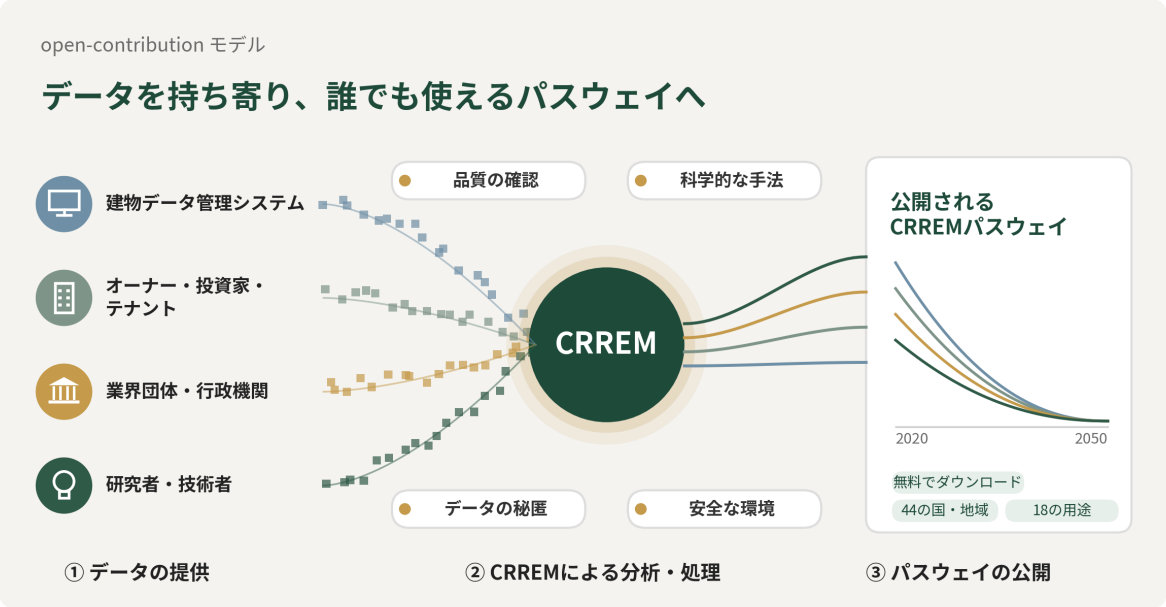
これまで見てきたように、パスウェイは世界の予算を上から配分して作られている。その中で、各市場の起点の値や配分に使われるデータが、その市場の実態をどこまで反映しているかは、パスウェイの説得力を左右する。

新しいEnergyパスウェイでは、この点がより直接的になる。起点を各市場で観測された中央値EUIに置くため、日本の建物データが充実すれば、日本のパスウェイの出発点そのものが実態に近づく。逆に言えば、日本からのデータが少なければ、日本のパスウェイは限られたデータに基づいて作られることになる。

ここで、CRREMが進めるopen-contributionの意味が出てくる（**図6**）。データプラットフォーム、行政機関、ビルオーナーや運営者、投資家、業界団体、コンサルタント、学術機関などが、匿名化したデータを任意で提供し、それが独立した技術レビューのもとでパスウェイ開発に使われる。求められているのは主に、建物のエネルギー性能データと用途別の内訳であり、ポートフォリオの一部だけの提供も受け付けている。データ提供は2027年3月31日まで受け付けられている。J-REITや私募ファンドを運用する不動産運用会社は、多くの物件のエネルギーデータを継続的に管理しており、こうしたデータ提供の担い手として大きな役割を果たし得る立場にある。

日本の市場参加者がこの動きに関わる経路は2つある。1つは、12月4日までのコンサルテーションで、方法論の案に意見を出すこと。もう1つは、データを提供して、日本のパスウェイの基礎そのものに関わることである。

図6　CRREMのopen-contributionモデル



出所：Carbon Risk Real Estate Monitor (CRREM) www.crrem.org の図をもとに筆者作成



Andrea Palmer（アンドレア・パーマー）

CRREM Foundation CEO

CRREM CEO からのコメント

日本は、気候変動に整合した不動産の未来を形づくるうえで、重要な役割を担っています。CRREM は、日本の市場と手を携え、現地のニーズを反映し、現地に即した確かなデータに裏づけられた枠組みを作りたいと考えています。不動産のオーナーやテナントが、エネルギー転換を乗り切り、移行リスクを管理し、十分な情報に基づいて投資判断を下すために必要な知見を提供することが、私たちの目標です。現地の専門知識とデータ、そして市場の参加を結集することで、日本の不動産業界に役立ち、より持続可能でレジリエントな、未来に備えた建築環境への移行を支える枠組みを築くことができます。

（原文は英語、筆者訳）

2027年には、CarbonとEnergyの両方でパスウェイの値が更新される予定であり、保有物件の不整合年も変わり得る。更新の前に、その考え方と基礎となるデータを理解しておく意味は大きい。

投資家の立場から見れば、自らが評価に使う物差しの形成に関わる機会でもある。開示の場面でパスウェイと不整合年を使う以上、その数値がどのような考え方とデータに基づいているかを説明できることは、評価の信頼性を高める。パスウェイを「与えられた基準」として受け取るだけでなく、その精度を高める側に回ることが、日本市場に求められている。

おわりに

CRREMのパスウェイは、世界の炭素予算やエネルギー予算を出発点に、国や用途へと配分して作られている。その考え方は公開資料から把握できる一方、日本のパスウェイが日本の実態をどこまで反映しているかは、基礎となるデータの厚みにかかっている。

Energyパスウェイの改訂とopen-contributionは、その基礎を市場とともに作り直す動きである。日本の市場参加者がこの機会をどう生かすかが、今後の日本のパスウェイの説得力を左右することになるだろう。



いとう　ゆきひこ

株式会社 GOYOH 代表取締役
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 アジア太平洋地域諮問委員会メンバー。

第39回
用途転換が進む港湾
～臨海部の事業機会と港湾制度の課題～



内田 力
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
主任研究員

Ⅰ. はじめに

港湾・臨海部には、物流・エネルギー・観光・環境に関わる事業が集積し、その用途も多様化しつつある。製鉄所跡地での物流施設の開発や、埠頭でのアリーナ・緑地の整備など、海に接する立地を活かした事業が広がっている。政府も、海や港湾に関わる分野を成長戦略に位置付ける。高市政権は2026年7月の「日本成長戦略」[注1]で、17の戦略分野のなかに海洋、造船、港湾ロジスティクスを挙げており、このうち港湾ロジスティクスでは、2030年代までに普通倉庫200万平方メートル、冷蔵倉庫40万設備トン（1㎥＝0.4設備トン）の次世代型倉庫の整備を目指すとしている。

例えば川崎市の扇島では、日本GLPがJFEスチール製鉄所跡地のうち約18ヘクタールを取得する契約を2026年8月に締結し、冷凍冷蔵倉庫を中心とする物流施設の開発を計画する[注2]。同じ8月に霞ヶ関キャピタルは子会社を通じて、和歌山市郊外の人工島でホテルや観光施設を運営する和歌山マリーナシティの全株式を取得したと発表した[注3]。みなと緑地PPPなど、公有の港湾施設を民間が利用する制度での取組みも進む。

これらの動きの背景として、港湾を取り巻く輸送需要の変化を指摘する見方がある。大手インフラ投資会社のブルックフィールドは、サプライチェーンの強化にはより多くの航路と輸送能力が必要になるため、脱グローバリゼーションの潮流は輸送需要を増やし得るとみる。そのうえで、港湾・ターミナルは希少な土地、許認可、内陸輸送網への接続が必要で、供給を増やしにくいため、需要の増加は既存資産の稼働率向上や能力拡張への投資機会につながり得るとする[注4]。

注1
内閣官房「日本成長戦略」2026年7月21日閣議決定
注2
川崎市・JFEホールディングス・JFEスチール・日本GLP「JFE、日本GLP、川崎市が連携し、次世代冷凍冷蔵機能による高度物流拠点形成プロジェクトを始動します～扇島地区の土地利用転換が大きく前進～」2026年8月25日
注3
霞ヶ関キャピタル「和歌山マリーナシティ株式会社の株式取得に関するお知らせ」2026年8月21日
注4
ブルックフィールド「運輸インフラストラクチャー：世界の貿易構造の再編」2026年11月2日

用途転換や民間事業者の参画には、用地や施設の利用を規定する港湾制度が関わる。そこで本稿では、港湾施設とその機能に密接につながる臨海部の施設・事業を対象に、新たな用途の広がりと、それを受け入れる制度の概要や課題を検討する。まず、神戸港を例にとって港湾の新しい用途を整理する。次に、用途転換と官民連携に関わる港湾制度を確認し、最後に、制度の運用や官民の役割分担に関する課題と改善の方向を考察する。

Ⅱ．港湾の新しい用途

船舶を受入れ貨物や旅客を陸へつなぐ従来の機能に加えて、港湾には物流（陸側の倉庫・物流施設）、エネルギー（次世代燃料の受入れ）、観光・エンタメ（ウォーターフロントの集客施設）、緑地・環境の四分野で新しい用途が生まれている。

神戸港では、港湾管理者である神戸市が、各分野に関わる施策を計画に盛り込んでいる。2022年12月の「神戸港中期計画」では、エリア再編による物流機能の高度化・効率化、水素等の次世代エネルギーの利活用、コンテナターミナル背後地の土地利用転換による高付加価値化、ブルーカーボンの活用などを打ち出した[注5]。さらに2025年4月の「神戸ウォーターフロントグランドデザイン」では、「民間投資によるまちづくり」を戦略の一つに掲げている[注6]。ここでは神戸港の臨海部を例に、各分野の施設・事業を紹介する（**図表1**）。

図表１　港湾の新用途への対応（神戸港臨海部の場合）

分野	神戸港臨海部での具体例	説明
物流	GLP神戸住吉浜	2025年3月竣工の冷凍冷蔵対応の賃貸型倉庫
	ルネロジ神戸ポートアイランド	2026年1月竣工の冷凍冷蔵対応の賃貸型倉庫
	ポートアイランド物流センター	2026年5月操業開始の普通品倉庫・危険物倉庫
エネルギー	Hy touch神戸（神戸空港島）	2020年完成の液化水素荷役実証ターミナル
	ポートアイランドの荷役クレーン	2025年4月に水素燃料化の実証実験を開始
観光・エンタメ（集客施設）	神戸ポートターミナル（新港第4突堤）	2015年3月のリニューアルで、大型クルーズ船対応の搭乗橋を整備した旅客ターミナル
	GLION ARENA KOBE（新港第2突堤）	2025年4月開業の約1万人収容アリーナ
緑地・環境	TOTTEI PARK（新港第2突堤）	2024年2月認定のみなと緑地PPPの全国第一号案件、飲食店等の収益事業と一体で緑地を整備・維持管理
	新港第1突堤	2026年5月にみなと緑地PPPに認定、大型艇（スーパーヨット）特化のマリーナと一体で緑地を整備する計画
	神戸空港島の緩傾斜護岸	藻場造成によるCO_2吸収量9.3トン分が2022年度にJブルークレジットとして認証

出所）各種公開情報をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注５
神戸市「神戸港中期計画」2022年12月
注６
神戸市「神戸ウォーターフロントグランドデザイン」2025年4月

物流では、コンテナターミナルに近い臨海部で倉庫の整備が進む。賃貸型の冷凍冷蔵倉庫として、2025年3月に日本GLPの「GLP神戸住吉浜」、2026年1月に長谷工総合開発等の「ルネロジ神戸ポートアイランド」が相次いで竣工した。また、商船三井は普通品倉庫と危険物倉庫からなる「ポートアイランド物流センター」を建設し、2026年5月に操業を開始した[注7]。

エネルギーでは、水素の受入れと利用を実証する場として活用されている。神戸空港島では2020年に世界初の液化水素荷役実証ターミナル「Hy touch神戸」が完成し、2022年に豪州からの液化水素の荷揚げに成功した。ポートアイランドでも2018年に水素を燃料とする発電で近隣施設に電気と熱を供給する実証が行われ、2025年には荷役クレーンの燃料を水素に転換する実証が始まった。

観光・エンタメでは、神戸市が神戸ポートターミナルに大型クルーズ船に対応した搭乗橋を整備し、旅客の乗降時の利便性を高めた。加えて、新港第2突堤には約1万人収容のGLION ARENA KOBEが2025年4月に開業した。

緑地・環境では、新港第2突堤のTOTTEI PARKがみなと緑地PPPの全国第一号案件となり、緑地の維持管理を飲食施設の収益と結び付ける官民連携事業が実施されている[注8]。隣接する新港第1突堤も、大型艇（スーパーヨット）に特化したマリーナの整備と一体で緑地を整備する計画で、2026年5月にみなと緑地PPPの認定を受けた[注9]。また、神戸空港島の護岸では藻場造成によるCO_2吸収量9.3トン分が2022年度にJブルークレジットとして認証され、企業等に購入された[注10]。

Ⅲ. 用途転換と官民連携を規定する港湾の制度

港湾・臨海部には、企業が保有する工場や倉庫の用地の他に、国や港湾管理者が保有する岸壁、荷さばき地、緑地などがある。これらの空間で用途転換や民間事業者の参画を進める際には、土地利用に関する計画・規制と、施設の所有・管理に応じた利用制度が関わる。ここでは、港湾の土地利用を定めるしくみを確認したうえで、公有施設の利用・運営と港湾運営会社への出資に関わる制度を整理する。

用途転換を進める際には、港湾計画上の土地利用と、対象地に適用される分区条例等の用途規制を確認する必要がある。

港湾の土地利用を考えるうえで基本となるのが、港湾法に基づく港湾計画である。国際戦略港湾、国際拠点港湾、重要港湾の港湾管理者には、その策定が義務付けられている。この計画は、港湾の開発・利用・保全の方針や港湾施設の規模・

注7
商船三井「神戸港ポートアイランドに物流センターを建設～化学品物流強化の一環として、危険品倉庫を整備～」2024年11月5日、ジャパンエキスプレス「神戸港ポートアイランド物流センター・危険物倉庫にて操業開始」2026年5月7日

注8
国土交通省「港湾緑地における官民連携の推進」2025年1月28日、5頁。同事業は、国土交通省「グリーンインフラ推進戦略2030」の参考資料で、地域経済の活性化に資するグリーンインフラの事例として紹介されている。国土交通省「グリーンインフラ推進戦略2030 参考資料」2026年1月23日、16頁

注9
国土交通省「神戸港で新たに「みなと緑地PPP」が認定！～神戸市が港湾環境整備計画を認定しました～」2026年5月29日

注10
神戸市「神戸空港のブルーカーボン」

配置などを定めるものであり、土地利用についても埠頭用地、工業用地、緑地などの区分を示す。既存の用地や施設を新たな用途に転換する際には、この計画上の位置付けとの整合が論点となる。

これに対して、建築物等の用途を直接規制するしくみが臨港地区内の分区である。臨港地区は港湾の管理運営に必要な陸域に定められ、港湾管理者は、その内部に商港区、工業港区などの分区を指定できる。各分区では、目的を著しく阻害する建築物等について、地方公共団体の条例により建設や用途変更が規制される。例えば神戸市は、商港区、工業港区、マリーナ港区、修景厚生港区の四つの分区を設けている。分区が指定された区域では、建築基準法上の用途地域等による用途規制に代わって、分区条例による規制が適用される。

これらの計画・規制は、企業が保有する民有地の再開発でも同様である。また、開発に伴って道路などの公共インフラの整備が必要となる場合には、企業と行政の事業工程を相互に調整する必要が生じる。その例が前述の川崎市扇島地区である。同地区では、JFEスチールの高炉等休止を契機に土地利用転換が始まった。川崎市は2023年8月に土地利用方針を示し、2024年5月にJFEホールディングスと先導エリアの整備推進に関する協定を結んだ。同年11月に港湾計画を改訂して土地利用計画を変更し、2025年10月には約33.1ヘクタールを工業港区から商港区に改める分区の変更案を港湾審議会に諮ったうえで、2026年7月に用途地域を変更した。JFEスチールは既存設備の解体撤去を進め、2028年3月末までに約18ヘクタールの土地を日本GLPに引き渡す予定である。日本GLPは2030年7月までに物流施設の一部を先行稼働させる計画であり、川崎市と関係者は、それまでに首都高速湾岸線の出入口や周辺道路の供用開始を目指している[注11]。

一方、国や港湾管理者の所有する港湾施設は行政財産にあたり、原則として貸し付けることができない。しかし、港湾法では特例を設けており、施設の用途ごとに一定の要件のもとで民間事業者への貸付けが可能となっている。その一つが、2022年の港湾法改正で創設されたみなと緑地PPPである[注12]。港湾緑地等に飲食店などの収益施設を整備し、その収益の一部を緑地等の整備・維持管理に還元する民間事業者に対して、行政財産の長期貸付けが認められる。民間事業者は港湾環境整備計画を作成し、港湾管理者の認定を受ける必要がある。認定に当たっては、港湾計画への適合や、港湾の利用・保全に著しい支障を与えないことなどが求められる。港湾緑地としての機能を維持しながら、収益施設と一体で新たな利用を取り込むしくみといえる。

洋上風力発電の基地港湾にも、行政財産である岸壁や荷さばき施設等を、発電設備の設置・維持管理を行う事業者に貸し付ける制度がある。北九州港では、国と北九州市が、響灘東地区の岸壁、荷さばき施設、受変電・配電設備をひびきウインドエナジーに貸し付けている。契約期間は2024年9月から2047年3月までの約22年半である。この制度は、重量のある風車部材の輸送・

注11
前掲川崎市他「扇島地区における高度物流拠点形成プロジェクト」
注12
国土交通省「みなと緑地PPPガイドライン」2026年2月

組立てや、発電設備の維持管理等に必要な施設を長期に利用するためのものであり、参入時期の異なる複数の発電事業者が同じ埠頭を利用することも想定している[注13]。

また、コンテナターミナル等の運営では、2011年に創設された港湾運営会社制度が用いられる。これは、国際戦略港湾又は国際拠点港湾において、複数の埠頭からなる埠頭群を一体的に運営する株式会社を指定するしくみである。さらに2014年の港湾法改正により、設備投資を促進するため、国際戦略港湾の港湾運営会社への政府出資が可能となった。一方、港湾運営会社への民間出資については、議決権の保有制限がある。政府、地方公共団体等を除き、単一の保有者による20%以上の議決権の取得・保有は原則として禁止されている[注14]。このため、港湾運営会社に対する民間参画を考える際には、埠頭群の運営という業務の範囲と、出資に関する制度の双方が関わる。

Ⅳ. 制度の課題と改善の方向

前節で見たように、港湾・臨海部の土地利用には港湾計画や分区による調整・規制が関わり、公有施設の民間利用や港湾運営会社への出資には、それぞれ制度上の条件が設けられている。本節では、手続き・事業工程の調整、貸付制度の対象・期間、港湾運営会社への民間出資に期待する役割の三点から、制度の運用上の課題と改善の方向を検討する。

第一は、手続き・事業工程の調整である。扇島地区の場合、2023年8月の土地利用方針の策定後、2026年7月に用途地域の変更が告示された。用途転換では、このような手続きに加え、JFEスチールによる設備撤去・土地引渡し、日本GLPによる物流施設の建設、川崎市等による接続道路の整備といった事項について調整を要する。川崎市と関係者は、物流施設の一部稼働までに首都高速湾岸線の出入口や接続道路の供用開始を目指しており、各主体の工程は相互に関係する。さらに、分区条例の内容は地方公共団体ごとに定められるため、認められる施設の用途は港ごとに確認を要する。これらの手続きと各主体の工程との関係を事前に明確化できるならば、用途転換の円滑化につながるであろう。

第二は、貸付制度の対象・期間の把握である。行政財産の貸付特例は、埠頭群（港湾運営会社）、基地港湾の埠頭（洋上風力の発電事業者）、緑地・広場（みなと緑地PPP）と、用途ごとの個別の制度として順次創設されてきた。これら以外にも使用許可や既存の貸付制度等があり、新たな用途の施設を導入する際には、用途、財産区分、施設の利用状況に応じて適用可能なしくみの確認が求められる。貸付期間も、みなと緑地PPPは国有財産の場合に30年以内、基地港湾の埠頭は最長30年とされ、普通財産の貸付けも含め、期間や満了時の扱いは関係法令と契約により定まる。制度ごとの違いを前提に、新しい用途にどのしくみを適用でき、どの期間で利用でき、満了時にどう扱われるかを把握しやすくすることが課題となる。

第三は、港湾運営会社への民間出資に期待す

注13
北九州市「北九州港海洋再生可能エネルギー発電設備等取扱埠頭賃貸借契約の締結について」2024年9月4日

注14
財務・営業方針の決定に重要な影響を与える所定の場合は、この基準が15%となる。

る役割の明確化である。阪神国際港湾と横浜川崎国際港湾では、国と港湾所在都市が株式の大半を保有しており、民間銀行の出資比率はそれぞれ計4.1%、計0.5%である[注15]。前節で見た議決権の保有制限には、特定の者に偏らない適正な港湾運営を確保する目的がある。民間出資のあり方を検討する際には、この制度の趣旨を踏まえ、港湾運営会社の設備投資や資金需要、民間出資者に期待する知見や経営への関与の範囲を明らかにすることが論点となる。

改善に向けては、まず現行制度の運用で対応できる事項を具体化することが考えられる。第一に、港湾計画の変更、分区の変更、用途地域の変更、臨港道路等の整備について、港湾管理者が都市計画部局や関係事業者と連携し、公募や協定の段階で、必要な手続きと事業工程の関係や見通しを示すことである。第二に、国が既存制度を横断して整理し、港湾管理者が個別案件での適用可否や利用期間等を説明しやすくすることである。対象となる用途、期間、更新の可否、満了時の扱いなどを共通の項目で整理すれば、制度間の違いを比較しやすくなる。第三に、港湾運営会社については、公共側が民間出資に期待する役割を明らかにし、公共性の確保と両立できる官民連携のあり方を検討することが必要である。用途転換に必要な手続きや制度の適用関係を明確にするとともに、港湾の公共的な役割を踏まえて民間参画のあり方を具体化することが、制度の改善の方向となる。

Ⅴ. おわりに

本稿では、港湾・臨海部で広がる新たな用途を整理し、用途転換と官民連携に関わる港湾制度の概要と、その課題・改善の方向を検討した。

港湾の用途転換は、民間事業者にとって、希少な臨海部の用地や公有施設を活用する事業機会となる。ただし、その実現には、官民がそれぞれの役割を明確にし、制度の運用改善を重ねる必要がある。

加えて、臨海部の用地の希少性は、事業機会の魅力であると同時に、その使い方を慎重に選ぶ必要があることも意味する。大規模な施設への投資は、長期にわたって土地利用を方向付ける。現在の物流や集客の需要に応える施設を整備・転用しながら、CO_2回収・貯留（CCS）事業に伴う施設など、将来の新たな用途を受け止める余地をどう残すか。港湾の用途転換には、目の前の事業機会を活かすとともに、次の用途転換の可能性も見据える視点が求められる。

注 15
国土交通省「12月26日、阪神国際港湾株式会社に対して国が出資しました」2014年12月、横浜川崎国際港湾「会社案内」

参考文献

霞ヶ関キャピタル「和歌山マリーナシティ株式会社の株式取得に関するお知らせ」2026年8月21日
（https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000410.000048076.html）
川崎市・JFEホールディングス・JFEスチール・日本GLP「JFE、日本GLP、川崎市が連携し、次世代冷凍冷蔵機能による高度物流拠点形成プロジェクトを始動します～扇島地区の土地利用転換が大きく前進～」2026年8月25日
（https://www.jfe-holdings.co.jp/release/2026/0825/001986/）
北九州市「北九州港海洋再生可能エネルギー発電設備等取扱埠頭賃貸借契約の締結について」2024年9月4日
（https://www.city.kitakyushu.lg.jp/contents/30300041.html）
神戸市「神戸空港のブルーカーボン」
（https://www.city.kobe.lg.jp/a66324/business/kankyotaisaku/ondanka/blue_carbon_kobe_airport.html）
神戸市「神戸港中期計画」2022年12月
（https://www.city.kobe.lg.jp/a49918/shise/kekaku/minatosokyoku/kobeko/202212.html）
神戸市「神戸ウォーターフロントグランドデザイン」2025年4月
（https://www.city.kobe.lg.jp/a02564/kobewfvision.html）
国土交通省「12月26日、阪神国際港湾株式会社に対して国が出資しました」2014年12月
（https://www.mlit.go.jp/kowan/kowan_tk2_000012.html）
国土交通省（森本萌里）「港湾運営会社」『港湾』2023年12月
（https://www.phaj.or.jp/distribution/lib/basic_knowledge/kiso202312.pdf）
国土交通省「港湾緑地における官民連携の推進」2025年1月28日
（https://www.mlit.go.jp/sogoseisaku/kanminrenkei/content/001858386.pdf）
国土交通省「グリーンインフラ推進戦略2030 参考資料」2026年1月23日、16頁
（https://www.mlit.go.jp/sogoseisaku/environment/content/001980050.pdf）
国土交通省「みなと緑地PPPガイドライン」2026年2月
（https://www.mlit.go.jp/kowan/content/002025728.pdf）
国土交通省「神戸港で新たに「みなと緑地PPP」が認定！～神戸市が港湾環境整備計画を認定しました～」2026年5月29日
（https://www.mlit.go.jp/kowan/kowan_tk4_000171.html）
ジャパンエキスプレス「神戸港ポートアイランド物流センター・危険物倉庫にて操業開始」2026年5月7日
（https://www.japan-express.co.jp/news/pdf/news20260507.pdf）
商船三井「神戸港ポートアイランドに物流センターを建設～化学品物流強化の一環として、危険品倉庫を整備～」2024年11月5日
（https://www.mol.co.jp/pr/2024/24118.html）
内閣官房「日本成長戦略」2026年7月21日閣議決定
（https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/nipponseichosenryaku/pdf/jgs2026.pdf）
ブルックフィールド「運輸インフラストラクチャー：世界の貿易構造の再編」2026年11月2日
（https://privatewealth.brookfield.com/ja/insight/transport-infrastructure-rewiring-global-trade）
横浜川崎国際港湾「会社案内」
（https://www.ykip.co.jp/company/）

うちだ　ちから

東京大学大学院博士課程修了、博士（学術）。
大学院修了後、漁業・林業などの資源管理を専門としてアカデミアにて活動。東洋大学でのSDGs推進業務を経て、前職では総合商社のシンクタンクにてサステナビリティ分野の調査研究に携わる。2024年6月より現職。
現在は、PPP・インフラ投資に関するリサーチ・コンサルティング業務に従事。著書に『グリーン・デジタル社会をつくるインフラ事業構築＆市場予測2025-2050』（日経BP、共著）など。

第 28 回
遵法性には要注意！



土岐 好隆
株式会社レブサム 代表取締役会長
（ARES マスター　M0600064）

皆さん、大変ご心配をおかけいたしました。ようやく体調も落ち着き、今回はまともな状態で筆を執る。本稿で少々盛り過ぎたせいか重病説まで流れたが、まだまだ連載は続くので、お付き合いいただきたい。

最近は「お体は大丈夫ですか」との前置き付きのご相談が相当増えた。金融環境の激変でファンド組成に四苦八苦されているようで、困った時の土岐頼みではないが、様々な局面でファンド組成に携わった経験に期待されているのだろう。

確かに足元は、2005年以降、金利や賃料が急上昇し、不動産価格も一段高となってファンド組成に苦慮した当時と相似している。建築コストが下落基調で開発型ファンドが一気に増えた点は異なるが、その開発型がリーマン・ショックで討ち死にするとは、当時は想定していなかった。ただ現在は投資家層が断然違う一方、情報の非対称性も低下し、この人は投資しそうだという情報はすぐ広がる。今は投資してくれそうな方々へのお願い詣でが繰り広げられ、3月末に向けてこの状況は変わらないのではないか。最終的にはソリューションよりもAIにはできないリレーションが重要で、こうした事態に負けないよう、普段から頭を下げ、低姿勢で臨みたい。

＊　＊　＊　＊

前回予告したコテコテの大阪話である。まさしくコテコテの大阪の不動産会社が、自社保有物件の流動化をもくろんだ。同社初の流動化で、ファンド形態でエクイティ投資家も集める不退転の取組みであった。エクイティはMUFGファンドが相応の部分を出資して予定金額が集まり、ローンも当時はレンダーが総じて積極姿勢で問題はなかった。

ここで泣かされたのが物件周りの事情である。大阪では、建築確認は7階建てなのに倍の14階程度が建ち、不動産会社が処分されたという突拍子もない事例もあったが、本件はさすがにそこまでではない。全国区でよく見られる遵法性違反は、雨に濡れないよう商業施設の入口から駐車場まで屋根付きの通路を設けたり、賃貸マンションのゴミ置き場に屋根を設置したりといった、心のこもった対応によるものだ。ところが大阪では、どの次元までなら許されるのかというギリギリの勝負が繰り広げられる（大阪の方々には多少過激な表現となっているが、斟酌いただきたい）。少しでも貸し床を増やすため、取り外しの効くメザニン床に荷物を置くくらい

はかわいいもので、知らないうちに地下駐車場が店舗に、ベランダがテラス席に変容している事例はザラである。テナントもお客様向けのスペースを広げるためバックヤードに物を山積みし、非常口等が開かない状態も頻繁に見られた。

当時は不動産価格に過熱感もあり、当局が特に信託銀行の受託物件の遵法性を厳しくチェックするよう求めていた中、本件は先に述べた事例がてんこ盛りの物件群であった。人命に関わる消防法上の問題は流動化以前に治癒が必要なため、若手も動員して非常口の荷物を移動し、建築確認申請と異なる仕様は、テナント退去時に申請どおりに戻すことを誓約事項として何とか対応した。当時証券には物件のバリュエーションや精査のため鑑定士もメンバーに加わっていたが、どこまで治癒すれば信託銀行が受託可能かという点で大活躍し、以降、物件周りでは攻めより守りの役割が中心となっていく。

整理は流動化直前まで続いたが何とかクリアし、流動化後も治癒の対応状況を一定期間ごとに厳格にモニタリング・報告した。この経験はマニュアルやチェックリストに残り、翌年の当局検査では、それまで何かとお小言続きであったのが、他の証券会社には全くない管理体制として「素晴らしいですね」とお褒めいただき、苦労が報われたのであった。

翻って現在、流動化時の遵法性は、エンジニアリング・レポートの星取表を作るがごとく、すべてをしっかり対応しなければならない相当厳格なレベルに至っている。しかも信託銀行だけでなくノンリコースレンダー等も一様に厳しくチェックし、二重三重となっている。あえて緩くする必要は全くないが、人命に関わる消防法上のものや法律違反は流動化前に早急な対応が必要である一方、それ以外は、なぜ必要なのかをもう少し深く考えたうえで対応すべきではないかと一言申し上げたい。他方、流動化というフィルターを通った物件が厳しいチェックで改善されていることは、日本の不動産全般にとって非常に良いことだ。ただ、フィルター外の物件はどうかと言えば、若干疑問で、時折痛ましい火災・事故も発生している。国全般として、多少厳しい対応も必要ではないか。

＊　＊　＊　＊

話は変わるが、2005年、2006年は、2000年初頭に手掛けた事業会社の流動化がちょうど出口を迎えるタイミングでもあった。当初の流動化時は金商法が施行されておらず、AM会社の設置は必須ではなかった。一方、出口の段階では金商法が施行されていたため、リファイナンス等ではなくSPCを畳むだけでも、信託受益権の処分にかかる助言としてAMの設置が必要ではないかという議論があった。結果的には保守的な選択をし、グループのAM会社と共同でSPCを畳むことになった。

当初は自然体で臨むつもりであったが、各銀行の営業店で、SPCを畳む時にも一定の収益が得られるのではないかという議論が巻き起こった。ある事例で事業会社との交渉により一定の収益を収受すると、その情報は一瞬のうちに全国展開され、SPCの出口対応という特需が多数発生した。大阪のある事業会社の財務部長からは「入口でもフィー、出口でもフィー。まったく土岐さんにフィーを払うために証券化したみたいなもんですね」と嫌味を言われたが、返す言葉が一つも思い浮かばなかった。

また事業会社の一部からは、5年の流動化の終了時にリファイナンスを望む声も聞かれた。ただ、その前提として、物件の遵法性がその時点の基準をしっかり満たすことが求められた。

2000年初頭の流動化は自社仕様かつ第三者に売却しない前提で、使い勝手優先のため、厳格に言えば遵法性に問題のある部分が相当あった。リファイナンスのためにそれを大きく変更するのは相当の重荷であり、その観点から諦めるケースも当時は多かったと記憶している。

2005年、2006年は不動産・金融マーケットとも順調で未来は明るく見えたが、2007年頃になると少しずつそのひずみが露呈し、リーマン・ショックへと移行していく。今の状況を多少リーマン・ショック以前と重ねておられる方々もいると聞く。

次回は是非、この辺りを詳しくお話しさせていただきたい。

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。

不動産ファンドに関する国際財務報告基準

第104回 IAS第28号「関連会社及び共同支配企業に対する投資」の修正

（公正価値オプションの要件の明確化）



太田　英男
PwC Japan 有限責任監査法人
パートナー
公認会計士



藪谷　峰
PwC Japan 有限責任監査法人
パートナー
公認会計士



宮﨑 翔士
PwC Japan 有限責任監査法人
シニアマネージャー
公認会計士
（ARES マスター　M1506112）

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います。

国際会計基準委員会（「IASB」）は、2026年6月26日に「関連会社及び共同支配企業に対する投資に係る公正価値オプションの修正」（以下、「本修正」）を公表しました。本修正は、IAS第28号「関連会社及び共同支配企業に対する投資」に基づき、どの企業が関連会社及び共同支配企業に対する投資を公正価値で測定する適格性を有する

図表1　IAS第28号第18項（本修正後）

IAS第28号第18項（本修正後）

関連会社又は共同支配企業に対する投資が、ベンチャー・キャピタル企業、又はミューチュアル・ファンド、ユニット・トラスト及び類似の企業(*1)である企業に保有されているか、又は当該企業を通じて間接的に保有されている場合には、企業は当該投資をIFRS第9号に従って純損益を通じて公正価値で測定することを選択できる。**類似の企業には、特定の種類の資産への投資（IFRS第18号の第49項 (a)参照）を主要な事業活動として有している企業が含まれる。** (*2)

*1：「（投資連動保険ファンドを含む）」という文言が削除された。
*2: 新たに追加された。

のかを明確化するものです。

本修正は、関連会社及び共同支配企業に対する投資の会計処理を根本的に変更するものではなく、一部に的を絞った修正を行うもので、IAS第28号第18項を**図表1**の通り修正しました。本修正は、企業が最初にIFRS第18号「財務諸表における表示及び開示」を適用する時点から対象となります。つまり、2027年1月1日以後開始する事業年度、またはIFRS第18号を早期適用する場合にはそれより早くなります。

本稿では、今回公表された本修正について、その内容や背景について紹介します。文中の意見にわたる部分は筆者の私見であることをあらかじめお断りしておきます。

2. IFRSにおける投資の会計処理

本修正について解説する前に、本修正前のIFRSにおける子会社及び関連会社への投資の会計処理の概要について見ていきます。

1)　子会社への投資

子会社への投資は、IFRS第10号「連結財務諸表」に基づいて会計処理します。IFRS第10号に基づいて、投資対象の会社を支配していると判定された場合には、投資対象の会社を連結する必要があります。

一方で、例外的に、**図表2**に示される特定の要件を満たす場合には、投資対象の会社が子会社と判定されたとしても、連結しないことが認められます。その場合、当該投資先を純損益を通じて公正価値で測定することが求められます。

2)　関連会社への投資

関連会社への投資は、IAS第28号「関連会社及び共同支配企業に対する投資」に基づいて会計処理します。IAS第28号に基づいて、関連会社と判定された場合には、投資対象の会社に持分法が適用されます。

一方で、例外的に、**図表3**に示される特定の要件を満たす場合には、投資対象の会社が関連会社と判定されたとしても、持分法を適用しない対応が可能です（持分法の適用の免除）。その場合、関連会社に対する投資について、純損益を通じて公正価値で測定する選択（以下「公正価値オプション」）が認められています。この選択は、当初認識時に、関連会社及び共同支配企業ごとに別個に行わなければなりません。

図表2　連結の例外（投資企業）の要件

連結の例外（投資企業）の要件

以下のすべてに該当する企業（IFRS第10号第27項）

a. 投資者に投資管理サービスを提供する目的で、当該投資者から資金を得ている。

b. 事業目的が資本増価（キャピタル・ゲイン）、投資収益（インカム・ゲイン）、またはその両方からのリターンのためだけに資金を投資することであると、投資者に対して確約している。

c. 投資のほとんどすべての測定および業績評価を公正価値に基づいて行っている。

図表3　IAS第28号第18項（修正前）

IAS第28号第18項（修正前）

IAS第28号18項

関連会社又は共同支配企業に対する投資が、ベンチャー・キャピタル企業、又はミューチュアル・ファンド、ユニット・トラスト及び類似の企業（投資連動保険ファンドを含む）である企業に保有されているか、又は当該企業を通じて間接的に保有されている場合には、企業は当該投資をIFRS第9号に従って純損益を通じて公正価値で測定することを選択できる。

3）　子会社及び関連会社に該当しない投資

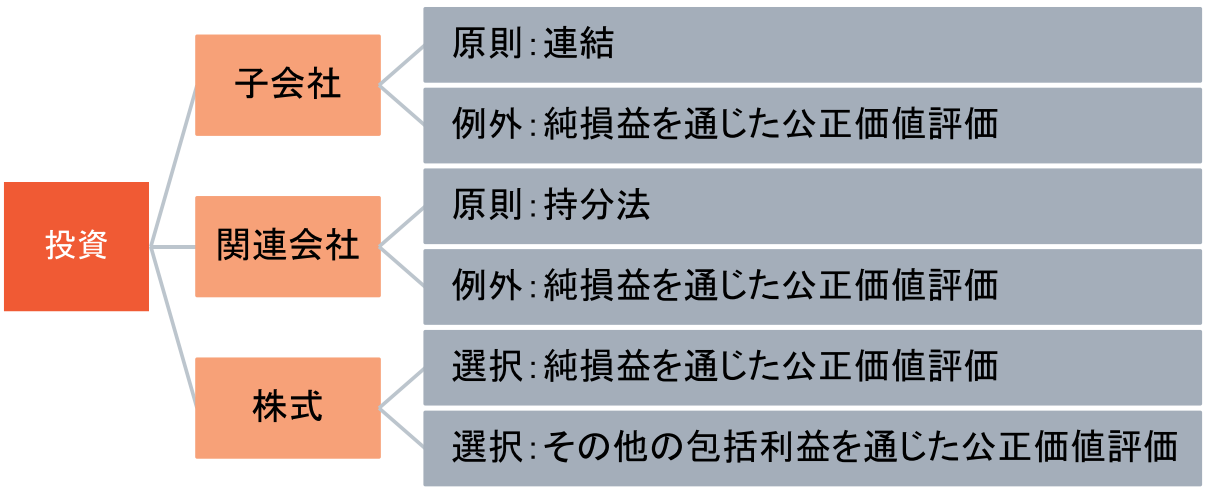
子会社及び関連会社に該当しない一般的な投資は、金融商品に該当し、IFRS第9号に基づいて、公正価値で測定します。公正価値測定による差額は、その他の包括利益（OCI）か、純損益（PL）を通じて会計処理します。

これらをまとめると、**図表4**の通りです。

3. IFRS第18号における関連会社から生じる損益の表示区分

本修正は、IFRS第18号の適用の開始によって、すでにあった懸念がより顕在化するという状況に対応しています。本連載の過去の回（第65回・第89回）において紹介したIFRS第18号は、財務諸表の表示及び開示に関する基本原則として2024年4月に公表され、現行のIAS第1号を置き換えるものです。その特徴的な内容の一つとして、損益計算書の表示形式がこれまでに比べ大きく変

図表4　投資の会計処理



更されます。具体的には、営業区分、投資区分、財務区分に分けて表示するという損益計算書の新しい表示形式を採用しています。

特に、関連会社から生じる損益の表示区分について、IFRS第18号では**図表5**のように規定されています。

つまり、持分法を適用している場合には投資区分に表示され、公正価値で測定している場合には、営業区分（当該投資について、主要な事業として投資している場合）か、投資区分（当該投資について、主要な事業として投資していない場合）かのどちらかに表示されます（**図表6**）。

4. IAS第28号の修正の背景

本修正の背景となった懸念は大きく二つあります。一つ目は、修正前の公正価値オプションを使用できる企業の要件が、多様な実務の原因となっ

図表5　IFRS第18号における関連会社から生じる収益及び費用

IFRS第18号における関連会社から生じる収益及び費用

IFRS第18号53項

第55項から第58項で特定の主要な事業活動を有する企業について要求されるものを除き、企業は、以下からの第54項に定める収益及び費用を投資区分に分類しなければならない。

(a) 関連会社、共同支配企業及び非連結子会社に対する投資

(b) (c) （省略）

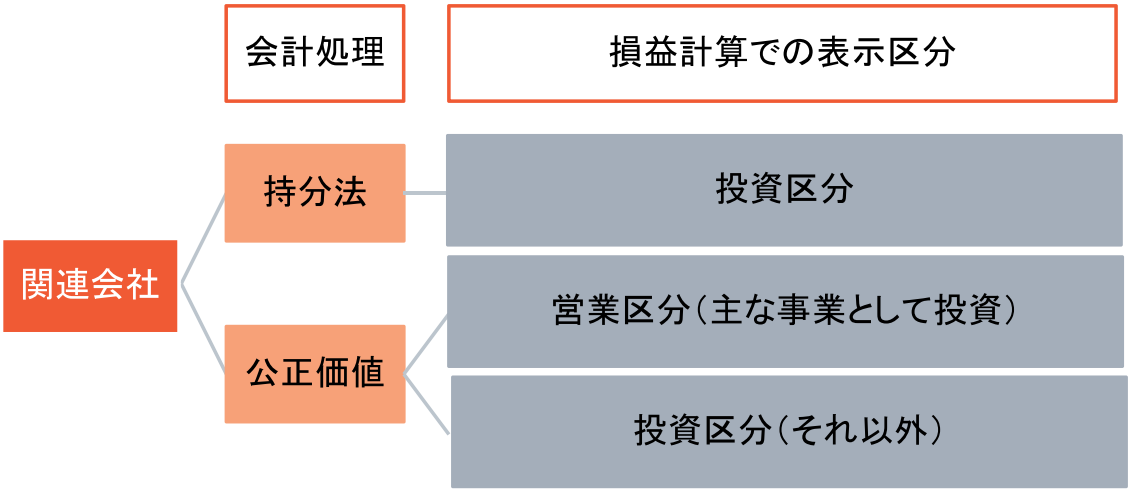
IFRS第18号55項

第53項(a)で識別した資産（すなわち、関連会社、共同支配企業及び非連結子会社に対する投資）のうち企業が主要な事業活動として投資している資産（B38項参照）について、企業は第54項で定めている収益及び費用を次のように分類しなければならない。

(a) 当該資産が持分法を適用して会計処理される場合には、投資区分に分類する。

(b) 当該資産が持分法を適用して会計処理されない場合には、営業区分に分類する。

図表6　IFRS第18号における関連会社から生じる損益の表示区分



ていた点です。また、二つ目は、多様な実務が生じている結果、IFRS第18号の適用開始に伴い、損益計算書の表示区分に影響を及ぼし、比較可能性を損なう可能性がある点です。つまり、同様の経済実態を有する投資について、ある企業は持分法を適用し、当該投資から生じる損益を投資区分に表示し、別の企業は公正価値オプションを適用して営業区分に表示するという状況が生じる懸念です。

(1)　実務の多様性

図表3の通り、現行のIAS第28号において公正価値オプションを選択することができる（持分法の免除）企業の要件は、投資する側の企業が、ベンチャーキャピタルファンドや投資信託など、投資先の企業の事業と関連のある事業ではなく、もっぱら投資（及び最終的な売却によるキャピタルゲイン獲得）を事業目的とする企業であることです。このような企業であれば、投資先が関連会社であっても公正価値を適用して測定することは合理性があると言えるでしょう。

また、これらと「類似の企業」も持分法の例外が適用できるとされ、その一例として、「投資連動保険ファンド」が含まれるとされています。さらに、これらの事業体によって「間接的に保有されている場合」も含まれるとされていることから、「投資連動保険ファンド」を通じて間接的に投資を保有する保険会社は、これらの投資が関連会社に該当する場合に、公正価値オプションを選択することができます。

保険契約の中には投資に似た商品も存在します。そのような投資性の保険契約は、保険会社が保険料を自ら設定したファンドで運用し、その運用実績を保険金の受取額に反映させます。保険会社がこうした目的で投資するファンドの運用成果は保険の契約者に帰属し、保険会社には帰属しません。したがって、保険会社がこのようなファンドを通じて投資している会社の事業は、保険会社の事業とは無関係であり、もっぱら投資を目的としているため、公正価値を適用して測定することは、その他のベンチャーキャピタルファンドや投資信託と同様に合理的であると言えます。

一方で、実務においては、これをより広く解釈して、ファンドを通じて保有していなくとも、投資に直接参加できる特徴を有する保険契約に関連して保有する投資にも、公正価値オプションを選択するケースが見られます。さらに、保険契約に直接紐づかないものの、保険事業に関連する投資にまで公正価値オプションを選択するケースもあり、実務に多様性が生じているとの懸念が指摘されていました。

(2)　IFRS第18号との関係

「3. IFRS第18号における関連会社から生じる損益の表示区分」で見た通り、持分法を適用する投資からの損益は、投資区分に分類され、公正価値オプションを選択して公正価値で測定する場合には、営業区分に表示されることがあります。したがって、IFRS第18号の適用に伴い、前述の実務の多様性が、損益の表示区分にも影響することになります。具体的には、より広い解釈によって公正価値オプションを選択する事例が増加した場合、結果として営業区分に表示される余地が広がる可能性があります。IFRS第18号の適用開始に伴い、この問題が顕在化することが、本修正を進めることになった要因の一つと考えられます。

5. IAS第28号の修正の内容

このような修正の背景を前提に、本修正の内容について見ていきましょう。

(1) 公正価値オプションを選択することができる企業の要件の明確化

本修正では、実務の多様性を生じさせる原因となっていた「投資連動保険ファンド」の文言が削除されました。同時に、投資が主要な目的であれば持分法の適用を免除するという趣旨を明確にするため、同様の目的で規定されているIFRS第18号の「主要な事業活動として資産へ投資している企業」の考え方（IFRS第18号第49項(a)）を、IAS第28号の公正価値オプションを選択することができる企業の要件として採用しています。これによって、このオプションは、関連会社または共同支配企業への投資を主要な事業活動としている企業に限定されるものではなく、何らかの資産への投資を主要な事業活動とする企業にとって、より広く利用可能であることが明確化されました。 したがって、企業が関連会社または共同支配企業以外の資産への投資を主要な事業活動とし、かつ関連会社または共同支配企業も有している場合には、当該企業は公正価値オプションを適用し、それらの関連会社または共同支配企業を純損益を通じて公正価値で測定することができます。例えば、企業が金融資産への投資を主要な事業活動として行っている一方で、当該主要な事業活動とは関連のない関連会社も保有しており、かつ関連会社への投資を主要な事業活動として別個に行っていない場合であっても、当該関連会社への投資について公正価値オプションを選択することができます。

(2) 関連会社及び共同支配企業に対する投資に係る公正価値の損益の表示区分

懸念されていたIFRS第18号適用後の関連会社への投資から生じる損益の表示区分については、結論の根拠において、考え方の明確化を追加しています。IFRS第18号を適用する際に、公正価値で測定される関連会社に係る公正価値測定から生じる損益を営業区分に表示できるかどうかは、別途評価を要します。企業が、他の資産への投資を主要な事業活動とする一方で関連会社への投資は主要な事業としては行っていない場合、かつ、当該関連会社に対する投資を公正価値で測定している場合、当該関連会社の公正価値測定から生じる損益は投資区分に表示されます。これは、当該企業が関連会社への投資を主要な事業活動としていないためです。したがって、公正価値オプションの選択は、本修正によってより広く利用可能になりました。しかし、公正価値オプションを選択しても公正価値測定から生じる損益をすべて営業区分に分類できるわけではありません。その関連会社への投資を主要な事業として行っているかどうかを確認し、主要な事業として行っていると判断された場合に限り、営業区分に分類できることになります。

6. 不動産ファンドにおける連結及び持分法の適用

不動産ファンド、とりわけ、複数の国へ投資するようなクロスボーダー投資を行うファンドにおいては、通常は国や案件ごとに、投資ビークルが組成され、それらの投資ビークルに親ビークルから投資するストラクチャーになっています。親ビークルは、設立された法域において求められる

規制に基づいて財務諸表を作成し、ファイリングします。また、投資家に報告するために財務諸表を作成します。このような財務諸表がIFRSに基づいて作成される場合、親ビークルにとって、各投資ビークルは子会社や関連会社として取り扱われることになると考えられます。

前述の通り、子会社に対する投資は、IFRS第10号に準拠して、子会社を連結するか、投資企業の要件を満たす場合には、公正価値で測定します。実務においては、いずれのケースも見られますが、投資企業の要件を満たすかどうかの判定において、通常は事業目的要件(**図表2**の要件b)がポイントになります。特に、不動産ファンドの運用だけではなく、不動産の開発や維持管理なども行う企業グループでは事業目的要件が重要になります。例えば、運用する不動産ファンドが保有する不動産に対して、一定のサービス(維持管理やリーシングなど)を提供する場合、この要件を満たさなければ投資企業とは判断されず、投資ビークルを連結することが多いようです。不動産投資を専門的に行う企業グループが組成する不動産ファンドでは、投資企業の要件を満たし、子会社を連結せずに公正価値で測定している事例も見られます。

子会社を連結している場合には、関連会社に対して持分法を適用し、IAS第28号の持分法の免除の規定を適用することは少ないようです。一方で、投資企業として連結の例外を適用して子会社を公正価値で測定している場合には、関連会社についても、公正価値オプションを選択して公正価値で測定しているケースが少なくないと考えられます。今回のIAS第28号の修正は、公正価値オプションを選択することができる企業の要件を明確化するものですが、その範囲は実務上の懸念が示された保険会社への適用に焦点をあてた手当てであり、影響の範囲は限定的と言えます。

一方で、不動産会社や不動産ファンド運用会社など、不動産ファンドを連結している企業グループにおいては、今回議論された保険会社のケースと同様に、支配しているファンドを通じて関連会社に投資をしているケースも考えられ、公正価値オプションの選択及び公正価値で測定した場合の損益の表示区分など、本修正において明確化された内容が影響する可能性があります。

7. おわりに

IAS第28号の公正価値オプションの修正は、IFRS第18号の適用開始に伴い生じる実務上の懸念に対応するために狭い範囲に限定して手当てされたもので、影響範囲は広くないと言えます。一方で、IASBの検討の過程で、関連会社及び共同支配企業に対する公正価値オプションについて、投資会社や投資信託など、適用可能な企業は一定の属性の企業に限定されていることについて、理論的な根拠が乏しいという指摘もありました。そのような企業でなくとも、投資目的で保有している場合には同様の取扱いができるべきであるという意見です。IASBは、関連会社及び共同支配企業に対する公正価値オプションの適用を特定の属性の企業に限定しないことについて、IFRS第18号の適用時期が迫る中で、今回は検討の対象とはしませんでしたが、今後、検討が開始される可能性もあります。

おおた　ひでお

公認会計士、PwC Japan 有限責任監査法人　金融事業部　パートナー
不動産運用インダストリー全般、Ｊリート及び私募不動産ファンドなどに対して、監査及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　投資法人等専門部会及び経営研究調査会、バリュエーション専門部会　専門委員。

やぶたに　たかし

公認会計士、PwC Japan 有限責任監査法人　金融事業部　パートナー
PwC 米国法人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リート及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業務を提供。

みやざき　しょうじ

公認会計士、PwC Japan 有限責任監査法人　金融事業部　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。
2019 年より PwC 米国法人ボストン事務所で２年間勤務し、私募不動産ファンド及び PE 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、海外不動産を投資対象とするファンドの財務諸表監査及び組成アドバイス業務を提供。

ARES 不動産証券化ジャーナル　Vol.105
2026 年 11 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

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/