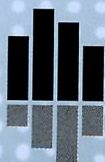


不動産投資の実務

■ 2019年度マスター養成講座テキスト

102



ARES Certified
MASTER

102

不動産投資の実務

本テキストのねらいと学習ポイント

わが国における本格的な不動産投資ビジネスの始まりは、不動産投資信託（REIT）や私募ファンドによる不動産投資が始まった2000年代初頭である。それ以前においては、不動産会社、電鉄会社、一般事業会社や生保損保などがもっぱら自らの事業目的（含む運用目的）などで、不動産をバランスシートで保有していた。

過去15年あまりで、REITや私募ファンドは急拡大し、社会的な認知度も高まり、不動産投資ビジネスは確固たる地位を確立してきた。最近では、私募REITもその存在を増してきており、一般事業会社による不動産取得も増加傾向にある。投資資金の出し手である年金の不動産投資に対する関心も高まっており、アベノミクス以降、グローバルマネーのわが国の不動産に対する投資意欲も強まっている。

このような中、わが国の不動産投資ビジネスは、さらなる成長・発展が期待されているとあってよい。そもそも不動産投資ビジネスは、不動産投資をする主体だけで成り立っているわけではなく、物件取得時におけるデューデリジェンス、資金調達、物件保有期間中における各種マネジメントなど、数多くのプレーヤーにより支えられた巨大なビジネスである。

歴史的に振り返ってみれば、過去15年あまりの時代も2つに区分できる。2000年代初頭からリーマンショックまでは、不動産投資、証券化の拡大、いわば「ファンドブーム」の時代であり、不動産投資家は、短期的な視点でキャピタルゲイン狙い、オポチュニスティックな投資が主流であったといえよう。不動産と金融の融合の流れの中で、不動産が金融商品化していった時代でもある。一方、リーマンショック後は、不動産投資のスタンスも中長期的になり、キャピタルゲインよりもインカムゲインを重視した安定的な投資が好まれている。そもそも、不動産は現物があり、賃料などの安定的なキャッシュフローの裏付けがあるものである。その意味で、不動産投資は、短期的というよりは、中長期の安定的な投資に向いており、最近になって、その良さが再認識されてきているといえよう。

このような不動産投資家の投資スタンスの変化もさることながら、不動産投資を取り巻く状況も時代と共に変化している。例えば、環境認証制度の導入とその認証取得への関心の高まりや震災後の建物の耐震性に対する要求、働き方改革に伴うオフィスのあり方など、枚挙にいとまがない。大きな流れとしては、スクラップ・アンド・ビルドの時代からストック社会への変化の中で、不動産をより良好な状態で維持し、キャッシュフローや不動産価値を安定的に維持したいという要請が強まっている。そのためには、建物の適正な維持管理やテナントとのコミュニケーションなどがポイントとなる。

不動産はいつの時代にもわれわれの生活と活動を支える大切な基盤となっている。そのことは、今までも、そしてこれからも変わらない。不動産は利用されることで、その効用を発揮し、収益を生み出し、投資の対象となりうるのである。不動産投資において大切な

ことは、短期的な儲けばかりに目を奪われることなく、中長期の視点での安定性や成長性、特に「利用」の側面からの視点を持つことである。このことは、ESG投資の考え方とも合致しているであろう。

本テキスト102とコース2テキスト201（「不動産投資分析」）は、いずれも現物としての不動産に対する投資を扱う科目である。知識編である本テキスト102では、不動産投資の実務全般について必要な知識を体系的・網羅的に学ぶことを主眼としている。一方、演習編であるコース2テキスト201では、具体的に不動産投資分析の手法について、ケーススタディを用いて、手を動かしながら学習する。これらの2つのコースを通じて、不動産証券化認定マスターとして必要な不動産投資の知識が無理なく修得できることを目指している。なお、これらの2つのコースで学ぶ不動産投資の理論は、不動産証券化に限った話ではなく、一般企業や個人が不動産投資を行うにあたって必要となる知識でもある。

本テキスト102では、第Ⅰ部で、まず、不動産投資の“いろは”である不動産投資の基礎知識を、次に、不動産投資実務において、実際に意思決定（あるいはそのサポート）を行っているのが、アセットマネジメント会社であることから、アセットマネジメントの業務概要について学ぶ。第Ⅱ部では不動産マーケットの見方について詳しく学ぶ。不動産投資の一般的な流れは、まずは物件を購入し、それを保有し、それを売却するというステップになるが、第Ⅲ部及び第Ⅳ部では、基本的には、この流れの中で必要な知識を詳しく紹介している。まず、物件購入にあたっては、対象となる不動産を詳細に調査（デューデリジェンス）したり、市場価値を把握するために鑑定評価を取得することとなるが、これらについては、第Ⅲ部で述べる。物件購入後の保有期間については、いわばプロパティマネジメントの期間であり、これらについては、第Ⅳ部で詳しく述べる。なお、物件を購入、あるいは将来的に売却する際には、当然、不動産取引の知識も必要となるであろう。これらについては、テキスト101の第Ⅲ部で述べる。

本テキスト102及びテキスト201を通じて数多くの方が不動産投資の考え方を身につけられ、わが国の不動産投資実務のレベルが向上し、共通言語、共通ツールが確立され、わが国の不動産投資市場がますます発展することを切に願うものである。

2019年4月

科目責任者（102及び201） 中山 善夫

不動産投資の実務

第Ⅰ部 不動産投資総論

(株)ザイマックス不動産総合研究所 中山 善夫 / (株)ザイマックス不動産投資顧問 稲月 伸仁

第1章 不動産投資の基礎	10
1●不動産投資とは？	10
2●不動産投資の特徴	11
3●不動産投資で大切なこと	12
4●リスク軽減の方法	14
5●不動産投資の種類	17
6●不動産投資家の種類	19
7●投資対象としての不動産	20
8●不動産投資に関わる主なプレイヤー	24
第2章 アセットマネジメント総論	26
1●アセットマネジメントとは	26
2●取得（アキュジション）	29
3●ストラクチャリング	36
4●クロージング（決済・取得）	43
5●投資期間中の運用業務	46
6●売却（ディスポジション）	52

第Ⅱ部 不動産市場の指標と見方

(株)ザイマックス不動産総合研究所 山方 俊彦

はじめに	60
第1章 不動産市場に関する情報の注意点	60
1●価格情報の注意点	60
2●用途別によるマーケット情報の違い	61
第2章 地価と不動産取引情報	63
1●地価の公的指標	63
2●その他の地価指標	64
3●地価の動向	64
4●不動産取引（売買）の情報	65
第3章 オフィス市場	67
1●オフィス市場とは	67
2●オフィス市場に関する指標	67
3●オフィス市場の見方	78

第4章 商業施設・住宅市場	81
1●商業施設市場	81
2●住宅市場	88
第5章 ホテル・物流施設・ヘルスケア市場	94
1●ホテル市場	94
2●物流施設市場	101
3●ヘルスケア施設市場	106

第Ⅲ部 デューデリジェンスと不動産鑑定評価

(株)ガイマックスアセットコンサルティング 江川 豊信／(株)竹中工務店 楠 浩一

第1章 投資用不動産のデューデリジェンス	112
1●投資用不動産のデューデリジェンスの概要	112
2●土地の状況調査	115
3●法的調査	117
4●経済的調査	128
第2章 エンジニアリングレポート	157
1●エンジニアリングレポートの目的と構成	157
2●建物状況調査	160
3●地震リスク評価	170
4●建物環境リスク評価	174
5●土壌汚染リスク評価	176
6●調査の実際	179
第3章 不動産鑑定評価	186
1●不動産鑑定評価とは	186
2●鑑定におけるエンジニアリングレポートの活用	200
3●オフィスビルを例に取った不動産評価の具体例	202
4●オペレーショナルアセット（事業用不動産）の評価	210
5●鑑定評価に係る「依頼者プレッシャー」について	220

第Ⅳ部 プロパティマネジメントの実務

(株)ガイマックスアルファ 土持 大／

(株)ガイマックスアルファ 木村 昌之／(株)ガイマックス不動産総合研究所 吉田 淳

第1章 プロパティマネジメントとは	238
1●プロパティマネジメントとは	238
2●プロパティマネジャーに要求される知識・戦略等	238
3●プロパティマネジメント業務の範囲	239

4●PM業務（狭義のプロパティマネジメント業務内容）	241
5●年間予算計画と月次報告書	243
第2章 テナント賃貸管理	255
1●目的と重要性	255
2●テナント賃貸管理業務の主な内容	255
賃貸オフィスビル賃貸借契約書 サンプル	266
賃貸オフィスビル管理規約（館内使用細則） サンプル	275
第3章 管理運営業務	282
はじめに ー維持管理の重要性ー	282
1●建物管理業務	282
2●建物修繕業務	295
3●エネルギー管理業務	306
4●品質管理	310
第4章 ビルの改修と環境不動産	323
1●改修工事の立案と進め方	323
2●改修の実施	337
3●建築関連リスクと法規制	348
4●不動産と環境	365
5●環境性能評価	369
6●環境不動産と不動産価値	377

第 I 部 不動産投資総論

(株) ザイマックス不動産総合研究所

中山 善夫

(株) ザイマックス不動産投資顧問

稲月 伸仁

著者紹介

中山 善夫 (なかやま よしお)

(株) ザイマックス不動産総合研究所 代表取締役社長。不動産全般に係る調査研究やザイマックスグループの国内外のPR等を担当。不動産業界の次世代リーダー育成のための「からくさ不動産塾」塾頭。2012年11月までの11年間は、ドイツ証券でドイツ銀行グループの日本における不動産審査責任者を務める。それ以前の16年間は、一般財団法人日本不動産研究所で、数多くの不動産鑑定、コンサルティング、研究調査に従事。不動産鑑定士、不動産証券化協会認定マスター、再開発プランナー、CRE (米国不動産カウンセラー)、FRICS (ロイヤル・チャータード・サベイヤーズ協会フェロー)、MAI (米国不動産鑑定士)、CCIM (米国不動産投資アドバイザー)。マスター養成講座テキスト102及びテキスト201の科目責任者。本テキスト102では科目責任者及び第1部第1章を執筆担当。

稲月 伸仁 (いなつき のぶひと)

株式会社ザイマックス不動産投資顧問 代表取締役社長。

1989年明治大学経営学部卒。2003年株式会社ザイマックス入社。不動産仲介、コンサルティング業務に従事。2008年より現職。第1部第2章を執筆担当。

第I部不動産投資総論は、次の2つの章で構成されている。

・第1章 不動産投資の基礎…ここでは、不動産投資に関する基本的な知識や不動産投資において大切な事項などについて学ぶ。

・第2章 アセットマネジメント総論…ここでは、アセットマネジメント業務の概要について、物件の取得、保有、売却の3つのフェーズに分け、重要なポイントについて学ぶ。

第1章 不動産投資の基礎

本章では不動産投資を理解する上で、必要となる基礎的な知識を習得する。具体的には、不動産投資の意義及び特徴、不動産投資の種類、不動産投資家の種類などについて説明する。

1 ●不動産投資とは？

日本のみならず、諸外国においても不動産は他の財と比較して高額であり、旧来から重要な財産であると認識されてきた。そして不動産はそこに住んだり、あるいは働いたり、営業活動（例：商品の販売）等を行う等、所有者自身が自ら利用することももちろん可能であるが、自らは使用せず、これを他人に賃貸借し、その対価を「賃料」として収受することも可能である（例：賃貸マンション、賃貸オフィス）。この背景には、日本では、企業においても個人においても、伝統的に不動産を保有することが選好されていることがある。

「不動産投資」とは、投資対象となる不動産を購入し、それを賃貸したり、売却することによって利益を得る方法である。それでは、なぜ人々は「投資」を行うのであろうか？その理由としては、自ら拠出した資金よりも、より多くの資金を入手できる可能性があるからであり、換言すれば、投資により儲かる可能性があるからである。不動産は株式や債券等の金融資産とともに、投資の対象となっており、不動産に対して資金を投入し、より多くの資金を得ようとする行為が不動産投資であるといえる。

投資による“儲け”の度合いは一般に「リターン」と呼ばれているが、その内容は「インカムゲイン」と「キャピタルゲイン」の2つで構成される。「インカムゲイン」とは保有期間中の配当で、「キャピタルゲイン」とは将来の売却による売却益である。不動産投資においても「インカムゲイン」と「キャピタルゲイン」が存在する。

不動産投資において、インカムゲインを重視するか、キャピタルゲインを重視するかについては、時代の変遷があった。リーマンショック前までは、短期的な投資で、オポチュニスティックな投資が主流であり、もっぱらキャピタルゲイン狙いが主流であった。一方、リーマンショック後は、不動産投資の本来の醍醐味である安定性に基づく、中長期的

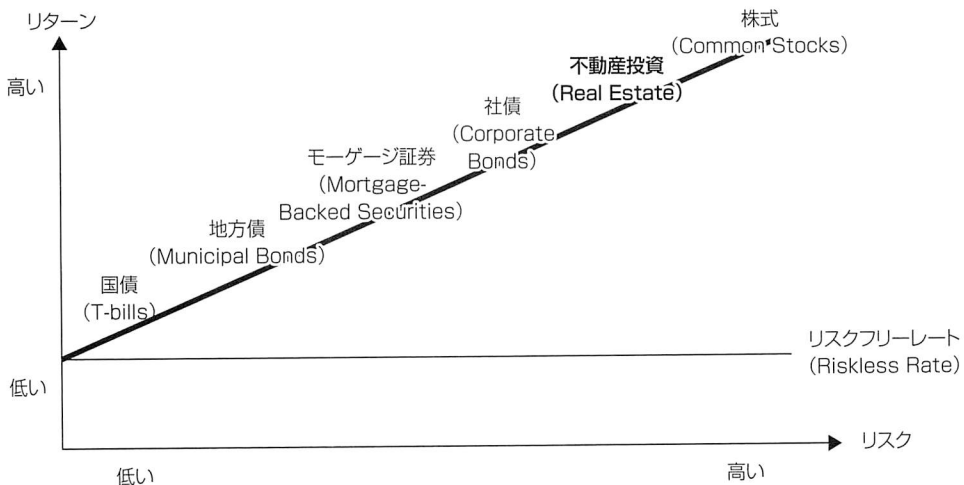
な投資へシフトしてきており、その結果、インカムゲインがより重視されてきている。

2 ●不動産投資の特徴

不動産投資と他の金融資産への投資とを比較し、その特徴を明らかにする。不動産も株式等、他の金融資産と同様、投資の対象として認識されている。投資家は自らの投資に対するリターンを期待するが、そのリターンは当該資産に対する投資リスクの高低により概ね決まってくるものである。すなわち、投資リスクが高ければ高いリターンを期待し、投資リスクが低ければ低いリターンでも許容されるであろう。

【図表 I-1-1】は米国の不動産投資・ファイナンスに関する代表的なテキスト“Real Estate Finance and Investment”で紹介されているものであるが、これによれば、不動産投資は国債、地方債、社債等と比較してリスクが高く、株式よりやや低いという位置づけである。もちろん、個別の物件、銘柄によってリスクが異なるため、この図はあくまでも概念的なもので参考に過ぎないが、不動産投資の相対的な位置付けを示すものとして有用と思われる。

【図表 I-1-1】 不動産投資の相対的な位置づけ（米国の例）



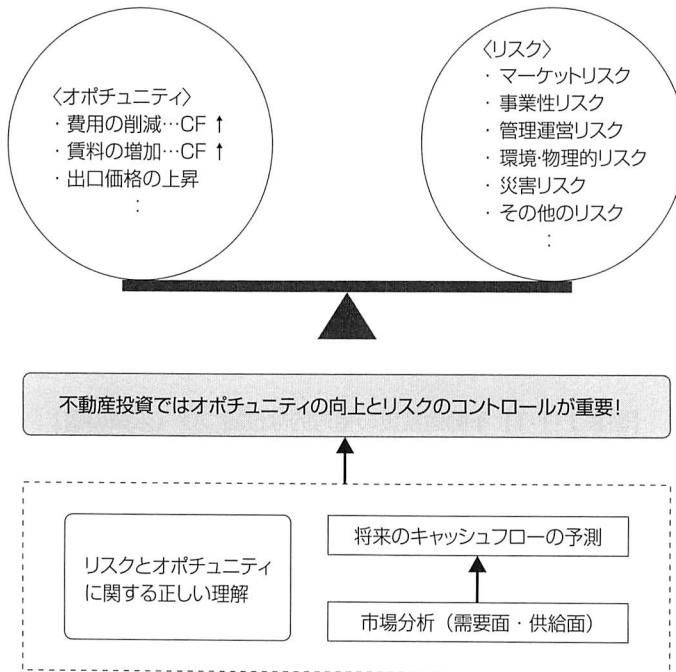
それでは、不動産は、他の金融資産と比較して、どのような特徴があるのであろうか。

- (a) 不動産には個別性（→1つ1つ違う。標準化されていない）があり、
- (b) その価格は分かりにくく（→定価がない。株価のようにオープンマーケットで決まらない）、
- (c) 購入にあたっては、詳細な調査（→デューデリジェンスという。詳細は第Ⅲ部参照）が必要となる。
- (d) 不動産は収益を生み出し、またバリュアップの可能性もあり（→後述のように賃料が上がる、出口の売却価格が上がるなど）、
- (e) 他の金融資産等と比較して、不動産は総額が高いため、投資金額も大きくなる。

3 ● 不動産投資で大切なこと

不動産投資に特徴的なのが、不動産特有のオポチュニティとリスクの存在である。結論から言えば、不動産投資を成功させる秘訣は、オポチュニティとリスクのコントロールである。これを概念図として示したのが【図表 I-1-2】である。

【図表 I-1-2】 不動産投資で大切なこと



不動産投資に伴う「オポチュニティ」とは、いわばアップサイドであり、以下のような項目が考えられる。

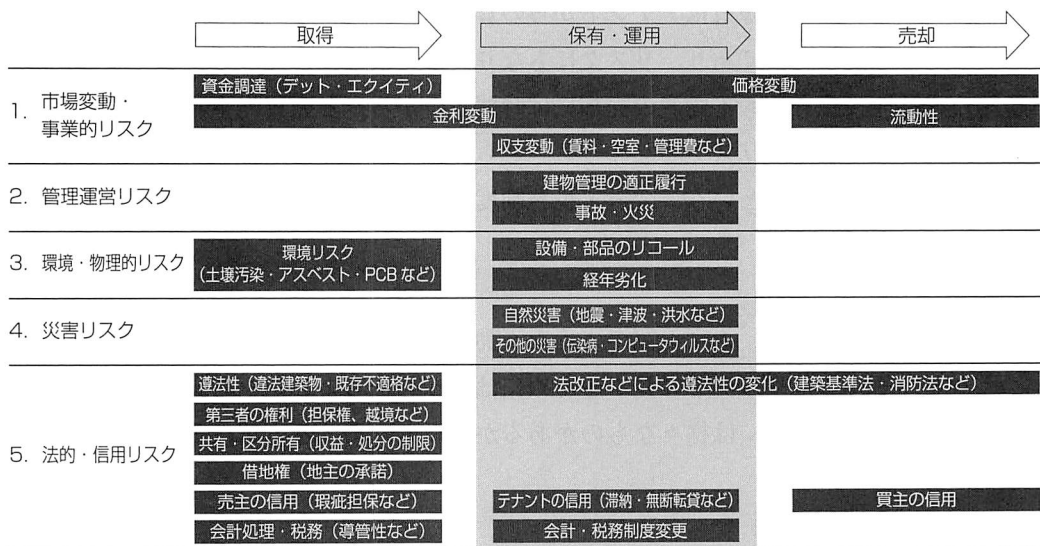
- ・ 保有期間中のキャッシュフローの向上……適切な賃貸管理や運営管理の実施による収支改善・安定化等、物件取得後の努力や創意工夫によりアップサイドが見込める。またマーケットの変化により、賃料の上昇等、収入面でも上昇が期待できる。
- ・ 出口価格の上昇……マーケットの好転やリノベーション等、物件自体への追加投資等により、出口の価格が上昇する可能性がある。

次に「リスク」について考えてみよう。リスクとは一般的には“危ない”とか“危険”という意味で使用されるが、ここでは、“ばらつきが大きい”“変動が大きい”ということである。すなわち、対象不動産に何かが発生、発見（例：土壤汚染の発見）された場合、これが無い場合と比較すると大幅な価格や賃料の下落の可能性があることを指す。このようにキャッシュフローや不動産価格等を変動させる要因がリスク要因である。前述のとおり、不動

産投資のリターンには、「キャピタルゲイン」と「インカムゲイン」があるが、リスク要因はこれらに直接的に影響を及ぼす可能性があり、不動産投資の成否に係ることから、まずは、対象となる不動産投資案件において、どのようなリスクがあるのかの洗い出しが最も重要となる。

それでは、不動産投資に係るリスクにはどのようなものが考えられるのであろうか。主要なものを取りまとめたのが、以下のリスクマップである（【図表 I-1-3】）。

【図表 I-1-3】 不動産投資におけるリスク一覧（リスクマップ）



（出所）ザイマックス不動産総合研究所

一般的な不動産投資の流れとしては、まずは物件を取得し、保有・運用し、そして売却するが、この図はその流れの中でリスクを整理したものとなっている。大まかに言えば、物件取得時では、物件自体の欠陥や瑕疵（例：土壌汚染、アスベスト、PCBの可能性等）がリスクとなりうるし、予想外の権利設定や占有、越境などもリスクとなるであろう。また、契約当事者（例：売主）の信用や契約遂行力もリスクとなりうる。一方、保有期間においては、不動産マーケットや金利水準等の変動のほか、個別不動産レベルでも、賃料変動や空室の発生、費用の変動などが、投資の事業採算に影響を及ぼす要因となる。また、保有期間中の物件を直接的にマネジメントするのは、管理会社であり、管理に関するリスクは、今まで十分に認識されていなかったが、実は極めて重要なものである。マンション購入時には、「管理を買え」と言われるほどであるが、オフィスなどの商業用不動産においても管理が適正に行われていることは極めて重要であり、テナントの満足度や各種事故の発生リスクにも影響し、結果的には、キャッシュフローや不動産価格に影響を及ぼすも

のである。物件取得後も各種法改正などがあり、建物所有者はこれを遵守することが求められることが少なくない。また、建物は多くの設備や什器備品で構成されているが、これらの不具合によるリコールも少なからず発生する。したがって、これらの法改正やリコール情報を知らないことは、逆にコンプライアンスやリコール機器による事故発生の観点でリスクになりうるのである。建物は経年とともに老朽化し、故障などの不具合が発生したり、機能的な陳腐化も進む。これら不具合を放置すれば、さらに建物及び設備の劣化が進み、不動産価値を下げるばかりでなく、テナント満足度が下がり、キャッシュフローへの悪影響も発生する可能性がある。さらに、自然災害などの災害リスク（例：地震・台風等による建物の損害、地盤沈下、液状化等）も1つのリスクである。一般的には、保有期間中のキャッシュフローの源泉はテナントからの賃料収入であろう。その意味では、テナントの信用力も重要な要素であり、リスクにもなりうる。最後に、売却時においては、対象不動産の流動性（そもそも不動産の売却には時間がかかる）と売買当事者（この場合、買い手）の契約遂行能力がリスクとなりうる。さらに、全般を通じては、当初想定していたものと異なる制度になるという、会計・税務制度の改正リスクも考えられる。

4 ● リスク軽減の方法

不動産投資においては、まず上記のような不動産投資固有のリスクを認識する必要がある。その上でそれらのリスクを軽減するためにはどうしたらよいかを考えることが重要である。リスク軽減の方法には様々なものがあるが、以下に掲げる方策はその代表的なものである。

- ・ デューデリジェンス……リスクのいくつかの項目は投資対象である不動産を十分調査しなかったため、購入後、その瑕疵が発覚する場合である。例えば土地に関しては境界確定未了、面積不足、地盤強度の不足、土壤汚染などがあり、建物については違法建築、アスベスト、PCB、設計施工不良、耐震強度不足、越境などがある。テナントについても十分調査せずに購入し、あとで問題テナントの存在が発覚し、経済的減価が発生する場合もある。したがって、購入前に対象不動産について綿密な調査（デューデリジェンス）を行うことは、リスク軽減のため必要不可欠な作業である。
- ・ 投資する不動産タイプの限定……不動産のタイプにより投資のリスクが異なる。例えばレジャー施設は運営の専門性やキャッシュフローの安定性の点でオフィスより難しい投資である。このように、不動産のタイプによって求められる専門性は高度化する傾向があり、投資する不動産のタイプを限定することはリスクマネジメントの1つの方策である。REITやプライベートファンドは投資基準を持っており、投資できる不動産のタイプを限定している。REITやプライベートファンドに資金を提供している投資家にとってみれば、REIT等があらかじめ投資基準を明示しているので、これらの基準に合わない

いものには投資しないであろうという安心感がある。

- ・ ポートフォリオレベルでの投資の分散化……複数の不動産へ投資し、ポートフォリオを構成している場合、投資を分散化することでリスクを軽減することができる。換言すれば、1つの物件でポートフォリオ全体の七割か八割も占めるような投資を行うことはリスクが高い。すなわち、当該物件のキャッシュフロー、市場価値の変化はポートフォリオ全体に大きな影響を及ぼすからである。具体的な基準としては、国、地域、用途、規模等による分散方法がある。
- ・ 保険等……保険への加入もリスク軽減の方策の1つである。例えば地震保険への加入は地震リスクを軽減することができる。デューデリジェンスの一環として、通常、専門家に依頼して、対象不動産のPML (Probable Maximum Loss) を調べるが、一般的にPMLが20を超えるものについては、融資を受けにくくなり、レンダーは借入人に地震保険への加入を強く求めるものである。PMLとは、地震による予想最大損失額のこと、建物の使用期間中で予想される最大規模の地震（再現期間475年相当＝50年間で10%を超える確率）に対して予想される最大の物的損失額（90%非超過確率という）の再調達費に対する割合を示している（詳細は第Ⅲ部第2章参照）。対象不動産のPMLを向上させること（すなわち小さくする）は、耐震補強工事等しない限り難しいが、地震保険に加入することで、地震による損壊リスクは軽減可能である。
- ・ 賃貸借契約等で工夫する……例えば賃貸オフィスや賃貸マンションなどで一定期間、空室リスクを軽減したいと考えた場合、どのような方法があるだろうか。定期借家契約やマスターリース等はテナントの一定期間の入居や収入の安定化を図るための1つの方法だと考えられる。また、商業施設の賃貸借の場合、売り上げの変動に伴う賃料収入の変動リスクを軽減するにはどうしたらよいであろうか。例えば、100%歩合賃料で契約するのではなく、固定賃料または固定+歩合賃料形式で契約することは、リスクの軽減策となる。賃料の下落リスクはどうであろうか。もともとの契約書に一定期間ごとに賃料が上昇するステップアップ条項を入れたり、長期契約で賃料をある程度固定しておくこと、中途解約の場合の違約金を設定しておくこと等は、キャッシュフローの変動リスクを緩和させる働きがある。
- ・ 適正な管理仕様の維持……不動産の実際的なマネジメントは管理会社による管理を通じて行われ、管理費の水準は、その前提となる管理仕様に基づいている。ファンドブームの時代には、短期的な投資スタンスで、過度に管理費用の削減を実施した経緯がある。その結果、管理のクオリティが落ちたり、必要なレベルの管理ができていないケースも見受けられる。適正な管理仕様を維持することは、テナント満足度を高めるばかりか、事故の発生軽減などの効果があり、キャッシュフローや不動産価値のみならず、オーナーのレピュテーションリスクを軽減させる効果がある。
- ・ 管理運営の適正履行チェック……上記のとおり、管理は保有不動産の実際的なオペレーシ

ョンとして重要な役割を果たしているが、設定された管理仕様が適正で十分であっても、実際の実施がいい加減だったり、不十分であっては、意味がない。そのために、管理運営が適正に行われているかどうかのチェック（インスペクション）やテナントへのCS調査等を行うことがリスク軽減の方策である。

- ・ 法改正、リコール情報の定期的な収集……保有期間中も各種法改正があり、そのためにオーナーが何らかの対策や報告が求められることがある。また建物設備・什器備品などについてのリコール情報も都度発信されており、不具合のある機器の放置による事故発生もないとはいえない。これらのリスクを軽減するためには、関連する法改正情報やリコール情報を定期的に収集することが重要である。
- ・ 計画的な修繕の実施、改修工事の実施……建物は経年とともに古くなり、その機能が劣化していく。建物の機能を維持し、適正な状態にし、長持ちさせるためには、計画的な修繕が欠かせない。また、機能的に大きく後退した場合等には、改修工事を実施することにより、対象不動産の市場性や競争力を維持・回復することができるであろう。
- ・ 出口をあらかじめ確保する……不動産投資では、購入した不動産を未来永劫保有し続けるというよりは、投資期間等の関係から、一定期間保有し、そして、その後、物件を売却して換金化するケースが多い。この場合、資産の売却は将来時点なので、投資した不動産がいくらで、誰に売れるのか、あるいは売れないのかというリスクが常に存在する。将来発生するマクロ的な事象をコントロールすることは不可能であるが、個別不動産レベルでは、売却先をあらかじめ確保する等、出口をあらかじめ確保することは、リスクを軽減する方策といえる。
- ・ 融資面での工夫……不動産投資では、全額自己資金で行うというよりは、金融機関からの借入金を利用することが一般的であり、この点においても、リスクの軽減の余地がある。例えば、将来の金利上昇が見込まれる場合には、固定金利を選択する方法や変動型でも金利キャップを購入する方法が有効である。また、想定される投資期間をカバーする借入期間を設定することも有効である。仮に投資期間中に借入金の満期が到来すると、マーケットが悪化していれば、借り換え（リファイナンス）リスクが顕在化する。
- ・ マーケットのサイクルを見極める……不動産も経済あるいは他の金融資産等と同様、マーケットサイクルがあり、仮にマーケットサイクルのピークの時に投資すると、その後はしばらく下落・低迷期に転じ、結果的に不動産投資が失敗になる可能性が高い。したがって、マーケットが今どのような状況なのか、今後どうなるのかを見極めることは、とても重要である。不動産マーケットの見方については、本書第Ⅱ部で詳述する。

以上、不動産投資の特徴を説明したが、不動産投資は他の金融資産への投資と異なる特徴を有しており、その特徴はオポチュニティとリスクの存在にあり、不動産投資においてはこれらをコントロールすることが重要で、特にリスクの的確な把握とリスクの軽減がポ

イントとなる。

5 ● 不動産投資の種類

次に不動産投資の代表的な区分を紹介して、不動産投資とは何かについて理解を深めたい。

＜エクイティ投資とデット投資＞

投資の種類としては、**エクイティ投資**と**デット投資**がある。前者は自己資金を不動産等の“実物”への直接購入に充てて所有するタイプの投資である。エクイティ投資家としては、REIT、投資銀行、不動産会社等があり、通常「不動産投資」といった場合、エクイティによる投資を指すことが多い。

一方、**デット（ローン）**による投資とは、自らの資金を不動産購入資金に充当するのではなく、不動産購入者等に“融資”する投資形態をいう。デット投資家は、エクイティ投資家への資金の貸し付けを通じて投資のリターンを実現するものである。具体的にはノンリコースローンを行うレンダーが挙げられる。なお、欧米の投資銀行等では、エクイティ投資とデット投資の2つのグループを持っているものが多い。

エクイティ投資家のリターンは物件の購入価格、保有期間中のキャッシュフロー、出口の価格等により決まり、それらは不動産市場の動向に影響される。一方、デット投資家のリターンはもっぱらローン契約に記載された内容により決まってくる。具体的には、金利やアップフロントフィー等である。両者の特徴をまとめたものが【図表 I-1-4】である。

【図表 I-1-4】投資の種類と特徴（1）

区 分	投資金額の使途	リターンの特徴	投資家の立場
エクイティによる投資 (Equity)	物件の購入に充当	マーケットの事情により変動する	所有者
デットによる投資 (Debt)	エクイティ投資家への貸付	ローン契約書で明記される	資金の提供者

＜アクティブ投資とパッシブ投資＞

投資には**アクティブな投資**と**パッシブな投資**がある。投資における意思決定権（コントロール権）を持つ投資をアクティブな投資といい、これがない投資（例：第三者の投資に投資する）をパッシブな投資という。この分類は、日本ではあまり認識されていないが、【図表 I-1-5】は米国の分類である。

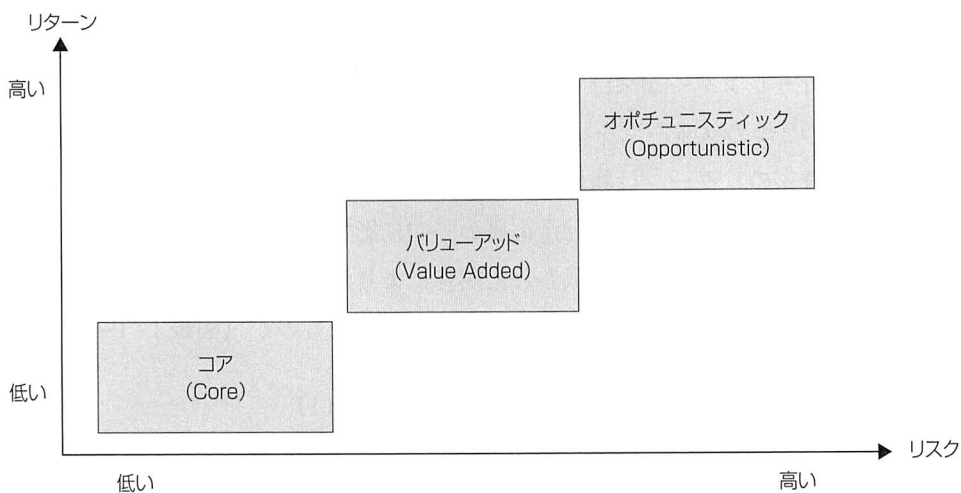
【図表 I-1-5】投資の種類と特徴（2）

区 分	エクイティ投資	デット投資
アクティブな投資 (Active)	・不動産への直接投資 (例：購入・開発)	・ローン提供 ・セカンダリーマーケットでのローン債権の購入
パッシブな投資 (Passive)	・不動産会社の株式購入 ・リミテッドパートナーとしての投資 ・REIT株式の購入	・パススルー受益権購入 ・モーゲージREITへの投資

<リスクとリターンによる区分>

リスクとリターンの高低により、エクイティ投資は大きく分けて「コア (Core)」「バリューストック (Value Added)」「オポチュニスティック (Opportunistic)」の3つに区分される。これらは相対的な分類であり、例えば東京などの大都市のクラス A オフィスビルのように投資する最も投資の安全性の高い、ローリスク、ローリターンの投資が「コア」に分類される。これに対し、ハイリスク、ハイリターンの投資は「オポチュニスティック」と呼ばれる（【図表 I-1-6】参照）。REIT は一般的には「コア」あるいは「バリューストック」と認識され、一方、プライベートファンドは様々なものがあるが、REIT よりやや高めのリターンであることから、「バリューストック」「オポチュニスティック」タイプが主流と考えられる。

【図表 I-1-6】 投資の種類と特徴 (3)



不動産証券化協会 (ARES) では、次のように定義づけている。

- ※ コア：ファンドの主要な期待リターンの源泉が、不動産賃貸から生じるインカムリターンであるもの
- ※ バリューストック：ファンドの主要な期待リターンの源泉が、不動産賃貸から生じるインカムリターンに加えて、割安に取得した物件の収益性を高めて不動産価値を増加させることにより得られるキャピタルリターンであるもの
- ※ オポチュニスティック：ファンドの主要な期待リターンの源泉が、市場動向予測に基づいた不動産の売買によるキャピタルリターンであるもの

なお、各タイプのリターンの水準については、マーケットの状況、投資環境、リスク特性などにより、変化するものである。現在では、投資期間も中長期化してきており、不動産を短期的に運用するのではなく、中長期に保有し、運用することが主流となってきてい

る。

6 ●不動産投資家の種類

前述のとおり、不動産投資はエクイティ投資とデット投資に区分されるが、一般的に「不動産投資」はエクイティ投資を指すことから、以降、本稿ではエクイティ投資でアクティブな不動産投資を中心に説明する。

それでは、エクイティ投資家にはどのような者がいるのであろうか。エクイティ投資家を大別すると「個人」「企業」「機関投資家」の3つに分類される。「個人」は個人レベルで不動産投資を行っている者で、最近では富裕者層や一般個人でも不動産投資に対する関心が急速に高まっている。この背景には不動産市況の回復、給与以外の収入（＝賃料収入）の確保、相続税対策や節税メリットなどがある。一方、「企業」は企業体として不動産投資を行っているもので、製造業、サービス業の中でも本業の他に不動産投資を行っている企業も多い。不動産は自ら利用してもよいし、他人に賃貸借してもよい。不動産を持つことは様々なメリット（例：企業信用力、担保融資など）があることから、日本企業は伝統的に不動産を「持つ経営」を行ってきた。一方、米国は、企業は株主に利益を生み出し、配当する“箱”という認識があり、「持たざる経営」が主流である。「機関投資家」とは直接またはREITやプライベートファンド（私募ファンド）を通じて多額の資金を継続的に不動産に投資をする大口投資家で、年金基金（例：厚生年金基金、企業年金、共済組合など）と一般機関投資家（例：銀行、信託銀行、生命保険会社、損害保険会社など）に区分される。不動産投資の世界ではこの「機関投資家」の存在が大きな位置を占めており、その主たる投資先の1つであるREITやプライベートファンドが急拡大してきてきた。公募のREITはプライベートファンドに対して、相対的に規模が大きく、上場により一般の投資家から幅広く資金調達することから、様々な規制や制約がある。これに対し、私募のプライベートファンドは柔軟性が高い。但し、プライベートファンドにおいても投資家保護やリスク管理のルールは要求され、「金融商品取引法」の規制対象となり、証券取引等監視委員会の検査対象となっている。なお、取引所に上場しない**私募REIT**も増えてきている。私募REITは、REITとプライベートファンドの中間的な位置づけで、上場はしないものの、ファンド自体は永続的であり、最低投資単位も両者の中庸である。中長期で安定的な運用を考えている投資家が私募REITを選択しているようである。なお、機関投資家の中で、重要な役割を果たしているのが年金基金であり、企業年金に加え、世界最大級の年金である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の今後の不動産投資への動向が注目される。REIT、私募REIT、プライベートファンドの三者の特徴についてまとめたのが【図表I-1-7】である。

【図表 I-1-7】 上場 REIT、私募 REIT、プライベートファンドについて

項目	上場 REIT	私募 REIT	プライベートファンド
資産規模	100 億～1 兆円超	200～3,000 億円超	10～1,000 億円程度
根拠法	投資信託及び投資法人に関する法律（投信法）	投資信託及び投資法人に関する法律（投信法）	資産流動化法、会社法、商法
投資ヴィークル	投資法人（上場）	投資法人（非上場）	合同会社（GKTK）、特定目的会社（TMK）
投資期間	会社型であるため永続的	会社型であるため永続的	3～7 年程度が主流
期待利回り	3～7%台	4～5%台	6～15%（リスク特性による）
投資家数	不特定多数（個人投資家を含む）	特定多数（機関投資家中心）	特定少数（機関投資家中心）
最低投資単位	一口 1 万円～	1 億円～	一口 1,000 万～5 億円
出資金の募集方法	公募	私募	私募
出資金の払い戻し	不可（クローズドエンド型）	可能（オープンエンド型）	不可（クローズドエンド型）
流通性	高い（市場での売買が可能）	中（投資口の払い戻し、譲渡が可能）	低い（途中解約不可）
売度頻買	日々	定期	なし
レバレッジ（LTV）	通常 35～60%	通常 30～50%	通常 50～80%（ファンド特性による）
情報の透明性	高い	中度程	低い
時価の把握	取引所価格	鑑定評価額	一般的に提供されない
情報開示	投信法、金商法、東証などによる開示	投信法に基づき開示	限定的

（出所）ザイマックス不動産総合研究所

7 ● 投資対象としての不動産

不動産投資家はどのような不動産に投資しているのでしょうか。一般的には、投資家はその不動産の収益性に関心があり、もっぱら自分が投資した金額に対しどれだけ多くのリターンが期待できるかを投資の尺度としているといえることから、投資対象である不動産は収益を生む「収益用不動産」であろう。収益用不動産には様々なものがあり、その一例を挙げると以下のとおりである。なお、稼働中の収益物件に投資する場合のほか、これらを開発するための開発型の投資もある。しかし、開発型は稼働中の物件への投資と比較して、プロジェクト竣工のリスクがあること、開発期間中はもっぱら費用の発生が中心で収益が得られないこと等により、開発型への投資に慎重な投資家も多いが、最近では、マーケットの回復に伴い、徐々にリスク・オン状態となっており、開発型投資への関心が再び高まりつつある。

欧米等を中心に、空港や有料道路、橋、トンネル、港湾、エネルギー施設、通信施設、上下水道施設などのインフラ施設を投資対象とするファンド（「インフラファンド」という）もあり、投資対象として認識されている。不動産証券化協会（ARES）の「第16回

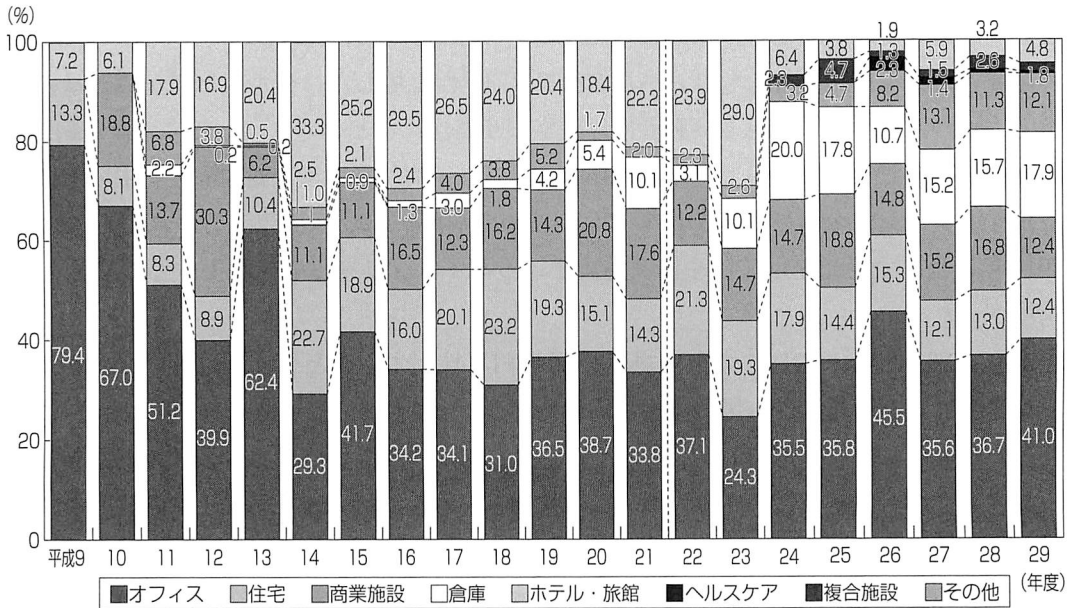
機関投資家の不動産投資に関するアンケート調査（平成28年11月）」によれば、同アンケートに回答した年金の24.6%、一般機関投資家の20.4%がインフラファンドに「投資済み」で、2011年の調査と比較して、年金は2.6倍に増加し（2011年：9.4%）、一般機関投資家は2.4倍（2011年：8.5%）となった。我が国でも、アベノミクスの成長戦略の1つとして、民間資金を活用した社会資本整備があり、「民活空港運営法」も2013年6月に成立した。今後は、民間が空港運営に乗り出すケースが増えていく可能性がある。2013年より、国土交通省、不動産証券化協会（ARES）、東京証券取引所などで、ヘルスケアREITの創設に向けた準備が行なわれ、ヘルスケアREITが上場した。ヘルスケア施設とは、有料老人ホームやサービス付き高齢者向け住宅（サ高住）などシニア向け住宅のほか病院・医療モール施設を含むものである。2015年6月には、病院不動産を対象とするREITに係るガイドラインが公表され、2017年には、初めて病院不動産がREITに組み入れられた。2016年には、太陽光発電施設や港湾施設といったインフラを投資対象とする投資法人が上場された。

政府は2020年頃にREITの市場規模を30兆円に拡大することを目標に掲げており、国土交通省の「不動産投資市場の成長に向けたアクションプラン」（2017年6月21日）によれば、その中心的な方策の1つが企業不動産（CRE）の活性化である。企業等が保有する不動産ストックの成長性の高い資産等への転換を進めるため、ガイドラインの改訂やフォーラムの開催等を通じ、これまでCREの有効活用に積極的ではなかった業界・団体におけるCRE戦略の導入・実施を促すこととされている。また、わが国で企業不動産（CRE）と共に大きな存在を占めているのは公的不動産（PRE）であるが、PREにおいても不動産証券化の仕組みが活用できないかが検討されており、今後、その活用が期待される。さらには、不動産証券化を用いた老朽化不動産の更新・活用の促進も掲げられている。これらの活動を通じて、今後は、いままで不動産証券化の対象となっていなかったものや一見、不動産証券化には無縁と思われるものであっても、リースバック形式等を取ることで、収益不動産化することができ、投資対象となりうる可能性も出てくるであろう。【図表 I-1-8】はわが国において証券化された不動産の用途別資産額の割合を示しており、徐々に投資対象としての不動産用途が多様化してきたことがわかる。

- ・ オフィス
- ・ 共同住宅（賃貸マンション）
- ・ 商業施設（ショッピングセンター、専門店ビルなど）
- ・ 流通業務施設（貸倉庫、配送センター）
- ・ ホテルなどの宿泊施設
- ・ レジャー施設（ゴルフ場、ボウリング場、温浴施設など）
- ・ ヘルスケア施設（病院、介護施設）

- ・インフラ施設 [(注) インフラ施設には必ずしも不動産でないものも含まれることに注意]
- ・官公庁施設
- ・大学などの教育施設

【図表 I-1-8】証券化の対象となる不動産の取得実績の推移（用途別資産額の割合）



注1: 「その他」に含まれるものは以下のとおり。

・平成23年度以前は、オフィス、住宅、商業施設、倉庫以外の用途のもの。

・平成24～25年度は、オフィス、住宅、商業施設、倉庫、ホテル・旅館、複合施設以外の用途のもの。

・平成26年度以降は、オフィス、住宅、商業施設、倉庫、ホテル・旅館、ヘルスケア、複合施設以外の用途のもの（駐車場、研修所等）。

注2: 平成13年度以降は、TMKの実物不動産分は内訳が不明のため含まない。

注3: 用途が複数ある場合は、全体床面積の80%程度以上を占める一用途がある場合にはその用途を、それ以外の場合には「複合施設」としてしている。

(出所) 国土交通省「平成29年度 不動産の証券化調査」(平成30年5月31日)

不動産は、われわれ人間の生活と活動の基盤として、様々な用途に供されるが、その使われ方により、“床”の効用が異なり、また価格・賃料の形成要因も異なる。例えば、オフィスはオフィスワーカーが働くための床であり、共同住宅は人々が生活するための床である。また、用途によっては、床そのものの価値（＝場所的利益、空間価値）に加えて、誰がどのようなオペレーションをするかという、オペレーションがより重要となる場合もある。例えば、ホテルの場合、ホテルグループによるブランドイメージがあり、また、サービスの質や内容などもホテルの収益性に影響する。不動産投資の実務においては、用途毎に留意すべき着眼点やリスクが異なり、より高い知識や経験が要求されてきていることから、専門分化している。【図表 I-1-9】は、東京海上不動産投資顧問（株）のレポートからの引用であるが、不動産の用途により投資リスクが異なることを示す1つの例である。縦軸のインカム変動リスクは、不動産スペースマーケット（賃貸市場）のボラティリティ

を示しており、流動リスクは、不動産キャピタルマーケット（売買市場）に関する。

【図表 I-1-9】 セクター別 投資リスクの構成要素



(出所) 東京海上不動産投資顧問(株)「日本の不動産投資マーケットの現状」2010年第4四半期

不動産投資を行うにあたり、REITやプライベートファンドは、それぞれ“物差し（ものさし）”を持っている。すなわち、どのような物件に投資するかという投資基準をあらかじめ決めておき、これに基づいて投資しているのである。あらかじめ投資基準を作成することで、どのような物件に投資するのが明確になり、また、REITやプライベートファンドに資金提供する投資家も安心である。

各投資主体の投資物件の選定基準はさまざまであるが、概ね以下のような項目が考慮されている。

- ・投資物件に係る用途的な制約の有無（例：オフィスのみ）
- ・投資物件に係る地域的な制約の有無（例：東京のみ）
- ・投資物件に係る規模的な制約の有無（例：延床面積が〇〇㎡以上）
- ・投資物件に係る金額的な制約の有無（例：1物件の金額が〇億円以上）

【図表 I-1-10】 はあるプライベートファンドの投資物件の選定基準である。REITにおいては、建物関係（建築及び設備スペック、耐震性、遵法性）、完全所有権以外の権利への対応、入居テナント属性、環境・土壌等について、さらに細かい投資基準を作成しているケースが多い。また、これらの個別物件への投資基準に加え、ポートフォリオ構築方

【図表 I-1-10】 あるプライベートファンドの投資基準

(オフィスビル)

- ・ 地域：東京都 23 区中心、その他周辺都市・政令指定都市・地方中核都市等
- ・ 建物規模：原則として延床面積 3,000 m²以上
- ・ 1 物件の金額：原則として 5 億円以上

(賃貸住宅)

- ・ 地域：東京都 23 区中心、その他周辺都市・政令指定都市・地方中核都市等
- ・ 建物規模：原則として延床面積 1,000 m²以上
- ・ 1 物件の金額：原則として 5 億円以上

(商業施設)

- ・ 地域：首都圏（山手線ターミナル駅から 1 時間以内）、大阪、政令指定都市・地方中核都市等
- ・ 建物規模：原則として延床面積 6,000 m²以上
- ・ 1 物件の金額：原則として 10 億円以上

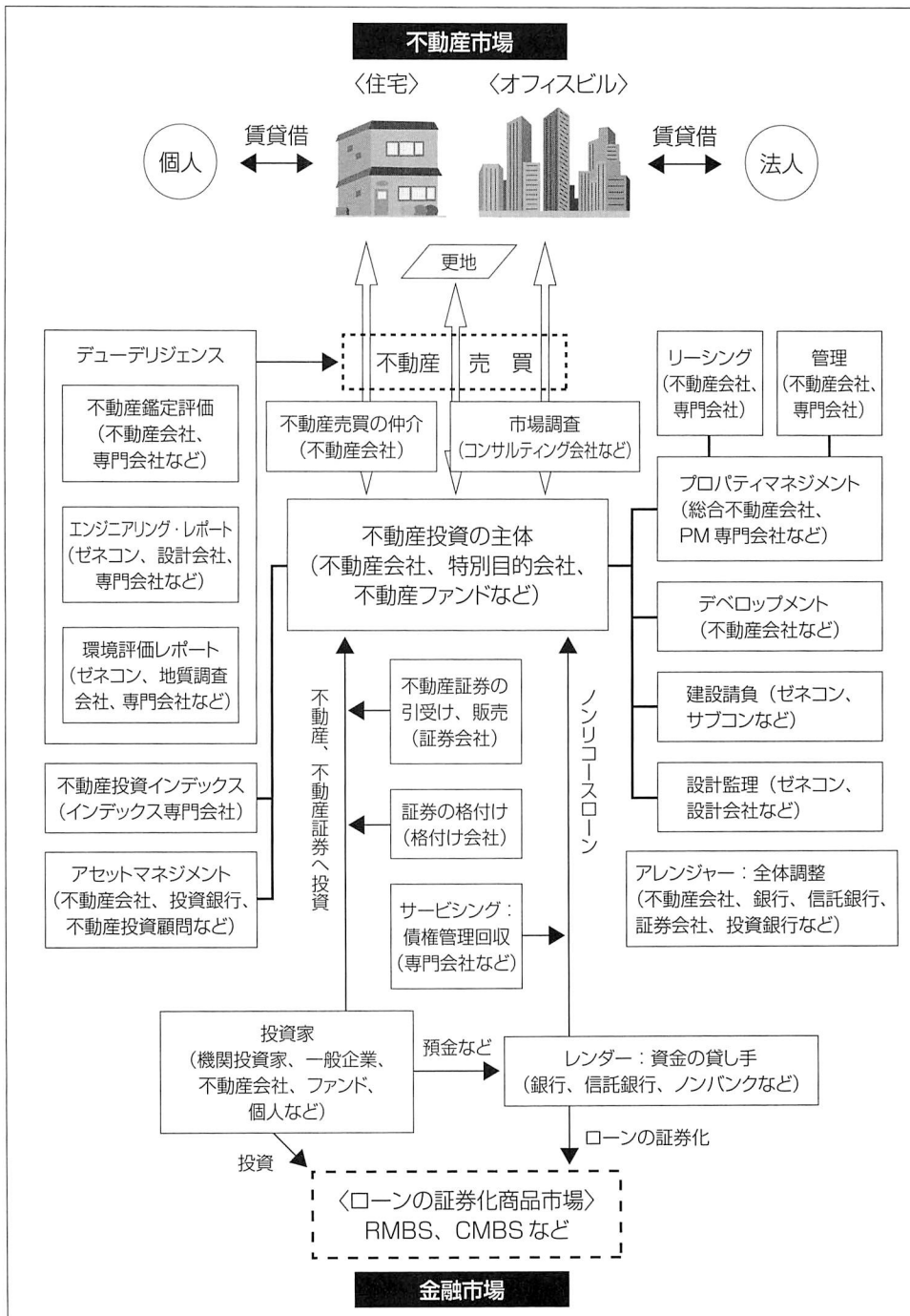
針も明確化している。REIT の投資基準・運用方針については、各 REIT のホームページを参照されたい。

8 ● 不動産投資に関わる主なプレーヤー

【図表 I-1-11】 に示すように、不動産投資ビジネスには様々なプレーヤーが関与している（その他のプレーヤーとして弁護士や税理士が挙げられる）。それぞれのプレーヤーが専門性を持ってその役割を果たしていることから、投資家である皆さんはこれら全てに係る知識を得て、理解することは無理で、逆に必要ないと思われるかもしれない。例えば、投資家が特定の不動産への投資を検討する場合、通常、当該物件に係る詳細な調査を行うが（これを「デューデリジェンス」という。詳細は第Ⅲ部で詳述）、投資家はこのような調査（例：エンジニアリングレポートの作成）を外部の専門家に依頼することが通常であり、また、不動産の市場価値を把握するため、不動産鑑定士に評価を依頼する場合も多い。これらの内容については、投資家が自ら行うというよりも、むしろ外部の専門家の意見を聞くことが多いかもしれない。しかし、これらの内容は不動産投資の意思決定プロセス上、不可欠なものであり、投資家として大切なことは、これらの専門家の調査レポートを正しく理解し、的確な投資判断を行うことであるので、本書では独立の章として取り上げ、詳しい説明を行っているのである。

以上のように、不動産投資のためには、全体的・体系的な知識が必要であり、この不動産投資ビジネスが、多くのプレーヤーが関与し、彼らに支えられた巨大なビジネスであることの認識が必要である。わが国の不動産投資ビジネスが、今後ともますます安定的に成長・発展していくためにも、各プレーヤー相互の信頼関係と専門家としての自覚が必要である。前述で紹介した「不動産投資市場の成長に向けたアクションプラン」の中でも、人材育成の重要性が中心的な方策の 1 つとして掲げられている。

【図表 I-1-11】 不動産投資に関わる主なプレーヤー



(注) 機関投資家：生命保険会社、損害保険会社、年金基金、外資系投資家など

RMBS：住宅ローンの証券化商品

CMBS：商業用不動産向けローンの証券化商品

(出所) 田辺信之 [2011]、『基礎から学ぶ不動産投資ビジネス-第3版』日経BP社、P19

第2章 アセットマネジメント総論

1 ●アセットマネジメントとは

1.1 アセットマネジメントとは

アセットマネジメントとは投資家からの委託に基づき、投資用資産の取得、保有期間中の管理・運用、売却に至るまでの戦略を立て、実行する業務のことである。

不動産への投資に限っていえば主に以下の業務を指す。

- ▶投資戦略の立案
- ▶投資対象不動産（信託受益権を含む。以下同じ）の調査
- ▶投資対象不動産の取得計画の立案及び取得の判断と実行
- ▶運用計画の立案（収支計画、リーシング計画、管理運営計画、大規模修繕計画など）と実行
- ▶投資対象不動産の取得資金の調達（リファイナンス含む）
- ▶プロパティマネジャー（PM）やビルメンテナンス会社（BM）などのプレーヤーの選定、監理
- ▶投資家やレンダーなどの関係者へのレポートニング
- ▶売却計画の策定及び売却判断と実行
- ▶SPCの維持、管理

1.2 アセットマネジャーの役割

アセットマネジメント業務を行う者をアセットマネジャーという。

アセットマネジャーが登場した背景としては、日本において不動産証券化が進展するにつれ、株式や債券と同様に証券化された不動産が投資対象となったことに伴い、投資対象である不動産の価値を維持向上させる役割を担う専門化が必要になったことが挙げられる。

不動産証券化の一側面が「所有と経営の分離」であるとするれば、「経営＝アセットマネジメント」であり、その役割を担うのがアセットマネジャーであるといえる。

つまりアセットマネジャーは投資家の利益を最大化するのが役割であり、そのために所有者である投資家に成り代わり、単一もしくは複数の不動産を所有するヴィークル（SPC、TMK、J-REIT、私募REITなど。以下同じ）からの委託を受けて投資対象となる物件の選定・取得～日々の運用～売却～ヴィークルの精算に至る一連の投資運用行為を行うのである。投資判断の全てを行う場合を投資一任、ヴィークルに対してアドバイスを行う場合を投資助言という。

単に投資対象である不動産の管理運営に留まらず、ヴィークルの資金調達計画などの財務戦略も主要な業務の一つであることからアセットマネジャーは不動産保有会社の経営者

【図表 I-2-1】 不動産ファンド運営業務と AM / PM 業務領域イメージ

	項目	業務領域イメージ	他関係者／外部委託先
①	ファンド運用戦略		
②	物件マーケティング		不動産会社など
③	物件取得（ファイナンス/DD含む）	AM領域	DD業者・金融機関
④	物件売却		不動産会社など
⑤	資産運営・管理統括		
⑥	経営方針・全体予算作成・管理		
⑦	個別物件予算作成・予算管理		
⑧	物件管理	※	メンテナンス会社
⑨	資本的支出管理		ゼネコン/工事業者
⑩	会計経理管理		会計事務委託先
⑪	報告関連	PM領域	
⑫	テナント営業		リーシング会社など
⑬	テナント管理		一部メンテナンス会社

※物件キャッシュフローに影響を及ぼす重要事項や異例対応についてはAMの関与あり

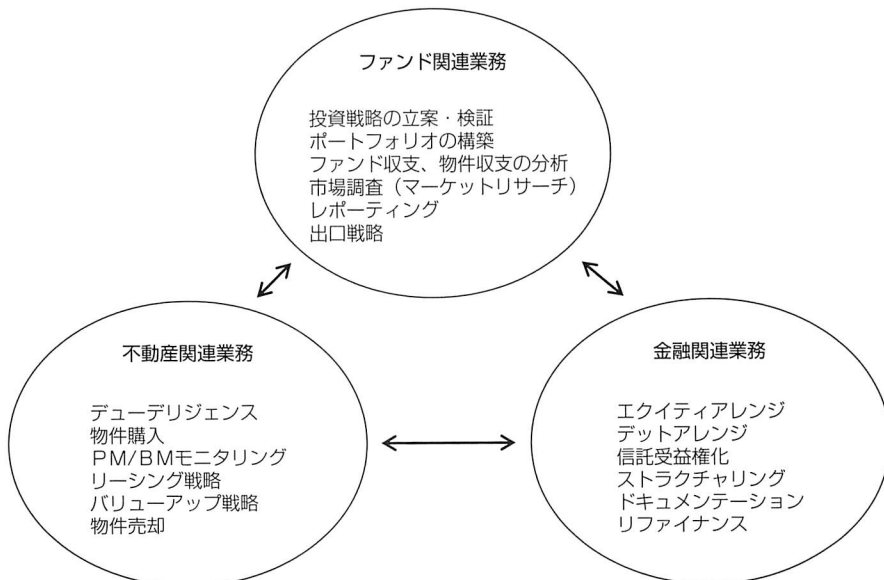
であるともいえる（プロパティマネジャーとの相違点）。

アセットマネジャーには法令を順守し真摯な姿勢で業務を遂行することが求められる。

1.3 アセットマネジャーの業務範囲

アセットマネジャーの主な業務は、どのような物件をいつ取得するのかと言う「入口戦略」、リーシングや修繕をどのように実施していくのかという「期中戦略」、投資物件をいつどのように売却するのか（リファイナンス含む）という「出口戦略」、これらの三つの

【図表 I-2-2】 不動産ファンド業務の概要



戦略を立案し実行することである。

不動産は株式や債権とは違い投資対象として全く同じ物が存在しない「唯一無二」のものである。それゆえにこれら業務の巧拙が最終的には投資家への配当（投資リターン）に直結することになるため、アセットマネジャーの責務は極めて重いものである。

またアセットマネジメント業務を行うに際してはストラクチャーによって様々な法令を順守する必要がある（例えばいわゆる GK-TK スキームを活用した私募ファンドであれば金融商品取引法、TMK であれば資産流動化法、REIT であれば投資信託及び投資法人に関する法律）。

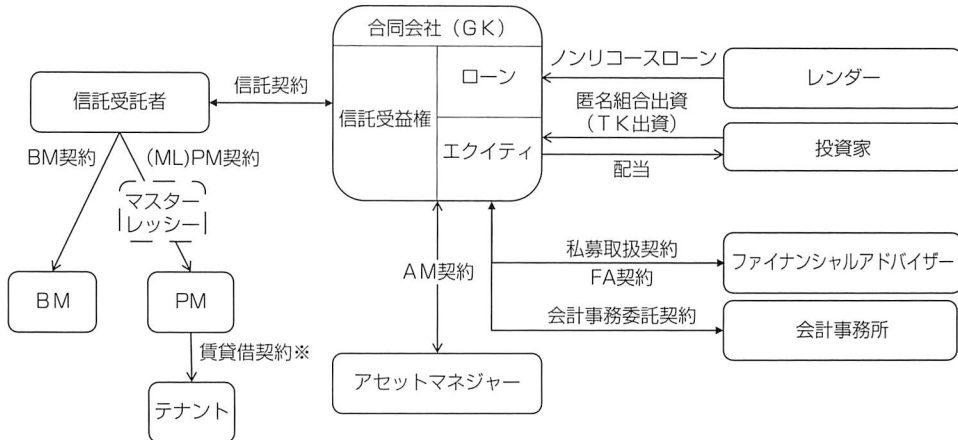
【図表 I-2-3】 不動産証券化商品の分類（一部）

ストラクチャー		TMK	REIT	GK-TK	不特法（特例事業型）
根拠法		資産流動化法	投資信託及び投資法人に関する法律	商法・会社法 金融商品取引法	不動産特定共同事業法 金融商品取引法
対象不動産		不動産 不動産の信託受益権 不動産ローン	不動産 不動産の信託受益権	不動産の信託受益権	不動産
ヴィークル		特定目的会社	投資法人	合同会社	
倒産隔離		特定持分信託 中間法人 海外 SPC の利用	特段の規定なし (導管性の要件において、投資法人が同族会社に当たらないことの規定あり)	中間法人や海外 SPC の利用	
二重課税の回避		一定要件を満たすことで配当金・分配金の損金算入が可能（実質的に法人税非課税）		匿名組合の活用によって対応	
投資形態	デット	特定社債 特定借入	投資法人債 特定借入	ノンリコースローン	
	エクイティ	優先出資証券	投資証券	匿名組合出資	
不動産の管理・処分		信託会社等	資産運用業務の許可を受けた運用会社	信託受託者	特例事業者

更に、昨今の環境への配慮を尊重する風潮や持続性社会への意識の高まりを受け、投資対象不動産を選定する際の基準や当該不動産が社会や周辺環境に与える影響（排出 CO2 や商業施設であれば利用者による混雑が原因となって周辺に交通渋滞を惹起していないかなど）についても配慮する必要がある。

なお、本章においては、主に GK-TK スキームを活用した私募ファンドにおけるアセットマネジメント業務について記述する。

【図表 I-2-4】一般的な GK-TK スキーム（関係プレイヤー含む）



※マスターレシーが関与しない場合には信託受託者とテナントとの間の賃貸借契約となる。

2 ●取得（アキュジション）

2.1 投資戦略の立案

ファンドを組成しようとする場合、まずどのような特徴を持ったファンドにするのかの設計図が必要であり、設計図の基になるのが「投資戦略」である。

投資戦略の立案に際しては、現在の不動産マーケットの動向や金利や他投資商品の利回りなどのマクロ経済環境等を分析・把握し、それを基にアセットマネジャーとして将来予測（投資シナリオの仮説構築）を行うことが必要である。

どのような物件をどの程度の利回りで取得するのか？投資家に対してどのようなベネフィットを提供し得るのか？アセットマネジャーとしてどのような強みがあるのか？など、投資戦略は様々な要素を加味して立案されるものである。

投資戦略立案に際しては以下のような観点を考慮する。

- ▶投資対象エリア
- ▶投資対象不動産の種類（オフィス、商業施設、住宅、ホテル、物流施設など）
- ▶投資対象不動産の基準（築年数、規模（面積、価格）、立地など）
- ▶想定利回り
- ▶成長戦略
- ▶運用期間
- ▶売却（出口）戦略
- ▶リスク要因
- ▶投資家の特性

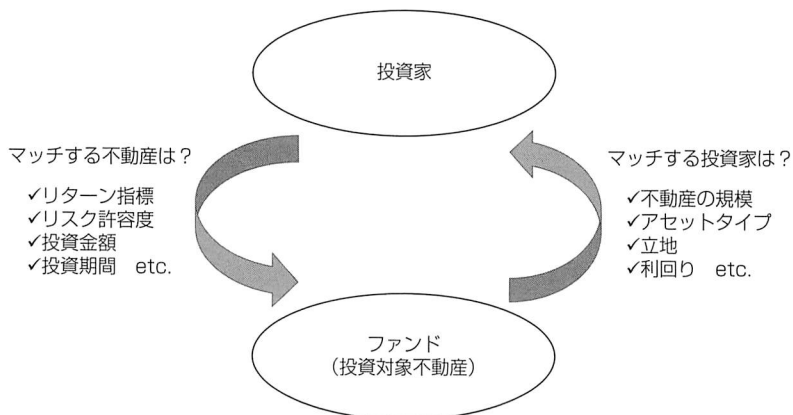
【図表 I-2-5】のように投資家の趣向や投資資金の性格（例えば投資期間が長期か短期かなど）によって投資リターンの考え方も異なってくる。

【図表 I -2-5】 投資家の趣向により異なるリターン指標

投資家（投資資金）の趣向	ファンドの性向	重視される指標
キャピタルゲイン型	オポチュニスティック	IRR エクイティ・マルチプル
インカムゲイン型 (キャッシュ・オン・キャッシュ型)	バリューアッド	
インカムゲイン型 (利益配当型)	コア/コアプラス	現金配当
	REIT	利益配当

仮に同一の投資対象不動産であっても後述するストラクチャリング次第で投資商品としての特性が変化するので投資家の趣向や投資対象不動産の持っている特徴やその時の経済環境、不動産市況などを総合的に勘案して投資家と投資対象不動産（ファンド）とのベストなマッチングを行う必要がある。

【図表 I -2-6】 投資家と投資対象不動産のマッチング



また金利の動向や他の投資商品の利回りなどの国内の経済情勢は勿論のこと、各国の不動産マーケットの動向や金利水準及びREIT 配当利回りや為替などについても日頃から情報収集を行い、投資戦略の立案に反映することが必要である。

特に海外投資家の場合、当然のことであるが投資先選定に関する視点が極めてグローバルである。よってアセットマネジャーとしては、世界の経済情勢を踏まえ日本の不動産に投資をする意義というものを十分に整理することが投資戦略立案に際して必要である。

2.2 デューデリジェンス（詳細は「第Ⅲ部デューデリジェンスと不動産鑑定評価」参照）

デューデリジェンスとは様々な観点から投資対象不動産の調査を行うことでリスクを明確化することである。仮にリスクの存在が確認されたのであればそのリスクを極小化することでリターンの極大化を企図するものである。

デューデリジェンスは(1)物的調査、(2)法的調査、(3)経済的調査に大別される。

まずは売却物件の情報を入手し、投資家とのマッチングが図れると推定出来れば売主から売却対象不動産に関する詳細な資料を入手する。

売却対象不動産の情報を同時期に複数入手している場合には、各売主が提示する各種条件（特に取引スケジュール）やデューデリジェンスの範囲と想定される費用を考慮した上で、優先順位を付けて取得の検討に着手した方が効率的である。

実務的には、取得検討に必要な資料が売主から開示されるので、まずはそれに基づいてデューデリジェンスを行い、売主との間で売買取引についての合意形成が為された後、買主の費用及び負担においてエンジニアリングレポート、鑑定評価書、マーケットレポートなどを取得して詳細なデューデリジェンスを行うことになる。

【図表 I-2-7】 開示資料（例）

- | | |
|----------------------|------------------|
| 1. 物件概要 | 11. エンジニアリングレポート |
| 2. 地図 | 12. 土壌汚染調査報告書 |
| 3. 公図 | 13. ストラクチャー図 |
| 4. 不動産登記簿謄本 | 14. 収支関連資料 |
| 5. 建築確認申請書類一式 | 15. PMレポート |
| 6. 建物図面一式 | 16. PM契約書 |
| 7. その他許認可関係書類 | 17. BM契約書 |
| 8. 隣地境界確認書類 | etc. |
| 9. 賃貸借契約書 | |
| 10. 固定資産税・都市計画税納税通知書 | |

それぞれの調査は各分野の専門家に委託するのが一般的である。例えば物的調査や法的調査であればエンジニアリング会社、環境調査会社、不動産会社など、経済的調査であれば不動産鑑定士、賃貸仲介会社やマーケティング会社などである。

デューデリジェンスの詳細は第Ⅲ部で記述するのでここではアセットマネジャーとして注意すべきポイントについて述べる（不動産鑑定評価についても第Ⅲ部参照）。

(1) 物的調査

物的調査は投資対象となる「不動産」そのものを調査することである。最近では証券化不動産の取引が多く、既存の関係者（信託受託者やレンダーなど）の各種調査をクリアしている前提でのデューデリジェンスになりがちであるが、土地や建物の登記簿謄本、公図、地積測量図などの基本的な事項についても開示された資料と合致しているかの確認は基本

中の基本である。

物的調査において最も重要なことが現地調査である。現地調査実施前に売主から開示を受けた資料を基に当該不動産の状況及び特徴を十分に把握・分析し、確認すべきポイントを整理した上で現地調査に臨むべきである。

「現地調査」とはいえ当該物件のみの調査だけを行うのではなく、最寄り駅などからの交通アクセス、周辺環境（特に隣接地）、競合物件など地域全体の特性をも把握することが重要である。例えば投資対象不動産がファミリー向け住宅の場合であれば小中学校の学区、近隣の商業施設や病院までの距離など、実際にそこで生活する住民としての視点で臨むことが大切である。

現地調査の意義とは開示資料などの「書面」と実際の現地の「利用状況」に相違があるか否かを確認することである。例えば図面に記載の無い区画が存在するか、建築確認申請の用途と違う用途で利用されている、などである。

もう一つの意義は利用する側からの視点で当該不動産を観察することである。例えば高層ビルの場合、通勤時間帯に現地調査を実施すればエレベータホールの混雑状況が確認できるため、図面だけでは分からない「実態」を把握することが出来る。このことがリーシング戦略を検討する際に参考になる場合がある。同じように商業施設の現地調査であれば平日だけではなく祝休日にも訪れることで実際の「集客力」を感じることが出来るため後述する「経済的調査」の参考になるのである。

また現地調査の際には当該物件に精通している施設管理者（プロパティマネジャーなど）が案内及び説明を行う場合が多いので、直接施設管理者との質疑を通じて開示資料では得られない情報を得られることもある。更にその質疑を通じて施設管理者としての力量の一端も把握出来るため、投資後も継続して施設管理を委託するか否かの判断材料の参考になるのである。

(2) 法的調査

法的調査は①権利関係調査、②賃貸借関係調査、③遵法性調査、の3つに大別することが出来る。

①権利関係調査

これも物的調査同様にまずは登記簿謄本で所有者と所有権移転を阻害する権利の付着の有無を確認することが基本である。但し、登記簿謄本は必ずしも実際の状態が記載されているとは限らないため、例えば所有者を確認する場合にはその他の手段（例えば固定資産税課税明細書など）でも確認する必要がある。

信託受益権化された不動産の場合、甲区における所有者は「●●信託銀行」と記載され、信託原簿に真の所有者である受益権者名が記載されている。

②賃貸借関連調査

収益の主たる源泉がテナントから収受する賃料等であり、その根拠となるのが賃貸借契約であることから賃貸借の内容については十分に精査する必要がある。

例えば、いわゆるレントロール（賃貸借契約の主な経済条件を一覧表に整理したもの）に記載されている内容が必ずしも実態を表しているとは限らない場合がある。これはフリーレントやレントホリデーなどの定めがある賃貸借契約の場合、表面上の賃料と実際に収受する賃料では差が生じる場合があることから、契約書にて確認するのは勿論、PMなどからテナントとの過去の交渉経緯などをヒヤリングすることも大切である。

また定期借家契約においては一定期間賃料が固定されている場合が多い。これまでのデフレ時代において固定賃料は賃料下落によるダウンサイドリスクを排除することが出来たが、仮に経済がプラス成長トレンドとなった場合は逆に賃料上昇によるアップサイドを得ることが出来ないこととなる。このようにアセットマネジャー自らが中長期的なマクロ経済見通しを持ち、それに基づいて現在の賃貸借条件の分析を行い将来の賃貸条件の見通しを整理した上で投資戦略に反映させる必要がある。

また前述した現地調査の際、賃貸借契約の当事者ではないテナントが入居していないか（例えば契約当事者の関連会社が同居していたり契約当事者から第三者へ転貸していたり）などについても確認する必要がある。

③遵法性調査

遵法性調査は投資対象不動産が適法な状態にあるか否かを確認するものであり、最も重要なことは「建築確認申請～確認済証・確認通知書～検査済証」という建物が建築された際の一連の書類確認である（その後の増改築などを含む）。

建物だけではなくエレベーターや看板などについても建物と同様に「建築確認申請～確認済証・確認通知書～検査済証」の手続きを経ているので建物同様に確認しなければならない。

前述のとおり現地調査において重要なことは「図面」と実際の「利用状況」の相違点の有無を確認することであるが、遵法性においては「建築確認申請時の図面」と「現地の利用状況」が一致していないことが確認される場合がある。こうした場合はまずは事実確認を行い、書面にて適法な状態であることや一定の手続きを踏むことで適法な状態に治癒出来ることを確認する必要がある。そうしたことが確認出来ない場合には投資不適格不動産となり投資対象から除外される。

例えば、実務的に多く見受けられるのは「用途変更手続きの遺漏」である。例えば建築時には1階を事務所として検査済証の発行を受け、その後に用途変更の手続きを経ずに「店舗」としている事例である（1階の場合、一般的に事務所に比べて好条件で賃貸出来ることがその主たる理由である）。

この場合、要件を満たせば「店舗」への用途変更が認められることもあるのでその可否

や適法化のコストについて精査する必要がある。

(3) 経済的調査

経済調査は主に①マーケット調査、②収入と支出調査の二つに分類される。

①マーケット調査

マーケット調査とはマクロ的な視点＝日本及び世界経済全体、ミクロ的な視点＝当該不動産の存する地域、の状況及び今後の動向を把握することである。

マクロ的視点では、投資戦略立案及び投資シナリオの見直しに影響を与えるような基礎的経済環境の動向を把握しておく必要がある。項目としては例えば、好不況の波動や日本及び世界経済の成長率見込み、各国の金利政策、国内政策の方向性などである。

ミクロ的な視点では、当該不動産の存する地域での再開発計画、交通インフラ整備計画、新規供給（新築）計画などの有無を確認する必要がある。例えば商業施設を投資対象とする場合において当該不動産の存する地域の特性（商圏となるエリアの人口構成や世帯年収など）や競合施設の状況などを調査する。この場合、こうした調査を得意とする専門家（コンサルティング会社やマーケティング会社）に調査を依頼することもある。

また行政による規制（規制緩和含む）や助成（子供に対する医療費補助など）、人口動向なども地域の活性化に影響し、その結果として不動産価値を左右することになるので、投資実行前のデューデリジェンス時だけでなく投資実行後においても状況に変化が無いかに注視することが重要である。

②収入と支出調査

収入調査とは投資対象不動産の収入を予測するために実施するものであり、アセットマネジャーにとって極めて重要な調査項目である。

収入調査では主に①テナント調査、②賃貸収入調査、を行う。

①テナント調査

まず入居中の個別テナント毎に以下の項目を調査する。

- ▶業種
- ▶信用情報（業況、取引銀行など）
- ▶契約形態（定期借家契約か否かなど）
- ▶契約内容（賃貸借期間、賃料や共益費、敷金額、更新の定めなど）
- ▶賃借目的（入居している理由）
- ▶賃料推移（入居から現在に至るまでの推移）
- ▶賃料支払実績（遅延、未払いなど）
- ▶その他（同居の有無など）

次に投資対象物件毎に以下の項目を調査する。

- ▶テナント数
- ▶業種分布（特定の業種への偏りなど）
- ▶テナント毎の占有割合
- ▶賃貸借期間満了時期（一時期に集中していないか）
- ▶経済条件（賃料など）のばらつき

②賃貸収入調査

投資対象物件毎に以下の項目を調査する。

- ▶入居率（稼働率）の推移
- ▶平均賃料の推移
- ▶現時点における周辺競合物件の賃料相場や入居率（稼働率）
- ▶周辺競合物件との競争力比較
- ▶追加投資（いわゆる「バリューアップ工事」）による賃貸条件向上の可能性

上記のとおりまずは現時点における状況を調査、分析する。

実務において重要なことはそれらを基に将来を予測することであり、特に収入の大部分を占める賃貸収入の将来予測を行う上で参考になるのが「退去理由」である。

退去理由から投資対象不動産の「弱点」を分析し、その弱みを強みに変えることで収入を安定化させたり場合によっては増加させたりすることも可能である。

例えば長年同じプロパティマネジャーが管理運営している不動産であればプロパティマネジャーへのインタビューで退去理由を確認することが可能である（逆にそうではない場合には実務上極めて困難となる）。

また貸室部分の収入だけではなく駐車場、看板、携帯電話用アンテナ設置などの付帯収入獲得の可能性や固定賃料と歩合賃料のバランス（商業施設の場合）、なども確認する必要がある。

収入と支出調査において重要なことは出来得る限りの実績データを集めることであり、投資対象不動産は勿論であるが競合となる周辺不動産についても可能な限り情報を収集することでより精緻な将来予測を行うことが出来るのである。

支出調査とは投資対象不動産の支出状況が適正に為されているかを確認するものであり、一概に支出を抑制（コストカット）することを意図するものではない。

支出調査では①現在の管理仕様と管理状況の精査、②過去の修繕及び資本的支出の確認が重要である。

①現在の管理仕様と管理状況の精査

これは投資対象不動産が適切に維持管理されているかを確認するためのものである。

まずは現在どのような項目にどの程度の支出が為されているのかを確認し、その上でその実態が対象不動産の価値を維持していく上で適切であるか否かを判断する。

不動産の価値を維持するということはハードとしての建物自体の価値を維持するという観点と適切な管理を通じてテナント満足度を高めることで不動産から得られる収益を維持するという二つの観点がある。

実際の管理仕様が適切か否かの精査については第三者的立場のプロパティマネジャーなどに意見を求めるなどし、複数の意見を参考に判断する。

現在の管理仕様が前述の二つの観点からみて不適切である場合や、管理仕様自体に見直しが必要である場合には、プロパティマネジャーにヒヤリングするなどして適切な管理仕様とそのコストを想定する。

また管理仕様どおりの管理状況にあるかの確認も行う必要がある。いくら適切な管理仕様であってもそのとおりに実施されていなければその目的を達成することは出来ない。管理仕様に定められたとおりに実施していないメンテナンス会社は論外であるが、例えば清掃についていえば管理仕様にあるとおりに実施はしているが、その「質」に問題が無いかなど、前述した現地調査において確認する必要がある。

このように投資対象不動産を日々管理しているプロパティマネジャー及びビルメンテナンス会社の役割は極めて重要であり、その選定にはコスト面ばかりに注目するのではなく投資対象不動産の価値を維持していくという本来の目的に十分に配慮して行うべきである。

②過去の修繕及び資本的支出の確認

この調査は投資対象不動産の主に建物及び設備の現在価値を正確に把握するために行うものである。

調査に際して、まずは出来得る限り過去に遡って投資対象不動産の修繕履歴及び資本的支出の実績を把握することが重要である。その上で例えば同じ修繕工事を何度も行っていないか、築年経過から判断し本来実施して然るべき設備の更新（資本的支出）が実施されていないのは何故か、など投資する上で注意すべき事項（リスク）を把握するとともに建物及び設備が現時点において本来期待される使用に耐えうる状況にあるかを確認する。

この調査においても可能な限りプロパティマネジャーやビルメンテナンス会社などにヒヤリングを行い、テナントからのクレームに起因した修繕工事の有無（例えば空調に関する事項）や修繕工事の実施には至っていない建物や設備に関するトラブルの有無（原因不明の漏水など）などについて確認すべきである。

3 ●ストラクチャリング

3.1 アンダーライティング

アンダーライティングとは組成しようとするファンドの投資商品としての投資分析を行

うことである。

まずは投資対象不動産自体の価値を算出するためにデューデリジェンスで得られた情報などを参考にしながら投資対象不動産に関する以下の項目の想定数値を設定する。

- ▶新規募集賃料条件（普通借家契約か定期借家契約かの検討含む）
- ▶既存テナントのターンオーバー（入れ替え）率及びダウンタイム（空室期間）
- ▶既存テナントへの対応方針（いつ頃に○%の値上げや△%の値下げの上で定期借家契約への変更など）
- ▶定常的管理費用（不動産に関わる）
- ▶修繕及び資本的支出工事の実施内容（想定金額含む）と実施予定時期
- ▶投資期間
- ▶想定売却キャップレート（複数物件の場合は売却順序なども）
- ▶その他個別物件毎に想定すべき項目

これらの数値をベースにして物件ベースでの想定されるパフォーマンス（NOI）を算出する。

次にローン条件に関する以下の項目を設定する。

- ▶ベースレート及びスプレッド
- ▶固定金利か変動金利か（ミックスすることもある）
- ▶アモチゼーション（元本返済）の有無とその額

これらローン条件に関する数値と前記の物件に関する数値をアンダーライティングモデル（AMによって使用するフォーマットは違う）に入力することでSPCベースでのパフォーマンスが導き出される。

これらのプロセスを経てアセットマネジャーとしての取得予定（希望）価格が決定される。

3.2 ストラクチャリング

ストラクチャリングとは投資対象不動産を取得するためのスキームを構築するとともにファンドを運営していく上で必要不可欠なプレーヤーを選定することである。

主たる項目は次のとおりである。

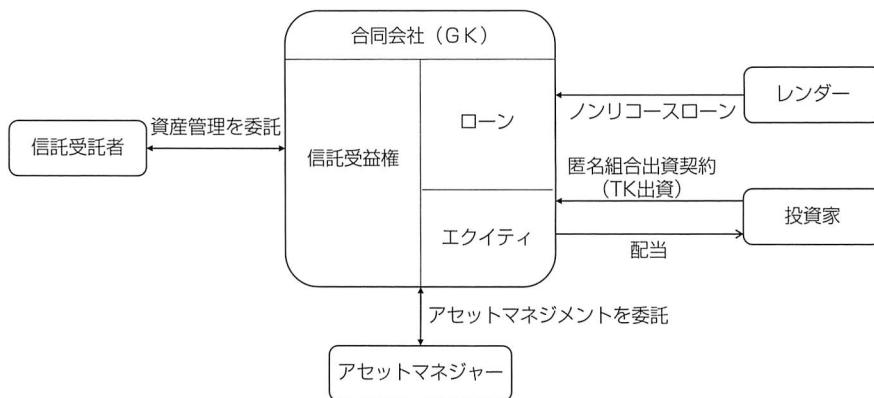
- (1) 基本ストラクチャー
- (2) リース形態
- (3) 信託受託者（信託受益権を取得する場合）
- (4) プロパティマネジャー及びビルメンテナンス（PM及びBM）
- (5) 会計業務委託先（主に会計事務所）

(1) 基本ストラクチャー

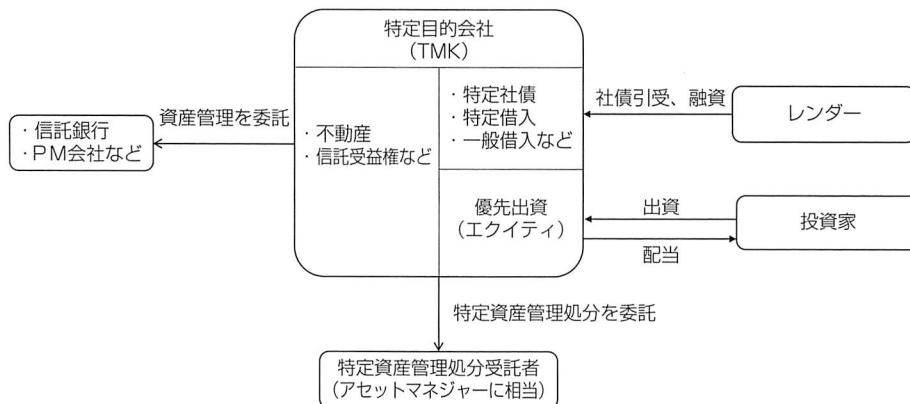
投資対象不動産を取得するための基本となるスキームを選定しヴィークルをセットアップする。代表的なものは次のとおりである。

- ▶ GK-TK スキーム（合同会社－匿名組合出資の組み合わせ）【図表 I -2-8】
 私募ファンドにおいて多用される一般的スキームである。
- ▶ TMK スキーム（資産流動化法に基づく特定目的会社を利用する）【図表 I -2-9】
 信託受益権のみならず現物不動産への投資や開発型でも利用出来るスキーム。
- ▶ REIT スキーム（投信法に基づく投資法人を利用する）【図表 I -2-10】
 J-REIT や私募 REIT で利用されているスキーム。
- ▶ 不特法スキーム（不動産特定共同事業法に基づくもの）【図表 I -2-11】
 平成 25 年の改正により SPC（許可制）による不動産取得が認められた。

【図表 I -2-8】 GK-TK スキーム



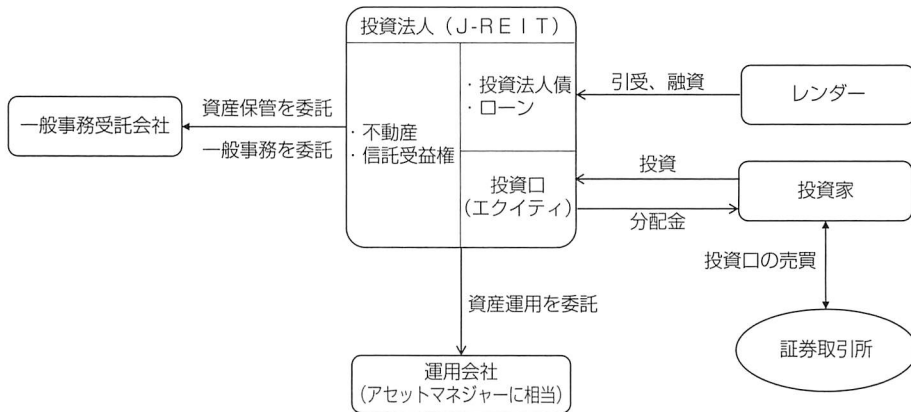
【図表 I -2-9】 資産流動化法のストラクチャー



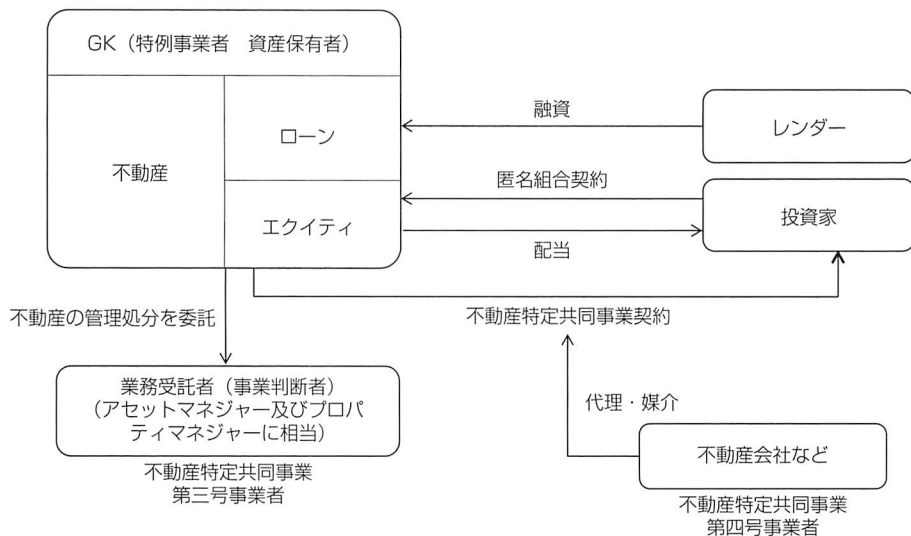
(注 1) 特定借入れ以外の借入れを実務では「一般借入れ」という場合が多い。目的等に制限があるが金融機関以外からでも一般借入れを受けることができる。

(注 2) 資産流動化法第 212 条に取得等の制限が規定されており、組合契約の出資持分や金銭の信託受益権、一定の議決権を有する株式や持分の取得などが禁止されている。

【図表 I-2-10】 J-REIT のストラクチャー



【図表 I-2-11】 不動産特定共同事業法 (特例事業型) のストラクチャー



(2) リース形態

貸主が誰になるのかを決める。私募ファンドの場合において一般的には登記名義上の所有者である信託受託者からマスターレシーが一旦全ての貸室を借り受けた上でエンドテナントに転貸するスキームが利用されている。これに対し信託受託者が所有者兼貸主となる場合もある (一般的に「直貸し」という)。

(3) 信託受託者

信託受益権を取得する場合は信託受託者を変更するか否かについても検討する必要がある。信託受託者によって受託スタンスやテナント及び物件に対する審査基準やカスタディ

のサービス内容も相違しているので信託報酬などの諸条件を総合的に判断して適切に選択する必要がある。

(4) プロパティマネジャー及びビルメンテナンス会社（以下PM及びBM）

PM及びBMの選定はアセットマネジャーとしてストラクチャリングを行う上で最も重要な項目であるといえる。

何故ならばファンドのパフォーマンスを向上させるための戦略を立案するのはアセットマネジャーの役割であるが、その戦略を理解し具体的な戦術を考え実際に遂行するのはPMでありBMだからである。どのように素晴らしい戦略であってもそれを実現出来なければファンドのパフォーマンス向上にはつながらない。

アセットマネジャーは精緻なデューデリジェンスとマーケット把握及び将来予測に基づいて実現可能な仮説（戦略）を構築しなければならず、その考えを特にPMと共有し、十分に理解させる必要がある。

PM及びBMの選定に際しては以下の点に注意して行うべきである。

- ▶受託実績（管理棟数、受託ファンドなど）
- ▶運営体制（従業員数、営業拠点、取得免許、各種資格者保有者数など）
- ▶財務体質（決算状況など）
- ▶リーシング能力（体制、実績、アセットタイプ別の得手不得手、提案能力）
- ▶テナントリレーション能力（状況把握、延滞管理、回収、クレーム対応など）
- ▶物件管理能力（建物及び設備改修工事監理能力など）
- ▶アカウントティング能力（会計、経理事務能力など）
- ▶レポート能力（月次報告書作成など）
- ▶資本的支出工事提案能力（バリューアップ工事など）

(5) 会計業務委託先（主に会計事務所）

SPC 自体や匿名組合事業の決算業務、日々の入出金の出納業務、SPC 実印の管理などを委託する。主に会計事務所に委託するケースが多く、合わせてSPCの代表者の派遣も委託することが多い。

3.3 ファイナンスアレンジ

投資対象不動産を取得するに際し投資家の出資金（Equity）に加えノンリコースローン（Debt）を借り入れることで取得に必要な資金を調達するのが一般的であり、この一連の行為をファイナンスアレンジという。

ファイナンスアレンジは（1）レンダーの選定、（2）ローン条件の決定に分けられる。

(1) レンダーの選定

①フィナンシャルアドバイザー（FA）起用の有無の決定

レンダー選定に際し、FAを採用してその選定プロセスをFAに委託する場合がある。

この場合には通常レンダー選定のための入札を実施し、後述するローン条件を競わせてレンダーを決定するのが一般的である。

必ずしもFAを利用する必要はなく、取引内容に合わせて検討すればよい。

②トランシェの検討

トランシェとはローンを条件の相違によって「切り分ける」という意味であり、例えば元本返済順位は高いが金利が低いローンAと元本返済順位は低い金利が高いローンBとに分けることをいう。実務上では「シニアローン」（元本返済順位が高い）と「メザニンローン」（同低い）の二階層にすることがその代表的な例である。

ストラクチャーを構築する上でどのようなローンを調達するかは極めて重要であり、ハイレバレッジ（深めのLTV（Loan to Value））として配当利回りを高める設計とするのか、またはその逆の設計にするのかは、投資対象不動産の特性や投資家の志向によって変化する。

③入札か相対か

前述のとおりFAを採用した場合には通常レンダーは入札によって決定される。FAを採用せずともアセットマネジャー自ら入札を取り仕切ることも広く行われている。

入札とは、金利などを含め主要な条件について複数のレンダーから条件提示を受けて決定するものである（一般的に「競争入札」と呼ばれる）。これは透明性や公平性を担保し易く且つ借り手（SPC）にとって特に金利などの経済条件において最も好条件のローンを調達することが可能な手法である。

一方相対とは、特定のレンダーを決め、排他的にローン条件の交渉を行うものである。この場合、提示を受けたローン条件が最も好条件であるとは必ずしも言い切れないが、ビジネスプラン（後述）実現のために必要となる重要な事項（金利などの経済条件以外の）については、相対で交渉することでアセットマネジャーの意図をレンダーに理解させ、それをローン契約に反映することでビジネスプラン実現の蓋然性を高め、結果として投資家の利益を確保出来る場合もあるので、一概に入札を経ればその結果が最善であるとは言い切れないのである。

(2) ローン条件の決定

ローン条件は最終的にはドキュメンテーション（後述）で決定されるが、ストラクチャリングにおいてはタームシート（Term Sheet 条件規定書）レベルでレンダーと合意を形成する必要がある。タームシートとは契約書作成の前段階として関係当事者間の合意を形成するため契約内容の要点を規定したものである。

タームシートにおいて規定される主な項目は以下のとおりである。

- ▶ 関係当事者 = 借入人、貸付人、アセットマネジャー、出資者、信託受託者など
- ▶ 元本返済方法 = 期限一括返済、約定返済（アモチゼーション）の方法及びその額など
- ▶ 貸付期間 = 通常期間にテール期間を加えるものが一般的
- ▶ 適用金利 = 基準金利（ベースレートのこと。例えば全銀協国内円 TIBOR3 ヶ月など）に利ザヤ（スプレッドのこと）を加えたもの（通常期間とテール期間では適用金利が相違する）
- ▶ アップフロントフィー = 融資手数料のこと
- ▶ 元利金支払日 = 元本及び金利の支払い期日
- ▶ 任意期限前返済 = 約定返済ではなく借入人の任意の意思による元本返済に関する定め
- ▶ ブレイクファンディングコスト = 期限前返済が行われ且つ再運用利率が基準金利を下回る場合に、期限前返済額に基準金利と再運用利率の差を乗じ、期限前返済日から次回の利払い日までの期間を 365 日（通常）の日割り計算で算出した金額をレンダーに支払うもの
- ▶ 担保 = 貸付金の担保を定める。信託受益権の場合は信託受益権への質権設定と停止条件付抵当権設定契約が一般的
- ▶ リザーブ = 信託勘定や借入人勘定での各種リザーブ項目とリザーブすべき金額のこと
- ▶ 付保内容 = 借入人が付保すべき保険の種類（火災保険、利益保険、地震保険、施設賠償責任保険など）と保険金額を定める
- ▶ ウォーターフォール = 開設する口座の種類と口座間の資金配分及び資金移動ルールを定める
- ▶ 実行前提条件 = 貸付の実行に際して充足すべき各種条件を定める（例えば、関連契約が有効に締結されていること、資金計画書が提出されていること、法律意見書や税務会計意見書が提出されていることなど）
- ▶ 表明保証 = 借入人が各種事項（行為能力や適法性、関連契約の有効性など）について真実であることを表明し保証すること
- ▶ DSCR テスト = DSCR を算定するための計算式を定める（詳細後述）
- ▶ LTV テスト = LTV を算定するための計算式を定める（詳細後述）
- ▶ 配当停止事由 = 資金移動が制限される事由のこと（一般的には信託配当受取口座からリリース口座への資金移動が禁止され且つ AM 報酬や投資家への配当が停止（次回以降に繰り延べ）される）。主には DSCR や LTV 値が基準値未満となった場合に発動される
- ▶ 強制期限前返済事由 = 貸付人が口座に留保された金銭を持って貸付の返済に充当することが出来る事由のこと（一般的には配当停止事由により信託配当受取口座に留保された資金を返済充当する）。主には DSCR テストに X 回連続で抵触した時やテール期

間に移行した場合など

- ▶不動産売却開始事由＝貸付人の意思で投資対象不動産の売却手続きに着手出来る状態に至る事由のこと。主にはDSCRテストにY回連続（Y回＞X回）で抵触した時やテール期間に移行した場合など
- ▶アセットマネジャー更迭事由＝貸付人がアセットマネジャーを解任し新しいアセットマネジャーを選任することが可能になる事由のこと。例えば期限の利益喪失事由（後述）が発生した時やアセットマネジャーが関連契約上の義務に違反した場合など
- ▶期限の利益喪失事由＝借入人が借入金の期限の利益を失うに至る事由のこと。「当然失期」（例えば、借入人が取引停止処分となったり破産した場合など）と「請求失期」（例えば、元利金の支払いが滞った場合や関連契約に違反したり表明保証内容に違反したりした場合など）がある

4 ●クロージング（決済・取得）

4.1 ビジネスプランの策定

ビジネスプランとはアセットマネジャーが投資家やレンダーに提示する最終的な投資運用計画のことである。

ビジネスプランには、アンダーライティングをベースとして最終的な売買金額やローン条件、リース戦略、修繕計画などの物件レベルの収支、AM報酬などを考慮したSPCレベルの収支、そして最終的な配当計画が記載されている。

このビジネスプランが投資運用期間中における「基本計画」となり、アセットマネジャーはこのプランの実現に向けて運用を行うこととなる。当然のことながらビジネスプランのとおりを実現出来ないこともあり且つ経済情勢の変化などによる影響を受けるので必要に応じて見直す必要がある（後述する年度資金計画参照）。

4.2 ドキュメンテーション

ドキュメンテーションとはタームシートから各種契約書の調印に至るまでの、各種契約に関する検討及び交渉作業のことをいう。不動産証券化はアセットファイナンスであり案件毎で構築されるストラクチャーが相違するため、ドキュメンテーションには多大な労力と時間が必要となる場合が多い。

ドキュメンテーション実務において重要なのはスケジュール管理である。ドキュメンテーションに際して、まずは法的な側面を中心とした契約内容の確認を依頼する弁護士を選定する。調印が必要な契約書は膨大な量であり当然のことながら関係当事者も多くなるため、取引予定日を定め、その期日に向けて取引に必要な全契約書について合意を形成しなければならない。

通常、実務においては全契約書と関係当事者（捺印当事者と捺印当事者では無いが当該

契約の内容確認を行う関係者も含む) 及びいつまでにどの程度の合意形成を目指すのかが記載された一覧表 (ドキュメントリスト) を作成するのが一般的である。

アセットマネジャーは各種契約がどのステータスにあるのか、どういう内容で合意形成が遅れているのかなどを常に把握し、関係者と交渉、協議、調整を重ね合意形成に向けて推進役にならなければならない。

もう一つ重要なのはリーガル 이슈とビジネス 이슈を区別、整理することである。多くの場合、合意形成が困難なのはビジネス 이슈の取り扱いにおいてであり、投資家の利益代表者であるアセットマネジャーとしては投資家の利益を確保する (または投資家に不利益にならない) ようにしなければならない。ビジネス 이슈とは例えば売買契約書における表明保証条項においてどの程度まで表明及び保証するのかなどである。

【図表 I-2-12】ドキュメント リスト (例)

カテゴリ	契約書類	draft 作成者	製本版 作成者	進捗ス テータス	捺印 ステータ ス	最近ス テータス	受託者	売主	買主	TK-A	TK-B	レンダー ①	レンダー ②	営業者 ML	AM	税務	会計	監査	PM		
(A) ローン関連	A-1	金銭消費貸借契約書																			
	A-2	口座振替依頼書																			
	A-3	貸付実行前提条件充足証明書																			
	A-4	プロジェクト契約																			
	A-5	信託受益権質権設定契約書																			
	A-6	停止条件付抵当権設定契約書																			
	A-7	停止条件付保険金請求権質権設定契約書																			
	A-8	社員持分質権設定契約書																			
	A-9	質権設定承諾依頼書兼設定承諾書																			
	A-10	質権設定承諾依頼書兼設定承諾書																			
	A-11	(倒産不申立) 誓約書																			
	A-12	税務意見書																			
	A-13	法律意見書																			
	A-14	事業計画書																			
(B) 信託関連	B-1	不動産管理処分信託契約書																			
	B-2	商品概要説明書																			
	B-3	信託に関する合意書																			
	B-4	承諾書 (利害関係人取引・信託財産状況報告書用)																			
	B-5	信託不動産元本価額決定通知書																			
	B-6	振込口座・会計処理等の届出書																			
	B-7	プロパティ・マネジメント業務委託契約書																			
	B-8	ML 契約書																			
	B-9	承継同意書																			
	B-10	引渡証兼受領書 (書類・鍵) (当初委託者→信託受託者)																			
	B-11	貸与書兼受領書 (書類・鍵) (信託受託者→PM)																			
	B-12	受益権証書不発行証明書																			

4.3 社内手続き

これまで記述した取引に関わる準備が整った段階で AM 会社としていわゆる「社内手続き」を行う。

多くの AM 会社では外部有識者を含む合議制による会議体が設置され、その会議体で投資の可否について審議、承認、決議を行う。

一般的には「コンプライアンス（評価）委員会」と「投資（運用）委員会」の二つの会議体を設置しているAM会社が多い（両委員会の呼称はAM会社によって違うがこのように称されることが多い）。

それぞれの委員会の役割であるが、まず「コンプライアンス（評価）委員会」は主に業務の遵法性やコンプライアンスの観点から審議、承認を行う。具体的には取得及び売却などの取引に至る手続きの各種法令及び社内規定の遵守状況チェック、投資（運用）委員会で決議する事項のうちコンプライアンス（評価）委員会に付議すべき事項（主に利害関係人取引）などであり、外部有識者として弁護士などが外部委員となる場合が多い。

次に「投資（運用）委員会」は主に業務の妥当性の観点から協議、決議を行う。具体的には取得及び売却価格や取引条件などの投資判断に関する事項、投資戦略やビジネスプランに関する事項、大規模修繕工事の実施や賃貸及び管理運営に関する事項、資金調達（リファイナンスなども）に関する事項などであり、外部有識者として不動産鑑定士などが外部委員となる場合が多い。

AM会社によって相違があるが、全員一致または議決権保有委員の三分の二以上の賛成を議決の要件としたり、それぞれの委員会の外部有識者である不動産鑑定士や弁護士の賛成を必ず必要としたりするなど意思決定が適切になされる体制を構築していることが多い。

両委員会の承認、決議を得たのちにAM会社の取締役会への上程、決議を行う。AM会社の決裁規程によって相違するが、投資対象不動産の取得や売却が議案である場合には、まず「コンプライアンス（評価）委員会」で法令遵守上の審議を行い承認された後、「投資（運用）委員会」で当該取引の妥当性を審議し決議された後に取締役会に上程し決議を得るのが一般的な流れである。

4.4 クロージング（決済・取得）

クロージングとは取引に必要な契約行為と資金決済及び物件の引き渡しと登記手続きを行うことである。主な項目としては以下のとおりである。

<取引日前日まで>

- ▶必要な手続きの完了（AM会社でいえば投資（運用）委員会やコンプライアンス（評価）委員会などでの決議）
- ▶登記手続きの手配（司法書士の手配）
- ▶資金決済の段取り整理
- ▶全契約書の調印（通常取引日前日までに終えておくことが多い）
- ▶実行前提条件の充足

<取引日当日>

- ▶全契約書の確認

- ▶ 実行前提条件の充足確認
- ▶ 売買契約成立の確認（所有権移転及び担保権抹消書類の充足）
- ▶ 売買代金及び精算金（例えば、固定資産税や都市計画税などの公租公課、賃料や管理費用など）の資金移動手続き及び入金確認
- ▶ 登記申請（信託受益権取引の場合は受益者の変更など）
- ▶ 確定日付の取得（信託受益権売買の場合など）

<取引日当日以降>

- ▶ テナントへの通知
- ▶ 貸主変更に伴う承継同意書の取得（信託受託者の「直貸し」で信託受託者に変更が無ければ不要）
- ▶ その他契約当事者への通知及び変更手続き
- ▶ 売買日以降に確定する収入や支出に関する精算（第二次精算、第三次精算・・・）
- ▶ 信託契約などで定められた取引後に対応すべき事項（ポストクロージング事項）

5 ● 投資期間中の運用業務

5.1 キャッシュマネジメント

キャッシュマネジメントとは物件運営レベル及びSPC運営レベルのそれぞれにおいて入出金管理を行うとともに効率的な資金運用を行うものであり、次の5項目が主なものである。

- (1) 年度資金計画（AMバジェット）の作成と予実管理
- (2) 資金移動の承認と実行
- (3) DSCR（Debt Service Coverage Ratio）管理
- (4) LTV（Loan To Value）管理
- (5) 配当の実施

(1) 年度資金計画（AMバジェット）の作成と予実管理

年度毎に当該年度の運営・運用計画の基本となる年度資金計画（AMバジェット）を作成する。なお年度資金計画についてはレンダーの承認を得るのが一般的である。

年度資金計画のベースになるものはビジネスプランであるが、直近の事象を計画に反映するためにPMから投資対象不動産毎に収入と支出の予想や修繕計画などをまとめたもの（PMバジェット）を提出してもらうのが一般的である。

PMバジェットを参考にしながら当初計画したビジネスプランに修正を加えつつ実現可能性が高く且つ戦略性のある計画を立案しなければならない。収入面では契約更新テナントの有無、有の場合の対応方針（値上げや定期借家契約への変更交渉など）やマーケット状況を反映した新規募集条件の決定。支出面では定常的支出項目に加え複数年に一度の項

目（例えば投資対象不動産が特殊建築物等定期調査の対象であれば調査実施の年度にあたるかなど）やテナント入退去に伴う各種支出を想定するなどして、当該年度の予測を行う。

年度資金計画は大きく三階層で構成されている（「図表 I-2-13」及び「図表 I-2-14」参照）。まず一階層目が物件運営に関わる収入や支出が記載された「メイン口座レベル」、二階層目がローンの元利金支払いや納税予定額が記載された「オペレーション口座レベル」、そして三階層目が投資家への配当予定額や AM 報酬額が記載された「リリース口座レベル」である。

【図表 I-2-13】 年度資金計画書（例）

		2015/01	2015/02	2015/03	2015/04	2015/05	2015/06
メイン 口座	収入	賃料収入					
		共益費収入					
		駐車場収入					
		駐輪場収入					
		アンテナ収入					
		自販機					
		電気料					
		水道料					
		時間外空調					
		その他収入（課税）					
	その他収入（非課税）						
	空室損率						
	仮受消費税						
	費用	固定資産税・都市計画税					
		償却資産税					
		保険料					
		PM 報酬					
		小修繕					
		工事管理料					
		BM 報酬					
法定点検（電気設備）							
廃棄物処理費							
消耗品費							
町会費							
電気料							
水道料							
ガス料							
振込手数料・EB 手数料							
その他費用（課税）							
その他費用（非課税）							
予備費							
リリース 口座	収入	預金利息					
		その他収入（課税）					
		その他収入（非課税）					
		仮受消費税					
	費用	AM 報酬					
		振込手数料					
		その他費用（課税）					
		その他費用（非課税）					
		予備費					
		仮払消費税					
信託への振替 配当原資							

年度資金計画の達成状況については毎月アセットマネジャーが予実管理を行う。計画との乖離については原因を分析し、必要に応じて対策を検討し実施する。またAMレポート（後述）を作成し達成状況を各関係者に報告する。

実務上の事例でいえば、次年度において退去が確定しているテナントがある場合、退去時の原状回復工事実施に際して同時に共用部のリニューアル（トイレやELVホールの改修など）を実施し、次のリーシング活動に有利（賃料単価上昇やダウンタイム期間の短縮など）になるような計画を立案することなどが挙げられる。

更にいえば、この時にテナントの原状回復工事を現金精算（通常はテナントが原状回復工事を行い入居時点と同様の状態で貸主に引き渡す）で行い、前述した共用部リニューアル工事と原状回復工事を同時且つ一気に発注することで別々に発注した場合と比べて工事費を削減することが可能な場合がある。一見無関係に思える原状回復工事と共用部改修工事であっても実施方法によってコストの削減につながるのである。

こうしたことがファンドのパフォーマンス向上に影響するのであり、年度資金計画の作成に際しては、ビジネスプラン（その後の修正含む）の実現を図るために当該ファンドをどのように「経営」し、如何にして「執行」していくかという観点で考える必要がある。

ゆえにアセットマネジャーが作成する計画の内容が重要であることは当然ながら、その計画を実現する上においてPMやBMの提案能力や交渉力、実行力、解決力が重要となるのである。

(2) 資金移動の承認と実行

ウォーターフォールの階層毎に資金移動の承認や実行、各種支払いを行う。

メイン口座では賃料・共益費などの収入の受け取りと修繕費用やPM・BM報酬などの不動産を維持管理する上で必要となる項目の支払い及び各種のリザーブを行う。各種リザーブは関連契約において定められているが、特に修繕積立金については適切に且つ効率的に資金管理するように年度資金計画立案時及び期中においても常に注意すべきである。

オペレーション口座ではレンダーへの元利金の支払いや会計事務委託報酬や鑑定評価書取得費用などのストラクチャー維持に必要な支払いを行う。

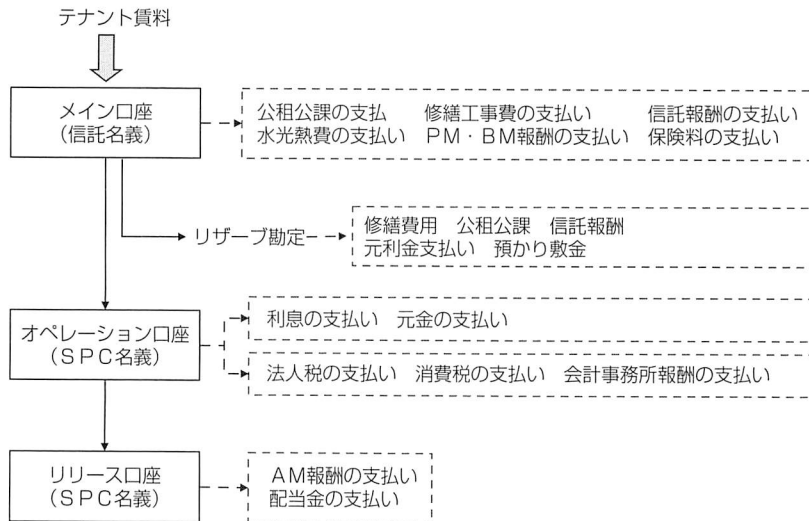
リリース口座では投資家への配当やAM報酬などの支払いを行う。

支払いにおいて注意しなければならない事例としては次のようなものがある。

事例① 予算を超過した（もしくは予算外の）支払い。例えばレンダーの承認を得た年度資金計画において予定していた「A工事：予算1000万円」が実施に際し見積もりを取得したところ1500万円の費用がかかることが判明した場合、当該工事の実施についてあらためてレンダーの承認が必要となる場合など（どのような場合にレンダー承認が必要かについてはローン契約等で定められている）。

事例② PMからのファンディングリクエスト。ファンディングリクエストとはPMが

【図表 I -2-14】 ウォーターフォール イメージ



立て替え払いしたものをPMからの請求に基づいて支払うものであるが、金額が妥当なものであるか、本来発注に入札が必要であったり事例①のようにレンダーの承認が必要であったりなど、当該支払いの妥当性を確認する必要がある。

(3) DSCR (Debt Service Coverage Ratio) 管理

DSCRとは純収益に対する元利返済金の割合のことをいい、返済の余裕度をはかる指標である（計算式＝（DSCR計算期間中に受領した信託配当額－DSCR計算期間中のオペレーションコスト）÷支払うべき元利金額）。

ローン契約のコベナンツにおいて一定のDSCR値が定められ、その数値を何度か下回るとリリース口座への資金移動が停止となったり、その資金が元本に充当されたりする。更にはアセットマネジャーが更迭され、物件の強制売却に至る場合もある。

通常は四半期に1回実施（DSCRテストという）されるので入退去見込みを反映した収入額の精査、修繕工事の実施時期及びその支払時期などの支出コントロールを精緻に行い、DSCR値に抵触しないよう注意を払わなければならない。

(4) LTV (Loan To Value) 管理

LTVとはある時点の不動産価格におけるローン額の割合のことである（計算式＝基準日におけるローン元本額÷最新の鑑定評価額×100%）。ローン契約のコベナンツにおいて一定のLTV値が定められ、その数値を何度か下回るとDSCR値に抵触した場合と同様の事態に至る。

通常は年に1回実施（LTVテストという）され、直近の鑑定評価額が「不動産価格」

として採用される。

(5) 配当の実施

キャッシュマネジメントの最終目的である投資家への配当を行う。

投資家への配当は出資に関わる契約で定められており、その契約内容にそって配当を実施するのがアセットマネジャーの役割である。

配当には損益配当と現金配当とがあり、それぞれの金額や源泉徴収額などを記載した「配当通知書」でもって投資家に通知するのが一般的である

当然のことながら投資家への配当を最大化するのがアセットマネジャーの務めであるが、そのためには当然ながらストラクチャーを維持する必要がある。よってファンド全体の数年間のキャッシュフロー予測を精緻に行い、必要と思われる資金については適切な時期に適切な金額をリザーブしておくことなども検討する必要がある。

5.2 レポーティング

レポーティングとは関係当事者に対して定期的に物件の運営状況やファンドの運用状況を報告することである。

主なレポーティング内容は次のものがある。

- ▶ 運用報告書 = 金融商品取引法で定められたものであり、金融商品取引業者である AM 会社が作成し投資家に提出するもの
- ▶ 事業報告書 = AM 会社としての経営状況やファンド運用状況等を金融商品取引業者として金融庁に、投資顧問業者として国土交通省宛てに報告するもの
- ▶ 年度資金計画 (AM バジレット) = 前述のとおり
- ▶ AM レポート = 年度資金計画 (予算) に対して実際にどのような運用状況であったかの実績が記載されたもので、定期的 (四半期毎、半期毎、年 1 回など) にアセットマネジャーが投資家やレンダー宛てに報告するもの
- ▶ PM レポート = 通常毎月、PM が信託受託者宛てに投資対象不動産の運営状況を報告するもの。実務的には PM がアセットマネジャー宛てに提出し、アセットマネジャーから信託受託者やレンダー、投資家に提出されることが多い
- ▶ 信託決算書 = 信託受託者が作成し、アセットマネジャー宛てに提出する。アセットマネジャーは内容 (特に各種リザーブ残高など) を確認の上、投資家やレンダー宛てに提出する
- ▶ SPC 決算 = SPC の会計年度毎 (通常年 1 回) に会計事務委託先 (主に会計事務所) が作成する。アセットマネジャーが内容確認 (実務においては工事関連支出の計上 (費用計上か資産計上か) に認識の相違が無いかなどを確認) の上で関係当事者に提出する

- ▶ TK 決算（匿名組合出資契約の場合）＝当該出資契約に定められた期毎（四半期毎、半年毎、年1回など）に会計事務委託先が作成する。アセットマネジャーが内容を確認し、これを基に当該決算期の配当計画を決定する
- ▶ 鑑定評価書＝通常年1回、アセットマネジャーが不動産鑑定士に対して投資対象不動産の鑑定評価額の査定を依頼するもの。アセットマネジャーは鑑定評価額の算出根拠となっている前提条件や数値がその時点のマーケットとして照らし合わせて整合的かの確認を行い、関係当事者に提出する（前述のとおり、この鑑定評価額がLTVテスト時の分母となる）
- ▶ DSCR及びLTVテスト報告＝DSCRテストは通常四半期毎に、LTVテストは通常年1回実施するので、その結果をレンダーに報告する

なお、AMレポート、PMレポート、信託決算書は現金ベースで作成され、SPC決算書、TK決算書は発生ベースで作成される。

5.3 投資対象不動産の維持管理とモニタリング

運用期間中は、投資対象不動産が適切に維持管理されているかを常に確認するとともにPMやBMなど不動産の維持管理にあたる関係当事者が期待されたとおりのパフォーマンスを発揮しているかを把握（モニタリング）する必要がある。

不動産の維持管理においてはポストクロージング事項の進捗や各種法定点検の状況や指摘事項があれば是正工事の手配や進捗状況を確認する必要がある。更に共用部の利用状況や清掃の状況などについてもPMに確認を依頼したりアセットマネジャー自ら現地調査したりするなどして定期的な確認が必要である。

「2.2 デューデリジェンス」で述べたとおり、周辺環境の変化や地域の開発状況などについても同様である。

また入居テナントの動向を把握することは物件運営において重要なポイントとなる。通常、テナント窓口はPMが行うのが一般的であるが、アセットマネジャー自らがテナントと接触する場合もある。

テナントの業種、業界動向、業況など事業会社としての状況や当該不動産の利用状況に関するコメントや改善して欲しい事項などの意見を知ることは物件運営において有益である。

次にPMやBMのモニタリングであるが、提出物における誤記載などの事務レベルからテナントとの関係性、交渉力、提案力、実行力、マーケティング力など当初期待したとおりのパフォーマンスが発揮されているかの確認を定期的に行い、必要であれば改善を求めなければならない。

5.4 SPC 管理

SPC 管理とは投資対象不動産を所有する「法人」としての SPC の決算や納税を行うことである（GK-TK の場合、SPC（GK）の基金拠出者である一般社団法人（SH）の決算及び納税も含まれる）。

また SH の基金（資本金に相当）の残高を常に把握し、不足が見込まれるようであれば追加拠出するなどの処理を行い、ストラクチャー維持に支障の無いようにする。

財務諸表や決算書の作成、決算書に基づく税務申告と納税は会計事務委託先が行う。ストラクチャーによっては会計監査を実施する場合もある。

6 ●売却（ディスポジション）

6.1 売却方針の決定

投資対象不動産の売却方針を決定するに際しては、(1) 売却時期の見極め (2) 売却結果のシミュレーション (3) 売却か保有継続かの検討、を行う。

(1) 売却時期の見極め

売却時期の見極めにはマクロ的視点とミクロ的視点がある。

マクロ的視点とは、投資対象不動産を取り巻く国内外の不動産マーケット全体や金融機関の貸し出しスタンス及び国内外の投資家の各動向、賃料や金利の推移見込み、税制の改正、ビジネスプラン作成時とその時点における各種諸条件（金利や賃料水準、周辺の開発状況、競合物件の増減など）の乖離状況などを把握することである。またその時々においてマーケットで「人気」のあるアセットタイプがある場合もあり、アセットマネジャーは常に情報を収集する必要がある。

ミクロ的視点とは、当初立案したビジネスプランの達成度、投資対象不動産と競合物件や周辺マーケットとの乖離状況（入居率や平均賃料など）などの投資対象不動産自体の状況を把握することとローン返済期日までの残期間などの当該 SPC が置かれている状況を把握することである。

またデューデリジェンスやビジネスプラン作成時に得られた情報を基に競合及び参考となる物件を選定し、それらの物件と投資対象不動産のポジショニングを整理（例えば築年や駅までの距離、共用部の仕様レベルなどの項目を定め、項目毎に点数化するなど）することで、競合及び参考物件と客観的な比較が行える環境を整えておけば（この場合、競合及び参考となる物件は J-REIT 物件のように鑑定評価額などの情報が容易に入手出来る物件である方が望ましい）、売却方針の決定にあたり有効である。

もし周辺に適当な物件が無ければ、他のアセットマネジメント会社や仲介会社などに定期的にヒヤリングを行うなどしてマーケットトレンドを把握する必要がある。

このようにマクロ及びミクロの視点から「売却するに適したタイミングであるか否か」

を見極める態勢を整えておくことが重要である。

投資対象不動産をミクロ的視点で常に把握しておくことはアセットマネジャーとして当然の責務であり、投資家などの利害関係者に対してはAMレポートなどにおいて適宜報告されるべきものである。

(2) 売却結果のシミュレーション

仮に売却に適した環境、状況であると判断した場合、売却した場合にどのような結果、影響があるかの予測を行う。

①売却価格の想定

まず想定される取得者とその想定利回りを予測し現時点で売却した場合の売却価格を予想する。

この価格が当初のビジネスプラン（その後の変更を含む）で想定した売却価格を上回っているのか否か。下回っている場合であっても将来見通しにおいて更なる価格下落が見込まれるのであれば損失拡大回避の観点から売却に踏み切る判断もあり得る。

②売却が与える影響のチェック

次に売却することでSPCにどのような影響があるのかを確認する。

ポートフォリオ（SPCが複数物件で構成されている）の場合、以下の項目の確認を行う。

- ▶ DSCR 値の確認 = 売却後のキャッシュフローを予測しコベナンツである DSCR 値に抵触しないかを確認する
- ▶ ブレイクファンディングコストの確認 = ローン契約において期限前弁済時の「ブレイクファンディングコスト」に関する定めがあればレンダーにヒヤリングするなどして概算値を把握する（支払う必要が無い場合もある）。これは売却時の仲介手数料などと合わせて売却コストとなり配当に影響を与える
- ▶ 各種のキャッシュリザーブ（修繕積立金リザーブなど）の確認 = 一部の物件を売却することで取り崩し可能なリザーブの有無を確認する。これらは物件売却に伴う損益とは関係なく配当原資となりうるものである。単体物件の場合ではリザーブ金額は原則全額リリースされ配当原資となる

③配当額の予想

最後に投資家への配当額を予想する。

配当額の予想に際しては、以下の点について注意する必要がある。

- ▶ 決算への影響確認 = 物件売却が当該決算期の損益配当や現金配当にどのような影響を与えるかを確認する
- ▶ インセンティブの確認 = 一定の金額以上で売却した場合などにおいて成功報酬としてAM会社がインセンティブ報酬を受領する場合がある

このように物件売却による損益（現金を含む）に、SPCレベルでの損益を加えたもの

が最終的に投資家への配当額となる。

(3) 売却か保有継続かの検討

これらの検討結果を踏まえ、売却するか保有（投資）を継続するかの判断を下すことになる。

保有継続という判断を下す場合、注意しなければならないのはローン返済期日までの残期間とリファイナンスの可能性についてである。

当初予定した運用期間内に売却しない（もしくは出来ない）ということはビジネスプランに影響を与える事象が発生したということであり、アセットマネジャーは売却に向けて対策を講じなければならない。その時にローン返済期日までの残期間が一定期間あれば対策を講じる時間的猶予があるが、それが短い場合にはリファイナンスを行い対策を講じるための時間的猶予を確保しなければならない。

更に、リファイナンスを企図する場合に注意しなければならない事項としては、鑑定評価額やNOI及び金利水準などがある。鑑定評価額が既存ローン借入時から大きく低下している場合にはLTVの観点から、NOIが低下している場合や金利水準が上昇している場合にはDSCRの観点からリファイナンスに必要な額を調達出来ない場合がある（その他の事項が要因の場合もある）。この場合には追加出資もしくは新たにメザニンローンを調達するなどして対応することになる。いずれにせよビジネスプランの大幅な変更となり投資家への配当に大きな影響を与える事象である。

よって、前述したとおり金融機関の貸し出しスタンスについては常に動向を把握するとともに確実にリファイナンスが出来る状態を維持するように投資対象不動産及びSPCを運営しなければならないのである。

6.2 売却方法の決定

売却の判断が下されたら、次にどのような方法で売却するかの検討を行う。主な検討項目は、(1)売却時期、(2)売却形態、(3)売却先決定方法（入札か相対か）である。

(1) 売却時期

通常、決算期末（一般的に3月末や9月末のことが多い）に向けた取引が多くなる傾向がある。これは売り側が当該決算期内の売却を意図することが多いためである。

またレンダーの貸し出し姿勢も期末に向けて積極的になる傾向があるので、買い側にとっても通常より好条件で資金を調達出来る場合もあることから、決算期末時期に取引が集中する傾向になるのである。

一方、期末以外の時期は期末に比べ相対的に「売り物件」が少ないため、取得検討者が多くなることで競争原理が働き想定した以上の条件で売却出来る場合もある。

但し、取引を構成する様々な要因は流動的であるので、前述のとおり売却時期の見極めは慎重に行う必要がある。

(2) 売却形態

売却形態の検討項目としては、①バルク売却か単体売却か、②ダイレクトセールか仲介会社を活用するか、の二点である。

①バルク売却か単体売却か（以下はポートフォリオの場合について記述する）

バルク売却はファンドが保有する物件の全てもしくは複数物件を同時に売却することであり、売却対象物件全てを同時且つ一気に取得することを条件とするものである。

単体売却は一物件のみもしくは同時期に売却する売却対象物件のうち複数物件（全てでは無い）のみの取得を許容するものである（一般的にチェリーピック方式と呼ばれる）。

どのような売却形態を選択するかは、売却対象の各物件の特性や状況、想定される取得者、マーケット環境などによって相違するものであり、アセットマネジャーとしてどのような売却形態を選択するかは重要な判断となる。

②ダイレクトセールか仲介会社を活用するか

アセットマネジャー自らが取得候補者に対して物件を紹介することをダイレクトセールといい、アセットマネジャーが探客行為を行わない場合は仲介会社を活用することになる。

相違点としては、ダイレクトセールの場合は仲介手数料が発生しないが、仲介会社を活用する場合は仲介手数料を支払う必要がある。しかし仲介会社を活用することで探客から取引に至るまでに行わなければならない様々な業務を仲介会社に委託することが出来る（詳細は「6.3売却に向けて」参照）。

更に、様々な顧客とリレーションを有する仲介会社を活用することでダイレクトセールに比べて多様性に富んだ取得候補者へのアプローチが可能になる。

いずれの方法を選択するかは売却対象物件の特性によって違って来る。例えば地方都市にある比較的少額の物件であれば、地元の法人や個人が取得候補者となるためその地方都市に拠点のある仲介会社に委託した方が一般的には有効な探客活動が実施出来る。

一方で、例えば東京都心部にある百億円以上の規模の物件であれば、取得候補者はある程度限定されるためアセットマネジャー自ら探客することも可能である。そのためには他AM会社や投資家などの動向について日頃から情報収集を行っておく必要がある。

また、売却対象物件の情報を遍く広く公開するのか（オープン型）、限られた取得候補者のみに告知するのか（クローズド型）によっても売却形態は変わってくる。一般的にはオープン型であれば仲介会社を活用し、クローズド型であればダイレクトセールでの売却形態を採用することが多い。

(3) 売却先決定方法（入札か相対か）

次に複数の取得候補者からどのような方法で優先交渉先を決定するかを検討する。優先交渉先とは取得を希望してきた取得候補者の中から一社を選び、取引を前提に排他的に売却交渉を行う先のことをいう。

売却先決定方法には「入札方式」と「相対方式」がある。

入札方式とは、オープン型及びクローズド型を問わず、取得候補者から取得希望価格や取引前提条件などの要件を記載した書面を入札期日までに提出してもらう方法をいう。一回の入札で優先交渉先を決する場合と数次にわたって行う場合がある。優先交渉先を決定するにあたっては、提示価格はもちろんであるが取引成立の確実性やその他与条件（通常、入札書面に記載される）を考慮して判断することになる。

相対方式とは、売却に関する交渉を一社のみで行う場合と、複数社と行い売主の満足する条件を先に提示した取得候補者を優先交渉先に選定する場合がある。交渉に際してはAM会社がダイレクトで行う場合も仲介会社を活用する場合もある。

売却時期及び売却方法は、その時点での不動産マーケットの状況や金融環境、売却対象物件の特性などによって様々な選択肢があり、そのなかで何時、どのような売却方法を選択するかはアセットマネジャーにとってファンドのパフォーマンスを左右する重要な判断となる。

6.3 売却に向けて

売却に向けての業務は以下のものがある。

①開示資料の準備

取得候補者に対して開示する各種の資料を準備する。内容としてはデューデリジェンス時に売主から入手する内容と基本的には同じ内容である。また資料の準備と並行して売却対象物件について価格に影響を与える事象が発生していないかの確認を行う。これは日常的な管理運営をしていれば特段問題になるものではないが、開示資料と現地の実態が一致しているかの確認を行う必要がある。

②入札要綱の作成と配布（入札方式の場合）

入札期日や売主として希望する取引予定日や各種条件（例えば瑕疵担保免責、現況有姿での引き渡しなど）を記載した要綱を取得候補者に配布する。配布にあたっては取得候補者から知りえた情報を第三者に漏えいしない旨を約した書面（守秘義務契約書など）を徴求する。

③内覧会の実施

取得候補者に売却対象物件への立ち入りを許可し、共用部（設備含む）や専用部を確認してもらうために内覧会を実施する。これはアクイジションにおける「現地調査」にあたる。

④質問への対応

取得候補者から開示資料に関する事項などについて質問を受け付けるのが一般的である。取得候補者が複数いる時は公平性を確保するために当該質問者以外の取得候補者にも質疑内容を共有することが重要である。

⑤売却先の決定

入札や相対での交渉を経て取得候補者の中から優先交渉先を決定する。前述したとおり価格のみならず取引成立の確実性や与条件などを考慮して判断する。なお実務上は「優先交渉先決定通知」などの書面を交付することが多い。

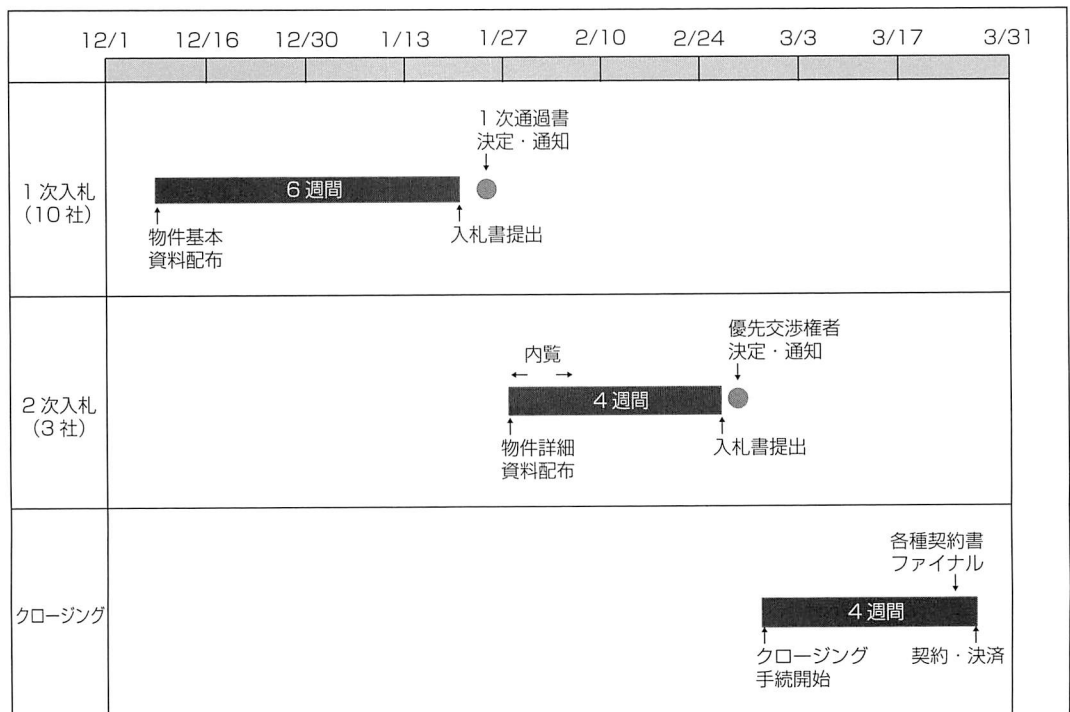
⑥関係者への告知

優先交渉先が決定したら投資家やレンダー、信託受託者などに報告を行う。ポートフォリオの場合など売却に関してレンダーの承諾が必要な場合もあるので事前に確認しておく必要がある。

⑦優先交渉先によるデューデリジェンス

優先交渉先が自らの費用及び負担においてエンジニアリングレポートや鑑定評価書、マーケットレポートなどを取得し、あらためて詳細なデューデリジェンスを行う。「2.2 デューデリジェンス」にあたる。

【図表 I-2-15】 売却スケジュールイメージ（二次入札の場合）



6.4 クロージング（決済・売却）

優先交渉先のデューデリジェンスが全て終了し、取引に関する各種条件について最終的な合意形成が為されれば決済（物件の引き渡し及び登記、売買代金の授受）を行う。

業務の流れとしては前述した「4.2 ドキュメンテーション～4.3 クロージング（決済・取得）」と同じであり、物件を取得する（アクイジション）側であるか、物件を売却する（ディスポジション）側かの違いである。

決済完了後、SPCや匿名組合決算を実施し、投資家への配当（損益及び現金）を行う。

ファンドが保有する全ての物件が売却され、再投資を行わない場合には投資事業（GK-TKの場合には匿名組合事業）が終了となり、SPCを精算（ファンドクローズ）することになる。この時、買主との間で精算が全て完了していることなど、SPCの債権債務を全て確認した上で精算する必要がある。実務上は、SPCの清算は会計事務委託先が行う。SPCとの間のアセットマネジメント契約も解約となりアセットマネジャーの業務が終了となる。

参考文献

- ・一般社団法人不動産証券化協会『不動産証券化ハンドブック 2016』

第Ⅱ部 不動産市場の指標と見方

(株)ザイマックス不動産総合研究所
山方 俊彦

著者紹介

山方 俊彦（やまかた としひこ）

(株)ザイマックス不動産総合研究所 主任研究員

1991年日本生命保険入社。不動産部にて投資用不動産の運営実務に携わり、1997年にニッセイ基礎研究所出向。オフィスマーケットの調査研究に従事。2003年ザイマックス入社。マーケティング部で不動産のデューデリジェンス等に従事し、2013年から現職。不動産マーケットの調査分析・研究を担当。不動産証券化協会認定マスター、からくさ不動産塾講師。

論文（共著）「空室率と募集賃料の時系列データに基づく東京23区オフィスエリアのクラスタリング」

はじめに

第Ⅱ部では、不動産証券化の対象となる不動産の主な用途（アセット）別に、それぞれの市場における特徴と投資判断に資する指標（データ）をみていく。日本は不動産に関する情報が少なく不透明な市場であるといわれることがあるが、本当にそうだろうか。後述する日本不動産研究所の「市街地価格指数」は1936年以降の土地価格指数であり、オフィスの空室率・募集賃料は1980年代から大手オフィス賃貸仲介会社が公表してきた。不動産証券化市場ができて以降、投資不動産の指標の充実が目覚ましく、特にJ-REITの情報開示は世界でもトップクラスといわれている。一方で、同様の指標が各所から公表されていたり、実際には手に入りづらい、あるいは用途によって入手できるデータが限られたりするといったことがあるのも事実である。我々実務者は今後の不動産情報の一層の整備を期待しつつ、入手できるデータを投資や融資などの判断材料としてどのように使うかが大切ではないだろうか。

本稿では機関投資家層が投資する不動産を対象に、多くのマーケット実務者が使用している「価格」「賃料」「需給」に関する主な指標を取り上げる。同じ指標であっても公表元によって意味が違っていたり、それぞれ特徴やクセがあったりする。市場分析や各種判断にはデータの正しい理解が重要である。

第1章 不動産市場に関する情報の注意点

1 ● 価格情報の注意点

1.1 「成約」情報の不足

不動産投資は利益を得る目的で不動産に資金を投下して収益を得る行為である。収益は、投資した金額以上で不動産を売却した時の利益であるキャピタルゲインと、投資した不動産を他者に貸して継続的に賃料収入などを受け取るインカムゲインに分けられる。したがって不動産投資の価格情報には、キャピタルゲインに関わる「不動産（売買）価格」とインカムゲインに関わる「賃料」がある。

しかし、公開市場で取引される株式などの金融商品と違い、不動産は相対で取引が行われるため、実際に成約した売買価格（成約価格）や賃料（成約賃料）のデータを入手することが難しい。

そこで、公的地価や価格指数などの不動産価格に関する指標の多くは「鑑定」による評価額が用いられ、賃料ではビルオーナーがテナント募集のために公開する賃料（募集賃料）を集計した平均募集賃料が広く使われている。

以前から公表されてきたこれらの指標は市場のトレンド把握に適しているが、鑑定価格

は市場の大きな変化への遅れ、平均募集賃料は成約賃料との価格差やサンプリングバイアスなどの問題が指摘されている。

また、数少ない「成約」の売買価格・賃料情報が入手できたとしても、関連会社との取引であった、隣地を買った、フリーレントが長く付いていた、といったさまざまな個別事情が絡んでいる場合がある。この時はマーケットプライス（市場価格）とは異なる価格形成が行われた可能性があるため、個々の成約事例を参考にすることは注意が必要だ。

1.2 賃料の「新規」と「継続」の違い

テナントが新規に入居する際の賃料を新規賃料といい、募集賃料、成約賃料とともに新規賃料の価格である。それに対し、既に入居しているテナントが支払っている賃料を継続賃料¹という。テナントが新規賃料で入居した後、契約更新時などに賃料が変更される事があるが、継続賃料が公表される事はほとんどない。

このように、不動産（売買）価格、賃料と一口にいってもさまざまな違いがある【図表Ⅱ-1-1】。我々実務者は各指標に使われている価格・賃料が何を指しているのかしっかり理解して分析することが重要である。

【図表Ⅱ-1-1】不動産（売買）価格と賃料の種類

	種類	内容	備考	
不動産（売買）価格	評価額	主に不動産鑑定評価（評価者の判断に基づく価格）	市場価格とかい離がある可能性がある 鑑定には算定する価格種類が複数ある	
	簿価	貸借対照表上の簿価など	J-REITは公表している	
	成約価格（取引価格）	実際に取引された際の価格	公表データが少ない 特殊な取引の場合もある	
賃料	新規賃料	募集賃料	新たに入居するテナントにおける募集する際の賃料	成約価格とのかい離がある 対象サンプルが毎回異なる
		成約賃料（契約賃料）	新たに入居するテナントにおける実際に契約した際の賃料	公表データが少ない 特殊な取引の場合もある
	継続賃料	既に入居しているテナントの契約賃料	公表データが少ない	

（出所）ザイマックス不動産総合研究所

2 ●用途別によるマーケット情報の違い

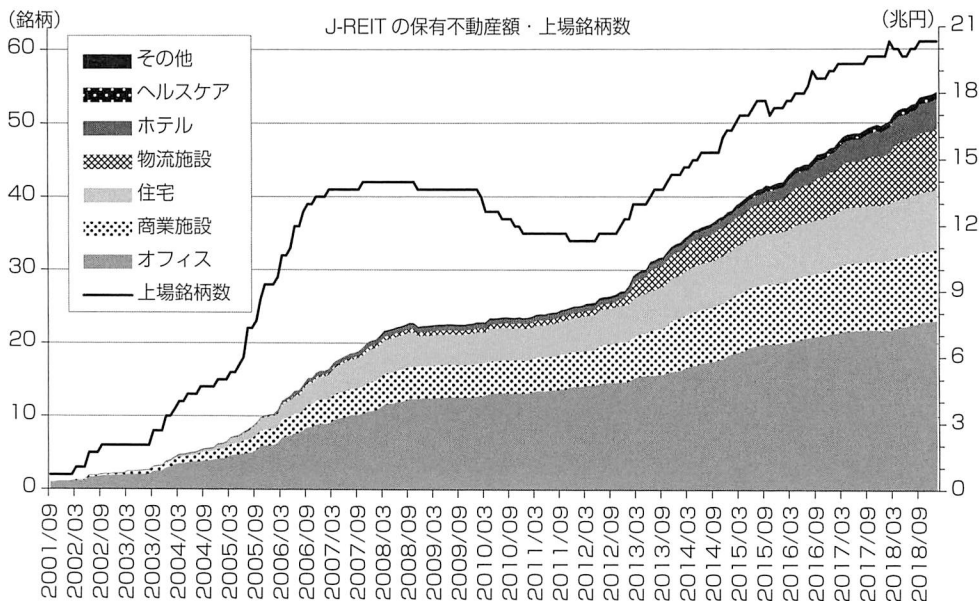
2.1 投資用不動産の用途

【図表Ⅱ-1-2】はJ-REITにおける不動産の用途別資産額の推移を示している。不動産証券化市場の整備が進む中で、J-REITの投資対象は当初のオフィス中心から商業・店舗、住宅、ホテルへと多様化してきた。ネット通販などの拡大を背景に物流施設への投資が増え、近年は有料老人ホームなどヘルスケア施設や温泉付ホテルに特化したJ-REITも上場し、不動産投資の対象は多岐にわたるようになってきている。なお、2015年4月に再生エネルギー

¹ 新規賃料と継続賃料とを合わせて「支払賃料」という場合がある。

ギー施設や公共施設などのインフラを投資対象とするインフラファンド市場が創設され、2016年に2銘柄が上場した。今後、不動産を投資対象とするJ-REIT市場と同様に、市場の拡大が期待される。

【図表Ⅱ-1-2】 J-REITの資産規模の推移（アセット別）



(注) 取得価格ベース

(出所) 不動産証券化協会 j-reit.jp 「マーケット概況」

2.2 不動産の用途によるマーケット情報の差

不動産の用途の違いにより、不動産投資の分析に必要な情報が異なる。インカムゲインの源泉である賃料は、供給（床面積、賃貸可能面積）と需要（稼働面積、入居面積）のバランスの影響を受ける。しかし用途によってデータの整備状況が異なるため、その用途の不動産を利用する入居者・テナントの状況を把握できるデータで需要を分析することになる。【図表Ⅱ-1-3】は各用途における需要をみる際のポイントである。

【図表Ⅱ-1-3】 各用途における最終需要者と分析に使う主なデータ

用途	最終需要者	影響する主なデータ
オフィス	企業	企業業績、オフィスワーカー 等
商業	店舗	店舗売上、消費動向 等
住宅	個人	人口、世帯数 等
ホテル	ホテル事業者	宿泊者数、旅行者数 等
物流	荷主企業	物流輸送量、宅配ニーズ 等
ヘルスケア	個人（高齢者）	後期高齢者、介護認定者数 等

(出所) ザイマックス不動産総合研究所

第2章 地価と不動産取引情報

1 ●地価の公的指標

土地の価格（地価）は不動産市場の動向をみる基本的な指標のひとつである。「地価」は目的の異なる複数の指標が存在し、一物四価や一物多価などといわれる。

以下では、地価の種類と地価に関する指標、土地取引情報等について説明する。

1.1 地価公示（公示地価）価格

地価公示は、国土交通省土地鑑定委員会が、毎年1月1日時点における標準的な土地の1㎡当たりの正常な価格（売手にも買手にもかたよらない客観的な価格）を判定して公示する価格である。2人以上の不動産鑑定士が都市計画区域内の対象地点を調査して評価する。一般的に地価公示、公示地価といわれ、毎年3月下旬に発表される。

1969年に地価公示法が施行され、1970年に第1回の地価公示が8都道府県で実施された。1974年には全国47都道府県で実施され、現在は約2.6万地点で調査が行われている。

地価公示は一般の土地取引の指標としてだけでなく、不動産鑑定評価、公共事業用地の取得価格や、以下の1.3の相続税路線価及び1.4の固定資産税評価額の基準等になっている。国土交通省の「標準地・基準地検索システム」で確認できる。

1.2 都道府県地価調査（基準地価）

都道府県地価調査による地価は、都道府県知事が、毎年7月1日時点における標準的な土地（基準地）の正常な価格を判定して公表する価格である。土地取引規制の際の価格審査や地方公共団体等による買取価格算定の基準になる。一般的に基準地価といわれ、毎年9月下旬に発表される。

地価公示が都市計画区域内を対象にしているのに対し、基準地価は都市計画区域外の林地・リゾート地なども対象となる。現在は約2.1万地点で調査が行われ、地価公示の標準地と基準地が重なる地点も多い。地価公示と同様、「標準地・基準地検索システム」で確認できる。

1.3 相続税路線価（路線価）

相続税路線価は、国税庁が相続税及び贈与税の計算の基準のため、毎年1月1日時点における路線（道路）上の1㎡当たりの標準的な宅地の価額を算定した価格である。地価公示、売買実例価格、及び不動産鑑定士等の精通者意見価格に基づき決定され、地価公示の8割程度が目安とされる。毎年7月上旬に発表され、国税庁の「財産評価基準書」で確認できる。

1.4 固定資産税評価（固定資産税路線価）

固定資産税評価は、市町村が、固定資産税課税標準となる適正な時価を求めるための価格である。売買価格事例や公示地価、相続税評価額等を総合的に勘案して算定し、評価水準の目安は地価公示の7割程度とされる。固定資産税、都市計画税、不動産取得税、登録免許税の算定に利用され、3年毎の1月1日に評価替えが行われる。固定資産税路線価とも呼ばれるが、単に「路線価」という場合は1.3の相続税路線価を指すことが多い。

2 ●その他の地価指標

2.1 市街地価格指数

日本不動産研究所が、全国主要都市内の調査地点の地価を年2回（3月と9月）調査して指数化した市街地価格指数を公表している。調査対象都市は全国の主要約200都市で、市街地の実際の利用形態に従って商業地、住宅地、工業地に分類されている。

1936年から公表され、地価の長期的変動を把握するのに有用である。

2.2 その他

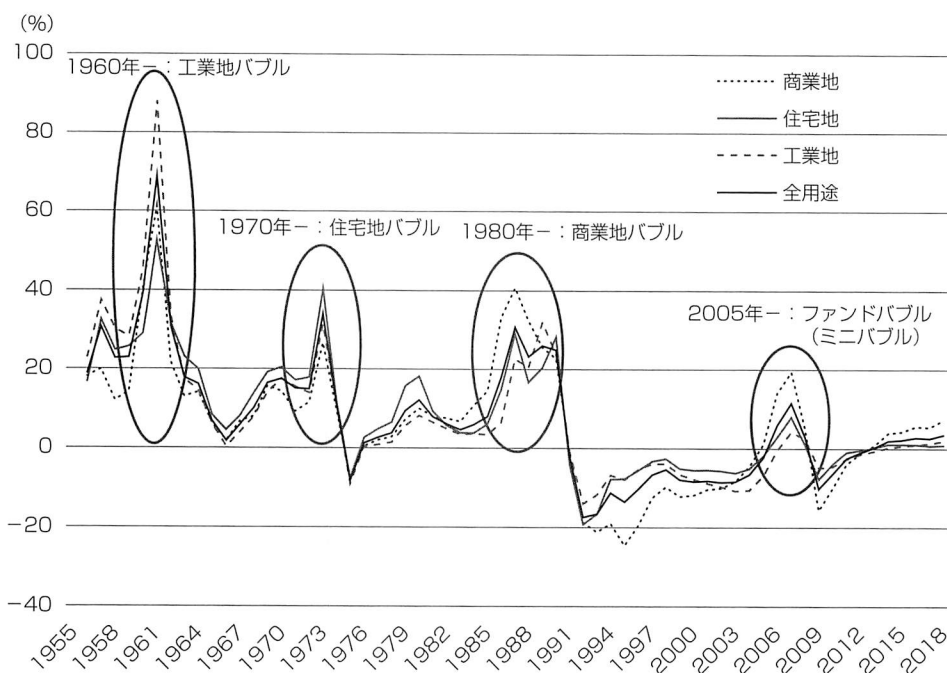
国土交通省は三大都市圏と地方中心都市の100地区を対象にした「主要都市の高度利用地地価動向報告（地価LOOKレポート）」を、2007年第4四半期分から公表している。都市別・地域別の不動産市場動向（取引価格、取引利回り、取引件数、投資用不動産の供給、オフィス・店舗・マンション賃料、マンション分譲価格）が四半期毎に公表され、年1回の地価公示や基準地価の先行指標としても活用できる。

この他、野村不動産アーバンネットは独自に調査した地価情報を公表している。調査地点は大都市圏の住宅地が中心で地点数は少ないが、四半期調査のため市場の変化をタイムリーに把握できるデータとして参考になる。

3 ●地価の動向

日本は戦後から4回の地価高騰期があった。1回目は高度成長期の1960年前後、2回目は列島改造ブームの1970年代半ば、3回目はバブル期の1985年から1991年にかけて、4回目が2005年から2007年にかけてのミニバブル（ファンドバブル）である【図表Ⅱ-2-1】。地価は、第一次石油ショック後の1975年を除き、1955年から1991年まで一貫して上昇を続けたことから、土地は絶対値下がりしないという土地神話が生まれた。しかし地価は1991年をピークに下落を続け、土地神話は崩壊した。その後2005年を底に、戦後最長の「いざなぎ景気」を超える好景気や不動産ファンドブームを背景に地価は上昇に転じたが、米国のサブプライムローン問題に端を発した金融危機と世界同時不況の影響等で上昇局面は3年程度で終了した。2013年頃から地価は緩やかな上昇に転じ、最近では銀座や心齋橋といった主要都市中心部の商業地では地価が大きく上昇している。

【図表Ⅱ-2-1】地価の長期動向



4 ● 不動産取引（売買）の情報

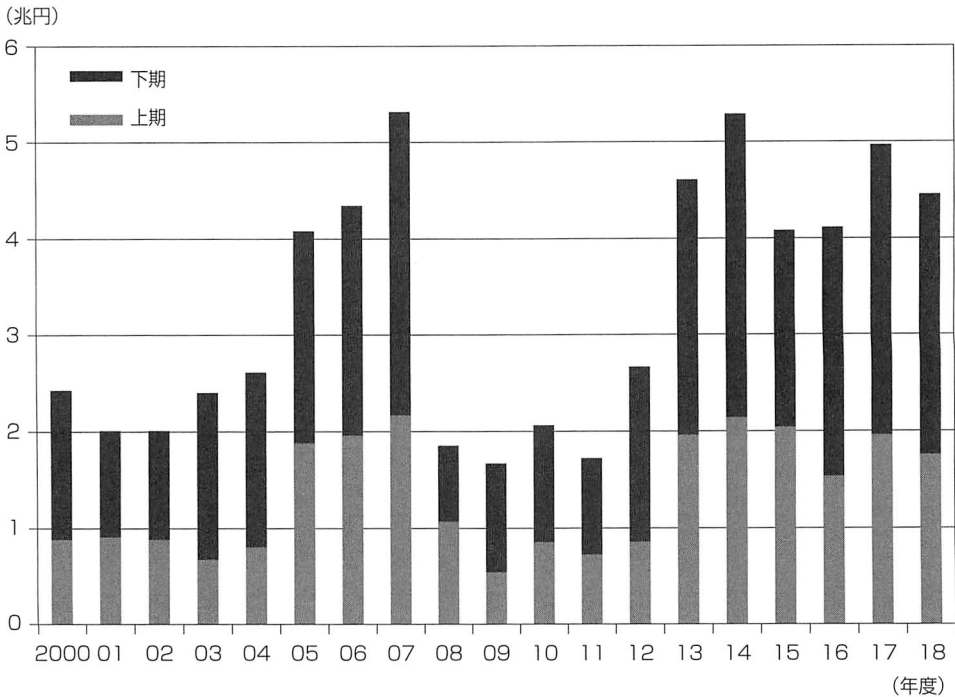
4.1 不動産取引（売買）の価格情報

不動産の取引（売買）に関して入手できる情報が少ない中、近年、国土交通省によって土地取引の情報・データの充実が図られてきた。「土地取引規制基礎調査概況調査」では、平成17年4月以降の土地取引の件数と面積を市区町村ごとに毎月公表している。また、平成18年から、実際の取引価格をホームページで検索できるシステム（土地総合情報システム）が稼働している。しかし、これらは取引された不動産を特定できないため、個別の不動産投資の判断材料としては使い勝手がやや悪い。

特定の不動産の取引価格データを収集するには、J-REITを含む上場企業が不動産（固定資産）売買を行った際のIR情報が活用できる。不動産の概要（所在、面積等）、売買（譲渡、取得）価格、取引時期などが記載されている。都市未来総合研究所や東京商工リサーチはこれを集計した結果を定期的に公表している【図表Ⅱ-2-2】。またARESのWebサイト「ARESマンスリーレポート詳細データ」（ARES会員限定）にはJ-REIT各社が行った不動産取引が掲載され、取得価格・譲渡価格が一覧表の形で確認できる。日経BP社による会員向けサービスの投資用不動産取引データベース「ディールサーチ」にはJ-REIT以外にも個別不動産の売買事例が数多く登録されている。但し、取引価格には推定が含まれていることがあるので注意が必要だ。

入手できた不動産取引情報においても、取引した各社のさまざまな事情（決算時の益出

【図表Ⅱ-2-2】不動産取引額の推移



(出所) 都市未来総合研究所 (みずほ信託銀行のシンクタンク) 「不動産売買実態調査」

しや関係会社間での売買などが絡む場合があり、分析する物件との比較に適した成約価格事例を収集するのは難しい。その点J-REITは取得不動産の定性評価、利回り、鑑定評価額などを開示しており、取引価格の比較事例として使いやすい。

土地の取引量は、法務省の登記関係資料から売買による所有権の移転件数で把握でき、国土交通省が毎年作成する土地白書に掲載されている。

なお、土地白書には「土地取引規制基礎調査」「都道府県地価調査」などから推計した個人・法人別土地取引金額も掲載されている。その他さまざまな土地関連データの分析が掲載されており、ウェブでも全文が公開されているので参考にされたい。

4.2 不動産取引情報の見方

不動産取引に関するデータから不動産売買市場を読み解くには、どのような点に注意すればいいだろうか。たとえば「不動産取得金額は昨年に比べて3,000億円増加した」という情報があったとしよう。取引額、件数が増加していることは不動産売買市場が活性化しているといえる。しかし、これだけでは今後の動向分析は不十分である。先の情報は同時に「昨年より3,000億円多く売却された」ことを示しているからだ。そこで、不動産取引データで今後の価格トレンドを分析する際は、価格が下落しているか、上昇しているかの価格変化以外に、不動産を購入している主体が誰かにも注目する事が大切だ。中長期の保

有を目指すJ-REIT、生保、年金といった機関投資家や自社使用目的の一般事業会社による取得が多いのか、あるいは短期で投資回収を目指す不動産私募ファンドなどによる取得が中心なのか、買い主体によって今後の売却圧力を推測できる。長期保有者の取得が進んでいる場合は市場に売買物件が出回らなくなり、売りの供給が絞られてくると考えられる。一方、短期保有者の取得が進んでいけば、いずれ近いうちに売却物件として市場に出てくる供給圧力を意識しておかないといけない。将来の売買価格のトレンドを分析する際は、購入者の保有期間を加味したネットの取引量で需給バランスを見ることが大切になる。

第3章 オフィス市場

1 ● オフィス市場とは

ここで「オフィス市場」という場合は賃貸オフィスビルの市場を指す。自社所有のビルを他者に売却した上で賃借し、そのまま入居を続けている場合（これを「セール・アンド・リースバック」という）や、親会社の所有ビルに子会社が一括賃借している場合も賃貸オフィスビルである。しかし、通常このようなビルがテナントを募集することはなく、マーケットへの影響は限定的である。また、企業が自社ビルを建設して賃貸ビルから移転したり、逆に自社ビルから賃貸ビルへ移転したりする事もあり、精緻に分析するには自社ビルも考慮する必要がある。しかし、情報量等の問題から、通常「オフィス市場」の分析では、空室が生じた際にテナント募集が行われる賃貸オフィスビルを対象としている。

2 ● オフィス市場に関する指標

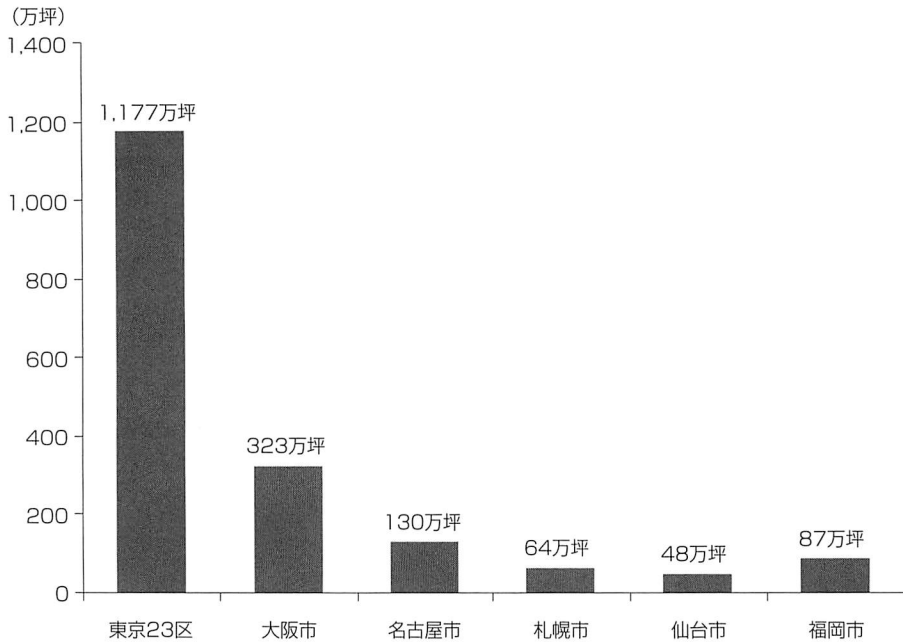
2.1 供給（総賃貸可能面積、ストック）

オフィスビルの床面積の総量（ストック）の把握を目的とした公的な調査データはなく、自社所有ビルも含む固定資産税に関連するデータから規模の推計が行われている。オフィス市場の供給量である賃貸可能面積は、オフィス賃貸仲介会社などの民間企業が公表している。

三幸エステートによると、2018年12月1日時点の全国主要都市のオフィスの賃貸可能面積は1,828万坪で、東京23区が1,177万坪、大阪市が323万坪、名古屋130万坪と、大阪は東京の約4分の1、名古屋は大阪の4割程度の市場規模である。東京23区のオフィス賃貸可能面積は他の大都市に比べて圧倒的に大きい【図表Ⅱ-3-1】。

三鬼商事のデータで賃貸可能面積の長期推移が確認できる。東京ビジネス地区（千代田・中央・港・新宿・渋谷のビジネスエリア）の場合、2018年は751万坪で、1990年から8割増えている【図表Ⅱ-3-2】。また、ザイマックス不動産総合研究所は、東京23区と

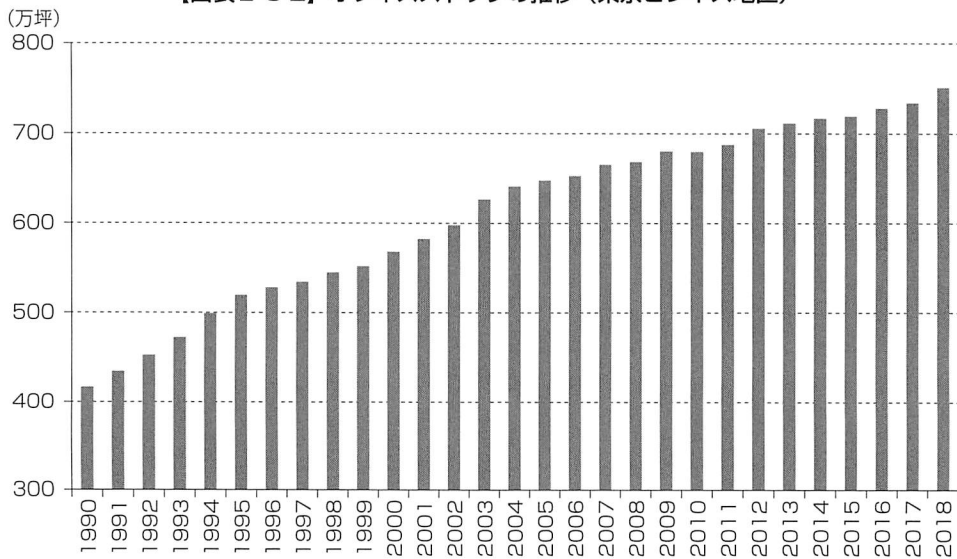
【図表Ⅱ-3-1】全国主要都市の賃貸可能面積



(注) 1フロア面積50坪未満の小型ビルは除く

(出所) 三幸エステート「オフィスレントデータ2019」を元に作成

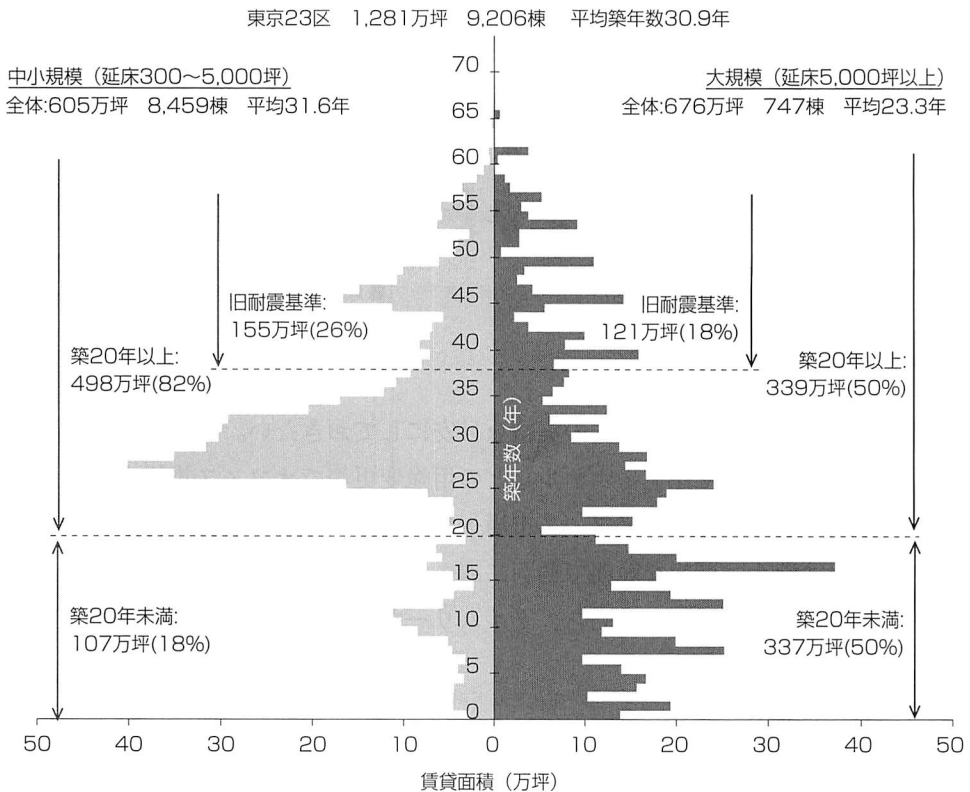
【図表Ⅱ-3-2】オフィスの推移（東京ビジネス地区）



(出所) 三鬼商事

大阪市の規模別、築年別の構成を表わす「オフィスピラミッド」を公表している。賃貸面積ベースでは築25年前後の延床5,000坪未満のビルの山が非常に大きく、バブル期に大量の中小規模ビルが竣工した実態がわかる【図表Ⅱ-3-3】。他に日本不動産研究所は全国主要都市のオフィスストックの調査結果を2006年から毎年公表している。

【図表Ⅱ-3-3】 オフィスピラミッド（規模別、築年別推移）東京23区、賃貸面積



(注) 延床 300 坪未満は含まない
 (出所) ザイマックス不動産総合研究所

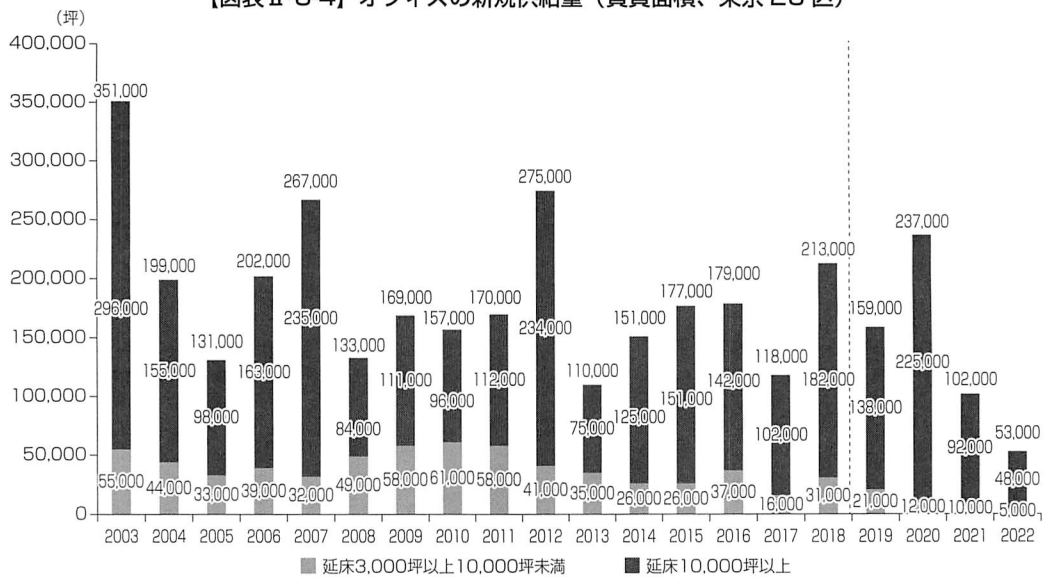
2.2 新規供給（フロー）

事務所建物の新規供給（フロー）に関する件数や面積は、国や地方自治体の建築統計から入手できるが、自社所有ビルが含まれる。賃貸オフィスビルの新規供給量に関するデータは、上記のストック面積と同様、複数の民間企業が定期的に公表している。

【図表Ⅱ-3-4】は東京23区におけるオフィスビルの新規供給量（賃貸面積ベース）と今後の予測である。2003年、2007年、2012年は他の年と比べて供給量が多く需給悪化が懸念されたため、それぞれの年で「〇〇年問題」といわれた。

将来の供給量は竣工計画を積み上げて予測できる。大規模ビルは工期が長いので数年先の計画が公表される事が多いが、中小規模ビルの場合はまだ計画自体が無いこともある。

【図表Ⅱ-3-4】 オフィスの新規供給量（賃貸面積、東京 23 区）



(注) 延床 3000 坪未満は含まない
 (出所) ザイマックス不動産総合研究所

中小規模ビルの将来の供給量は過去の実績を目安にしておきたい。

なお、本来は取り壊しや住宅・ホテルなどの用途変更等でオフィス市場から賃貸可能面積が消滅する減失量を把握し、オフィス市場への影響を分析する必要がある。しかし減失を網羅する統計は無く、可能な範囲で個別に調べるか、推計するなどしかない。最近では建築費の高騰等による計画延期も目立ち、タイムリーな情報収集の重要性が増している。

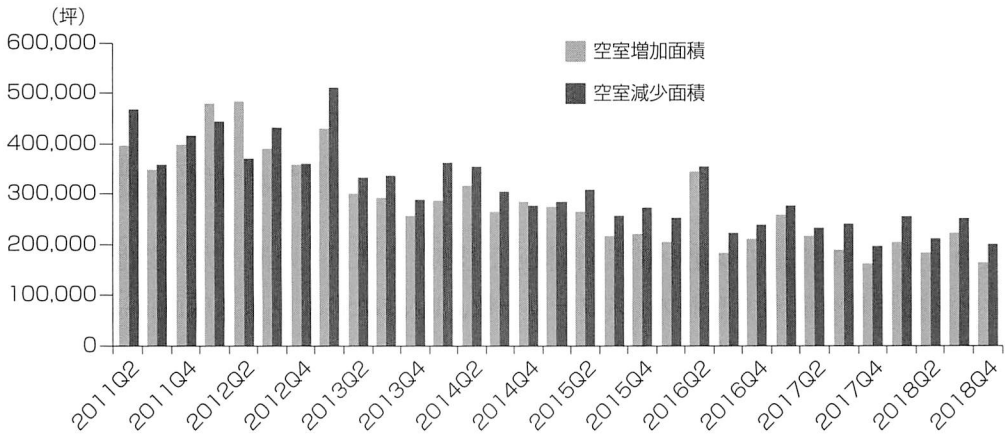
2.3 需要（稼働面積）

オフィスの需要量を表す稼働（入居）面積は、オフィスストックから後述する空室率で算出できる。三幸エステートは、各月のオフィス需要面積（稼働面積）の増減をネットアブソープションとして公表している。またザイマックス不動産総合研究所は2017年から空室増減量を公表している【図表Ⅱ-3-5】。これは退去や新築ビルの竣工で発生した空室の増加と入居などにより減った空室面積の両方を明らかにしており、期間中における賃貸市場の取引ボリュームの大きさを把握できる。

また、オフィス需要量は「1人あたりオフィス床面積×オフィスワーカー数」で算出できる。【図表Ⅱ-3-6】は、執務スペースだけでなく受付、会議室、倉庫などを含む賃貸借契約面積をテナントの利用人数で割った「1人あたりオフィス面積」である。近年、ほぼ4坪で推移しており、オフィス需要量の算定に活用できる基礎データになる。

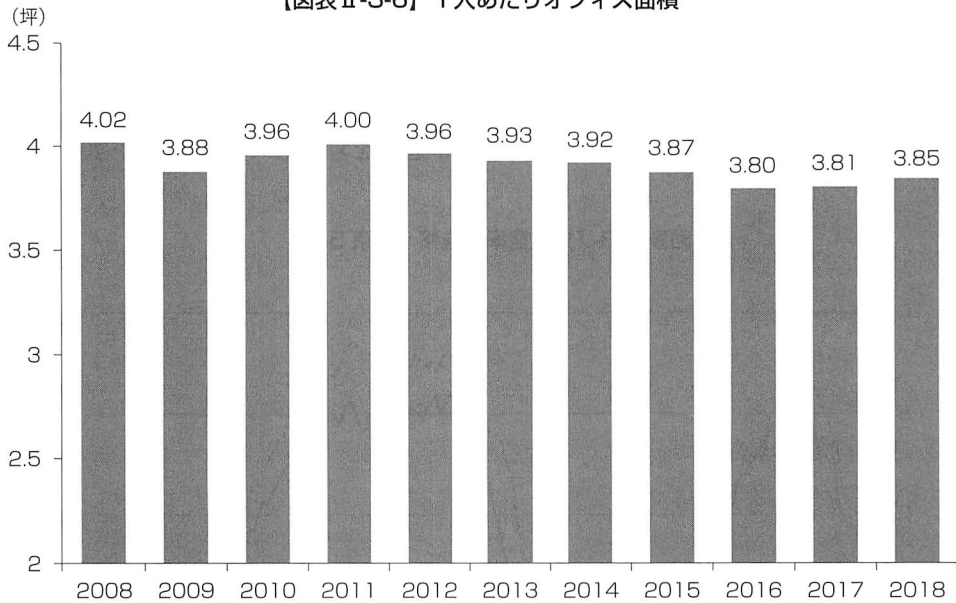
オフィスワーカー数は、国勢調査による職業分類のうち「専門的・技術的職業従事者」「管理的職業従事者」「事務従事者」の三職種の合計人数を用いる事がある。しかし最近の国勢調査は不評値が増加し、オフィスワーカー数が過小評価されている可能性が指摘され

【図表Ⅱ-3-5】 空室増減量（東京23区）



(出所) ザイマックス不動産総合研究所

【図表Ⅱ-3-6】 1人あたりオフィス面積



(出所) ザイマックス不動産総合研究所

ている²。他の公的統計でオフィス用途が多い非製造業やサービス業の雇用者数、事業所数などを基に推計する事も可能だが、実際のオフィスワーカー数を特定することはできない。「1人あたりオフィス床面積×オフィスワーカー数」でオフィス需要量を算出するのは現実的には難しい。

オフィスワーカー数に関しては、日本の総人口が減少する中で、女性や高齢者の働き手の増加を背景に労働力人口は増え、新たなオフィスワーカーの担い手として期待されている

² ニッセイ基礎研究所「東京にオフィスワーカーはいったい何人いるのか？」2008年10月02日 不動産投資レポート

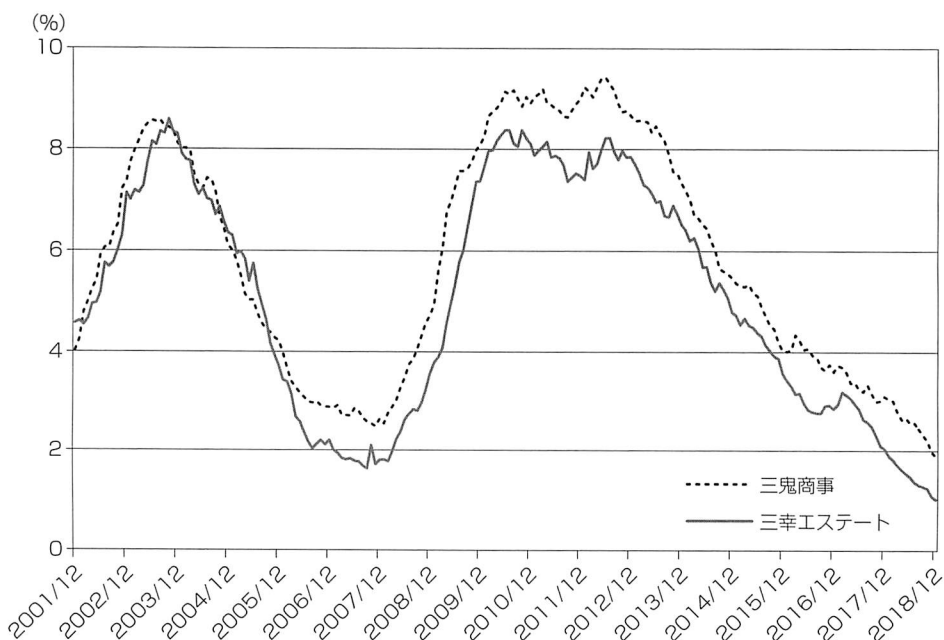
る。また、1人あたりオフィス面積に関しては、テレワーク導入の進展が減少要因になるという見方がある一方で、本社以外の場所にサードプレイスオフィスを設置する動きが増えて増加要因となるという見方もある。最近に従業員が働く環境を改善するために執務スペースを広めに確保したり、リフレッシュスペースやオープンなミーティングスペースなど共用スペースを広くしたりする企業が増えてきた。これらは、1人あたり面積の増加につながる。

このような産業構造の変化やICT（情報通信技術）を活用した働き方の変化・多様化が、オフィス需要量を構成するオフィスワーカー数、1人あたりオフィス床面積にどのような影響を与えるか、今後の動向に注意したい。

2.4 需給バランス（空室率）

需要と供給のバランスは空室率（空室面積÷オフィス貸室総面積）で表される。空室率は1980年代から複数のオフィス賃貸仲介会社が公表し、オフィス賃貸マーケットの景況感を把握するために広く利用されている指標である【図表Ⅱ-3-7】。公表する機関で対象とするエリアやオフィスの規模・グレードなどが違う他、竣工前の物件を含むか否か、退去が決まってもテナントがまだ入居している貸室面積を含むか否かなど調査基準が異なる。空室率を活用する際は、データの特性や違いを理解しておくことが重要である。

【図表Ⅱ-3-7】 空室率の推移（東京5区）

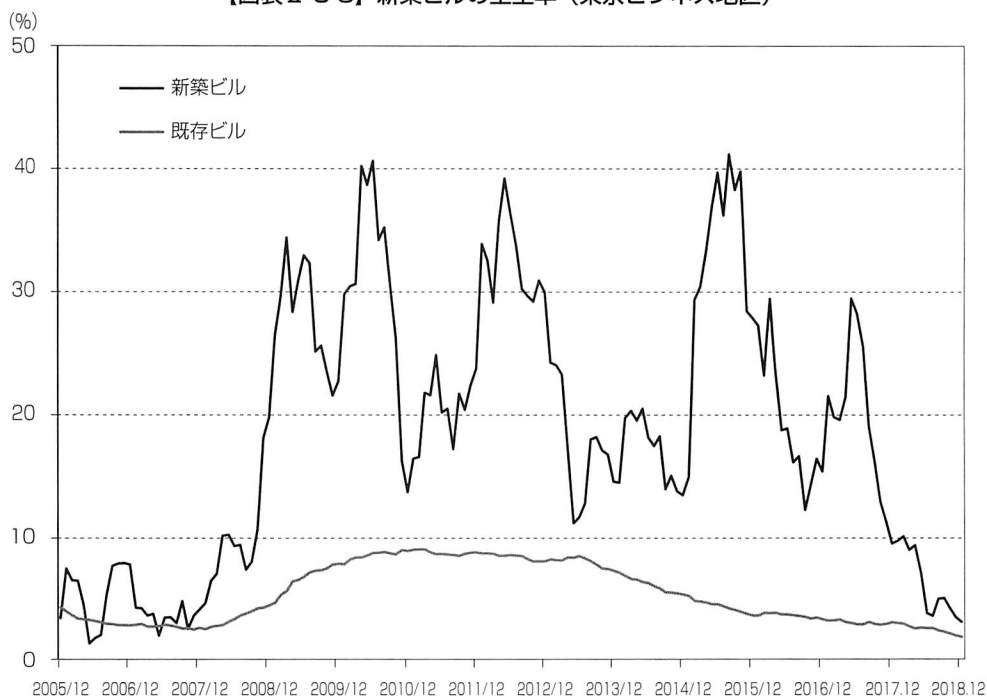


(出所) 三鬼商事、三幸エステート

また、2.1で触れたようにオフィスストックは年々拡大しているため、例えば2014年頃の空室率が2002年頃と同水準であっても、市場全体の空室面積は2002年に比べて増加していることになる。需給バランスをみる際には空室面積の総量にも注意したい。

【図表Ⅱ-3-8】は新築ビルを対象とした空室率である。竣工前からテナント募集を行っている新築ビルの空室率は、オフィス市況に敏感に反応するデータとして有用である。一般に資料を高め設定しやすい新築ビルの空室率が低いと需給の逼迫度は高いと考えられる。しかし、対象物件数が少ないためデータの変動が大きく、【図表Ⅱ-3-8】では新築期間を12か月としているため、12か月を超えると算出対象から外れる点に注意が必要である。仮に空室率が大きく下がったとしても、その理由が、テナントが順調に決まったのか、あるいは大型空室を抱えたビルが新築対象期間から外れた影響ではないかなど、数値の変化の背景をみておく事が大切だ。

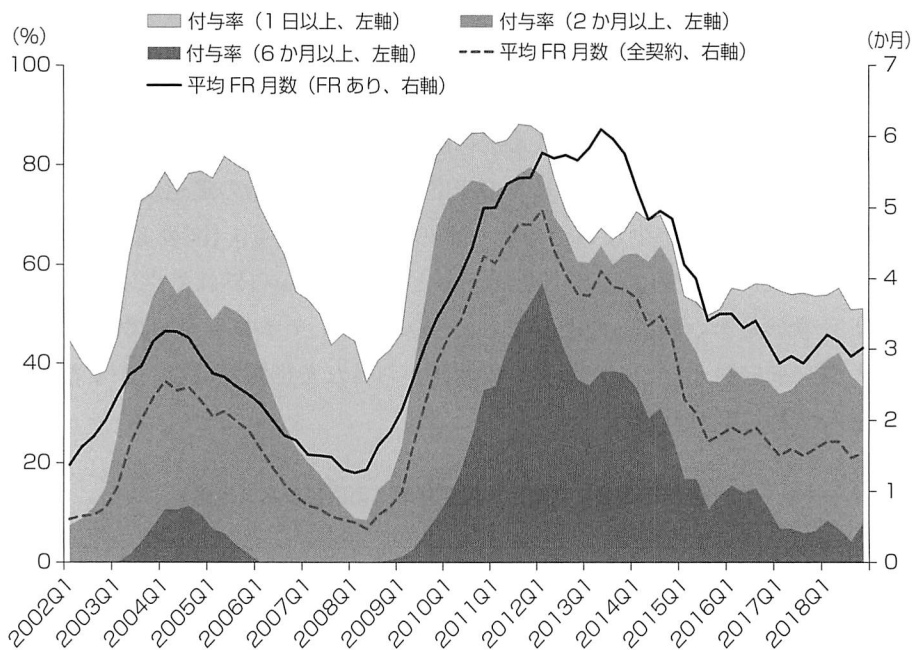
【図表Ⅱ-3-8】 新築ビルの空室率（東京ビジネス地区）



(出所) 三鬼商事

その他、フリーレントの状況からも需給バランスを把握することができる。フリーレントとは、テナントが新規に入居する際に一定期間賃料相当額を免除する事である。需給が緩み借手が有利になると、貸手であるビルオーナーはフリーレント期間を設けてテナント誘致を試みようとする。また、ビル経営の面から、契約上の賃料単価を高く維持したい時にもフリーレントが使われる場合がある。【図表Ⅱ-3-9】はフリーレントの平均月数とフリーレントを付与した契約の割合（付与率）の推移である。

【図表Ⅱ-3-9】 新規契約におけるフリーレントの推移（東京 23 区）



(出所) ザイマックス不動産総合研究所

2.5 賃料

1.1で前述したとおり、賃料はテナントが新規に決まった際の新規賃料と、既に入居しているテナントが支払う継続賃料に分けられる。さらに新規賃料は、募集する際にビルオーナー側がテナントに提示する募集賃料と実際にテナントと契約した成約賃料に区分できる。

平均募集賃料は長年継続して公表されており、一般的な指標として認知度が高い【図表Ⅱ-3-10】。しかし募集賃料は、実際に成約した金額と乖離がある場合が多く、満室になって募集を止めたビルが対象から外れることなどから、マーケットの現状を反映しきれていない可能性がある³。

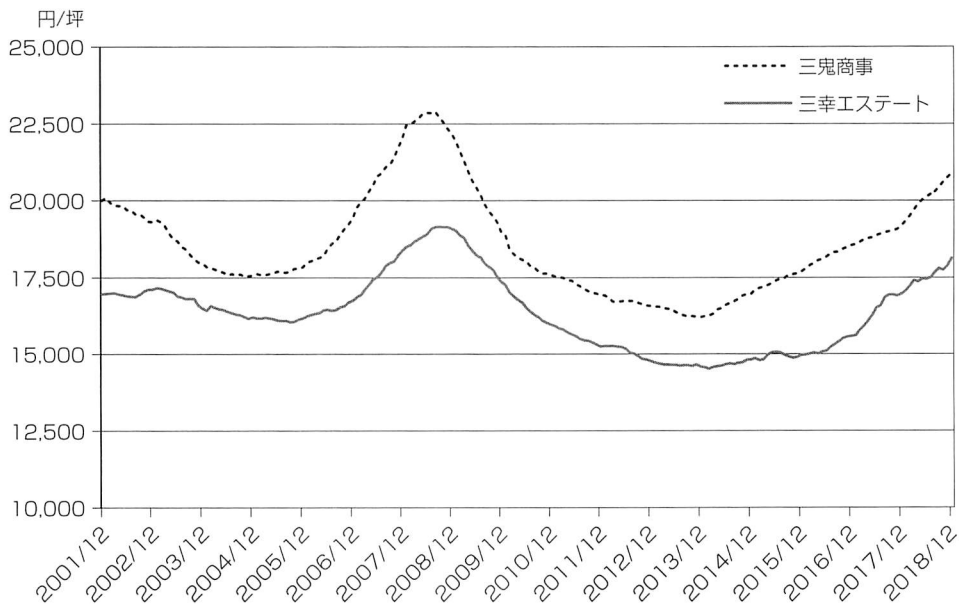
一方、成約賃料はビルオーナーとテナントの交渉で妥結した結果の金額であるため、市況をダイレクトに反映していると考えられる。市場関係者からの要望が高いデータであったが、成約データは入手が困難な事から今まで成約賃料に関する指標はほとんどなかった。しかし最近では、各社の工夫により成約賃料をベースとした指標が登場するようになってきた。標準的なビルを想定して推計した「新規成約賃料インデックス」【図表Ⅱ-3-11】や「想定成約賃料」、同一ビルにおける新規賃料単価が変化した割合で賃料トレ

³ 仮に、平均募集単価より高い賃料で募集していたビルが満室になって募集を止めると、市況が良くても平均募集単価を下げる要因になってしまう。

ドを表す「成約賃料DI（ディフュージョンインデックス）」【図表Ⅱ-3-12】などである。

稼働中不動産の分析では賃貸収入の大部分を占める継続賃料の水準をみておくことは大切である。継続賃料だけの指標はないが、新規賃貸も含む総賃貸収入をベースとしたARESのAJPI（ARES Japan Property Index 平均賃料）【図表Ⅱ-3-13】やザイマックス不動産総合研究所の「支払賃料インデックス」【図表Ⅱ-3-14】が参考になる⁴。一般的なオフィスの賃貸借契約は入居期間中の賃料改定が可能で、契約更新時などに賃料改定が行われることがある。しかし、入居中の全テナントが同時に賃料改定を行うことはまれで、同じ条件のまま契約更新がなされる場合が多い。また、継続賃料の改定はビルオーナーとテナントの交渉で決まるため、新規賃料が大きく変動している時期であっても、新規賃料の水準まで改定されることは少ない。そのため継続賃料は新規賃料（募集、成約）に比べて変動が小さい傾向にある。

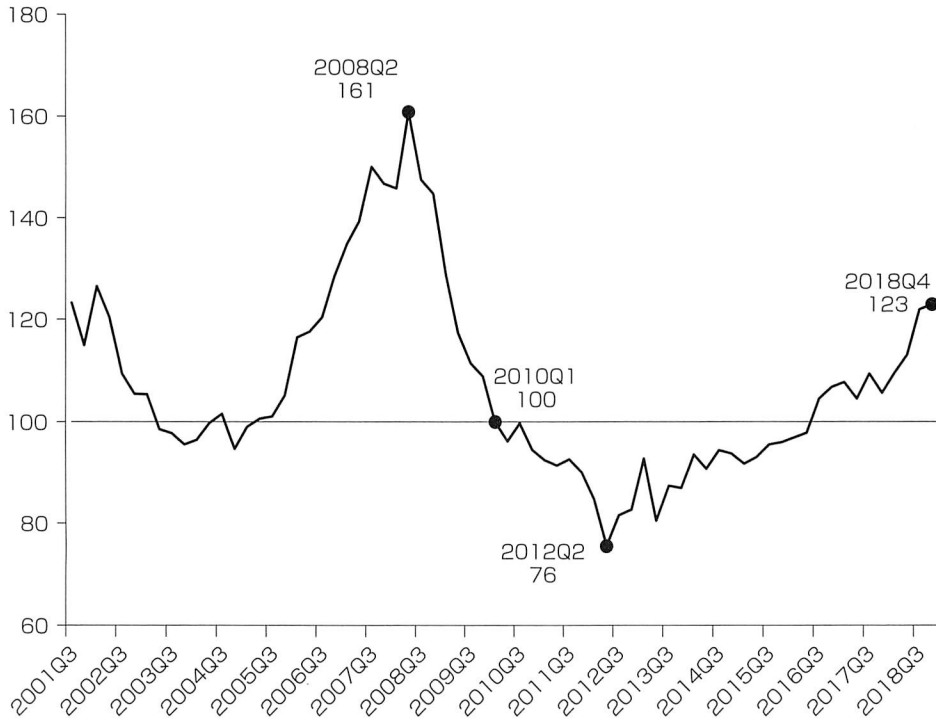
【図表Ⅱ-3-10】 平均募集賃料の推移（東京都心5区）



(出所) 三鬼商事、三幸エステート

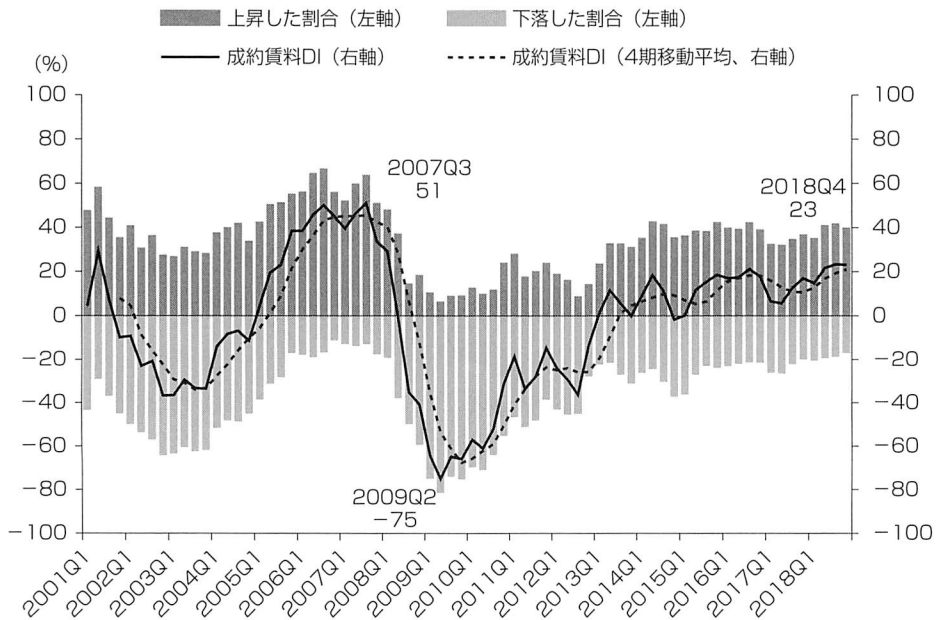
⁴ 実務上は新規賃料と継続賃料を切り分ける必要性は乏しいといえるだろう。

【図表Ⅱ-3-11】 新規成約賃料インデックス（東京 23 区、2010Q1=100）



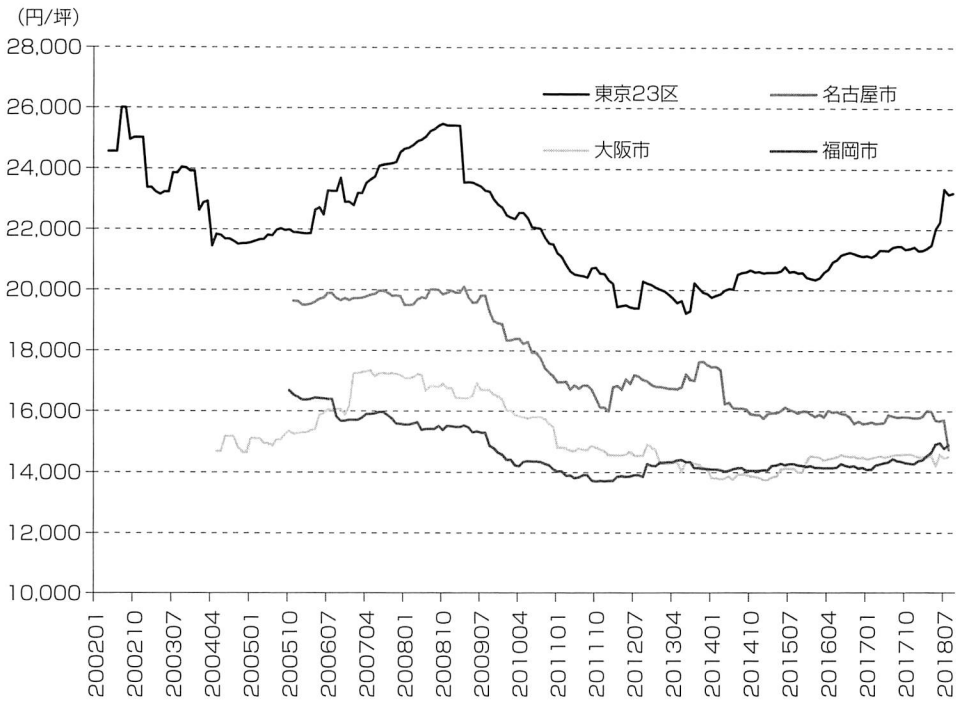
(出所) ザイマックス不動産総合研究所

【図表Ⅱ-3-12】 成約賃料 DI（東京 23 区）



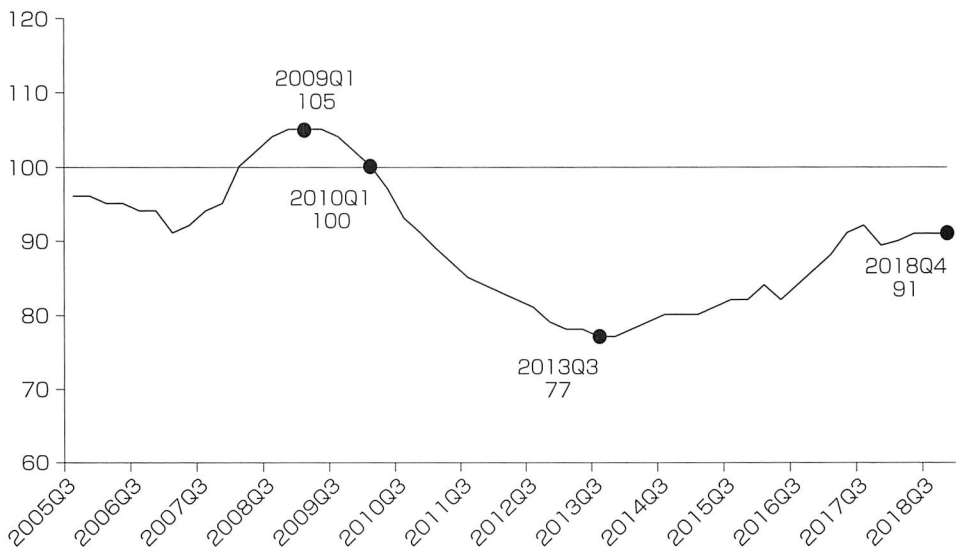
(出所) ザイマックス不動産総合研究所

【図表Ⅱ-3-13】 平均賃料の推移



(出所) ARES 「AJPI (ARES Japan Property Index 平均賃料)」

【図表Ⅱ-3-14】 支払賃料インデックス（東京 23 区）



(出所) ザイマックス不動産総合研究所

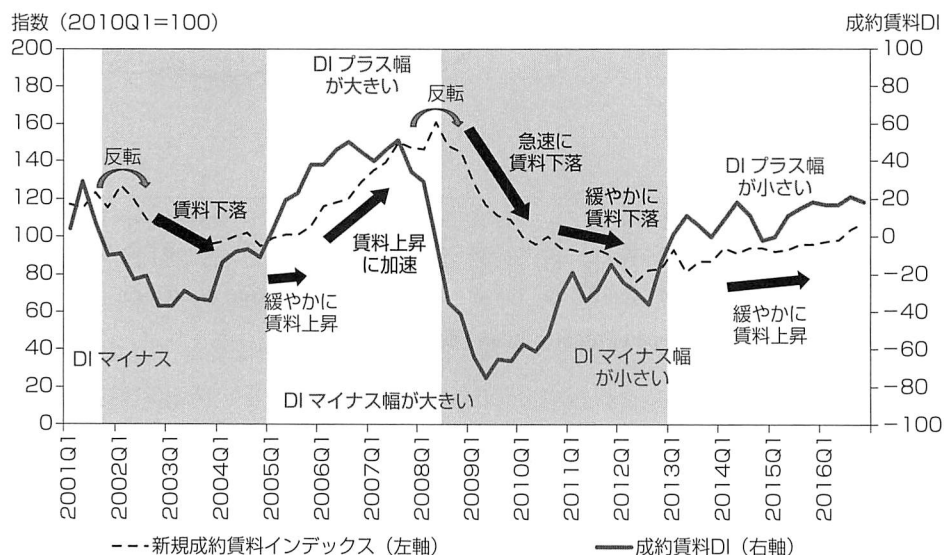
3 ● オフィス市場の見方

ここまでオフィス市場に関する各種の指標・データを見てきたが、それぞれに特徴があった。そのため市場分析にあたっては、一つのデータに頼らず、募集賃料と成約賃料、賃料と空室率等、さまざまなデータを見比べることが重要である。

参考までに、新規成約賃料インデックスと成約賃料DI、新規成約賃料インデックスとフリーレントを見比べた分析を紹介する。

【図表Ⅱ-3-15】は、賃料の価格水準を表す新規成約賃料インデックスと価格変化のトレンドを示す成約賃料DIを並べたグラフである。

【図表Ⅱ-3-15】 新規成約賃料インデックスと成約賃料DI

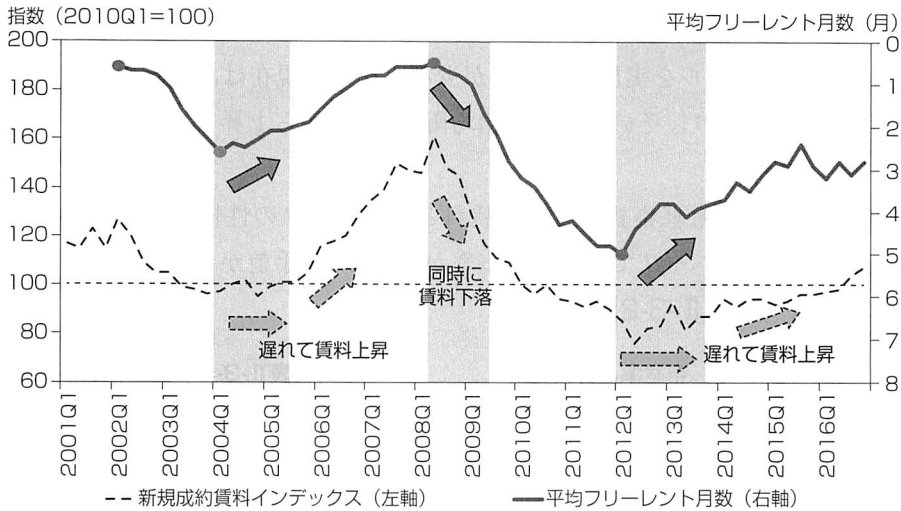


(出所) ザイマックス不動産総合研究所

DIがプラス（半年前と比べて、賃料単価が上昇したビルが下落したビルより多い状態）に転じると成約賃料は上昇し、マイナスに転じると下落する傾向にある。また、DIのプラス幅が大きかった2006年から2007年にかけて成約賃料が急速に上昇しており、逆にDIのマイナス幅が大きかった2008年から2010年にかけては急速に下落している。インデックスとDIを並べると、賃料変動の転換とスピードを読み解くことができる。2014年第3四半期時点でのDIは+11であり、賃料上昇に転じたとはいえそのスピードは緩やかである。

【図表Ⅱ-3-16】は、新規成約賃料インデックスと平均フリーレント月数（全契約）を並べたグラフである（マーケットの好不況の向きを合わせるため、フリーレントは軸の上下を反転させている）。フリーレントの長短と賃料の上下は連動している中で、マーケットの回復期はフリーレントが先行して短くなり、遅れて賃料が上昇する傾向がある。フリーレントは実質的な収入を回復させるための調整弁の役割を担っているとわかる。

【図表Ⅱ-3-16】新規成約賃料インデックスとフリーレント月数



(出所) ザイマックス不動産総合研究所

コラム1：「空室率が5%を切ると賃料が上昇に転じる」は本当か？

業界では経験則として「空室率5%がオフィス需給の均衡点で、5%を下回らないと賃料は上がらない」とよく言われる。筆者は今まで「5%均衡」の明確な根拠を聞いたことは無いが、過去に実務を通じてそれを体感したことがあった。オフィスビルの大規模リニューアルを行った際の事である。

大規模リニューアルを円滑に行うための大きな課題の一つは、入居テナントの移転先の確保である。テナントが入居したままでは夜間に工事を行わないといけないなどの難しさが生じる。そのため通常は空いているフロアから工事を行い、完了後に入居テナントに移転してもらい、そこで生じた空きフロアを工事して・・・と順繰りに実施していく。このようにちょうどフロアが空いていけばいいが、そのような時の方がまれだ。ある不動産会社が行った大規模ビルのリニューアルでは、テナントの一時的な移転用として仮ビルを建設したケースすらある。

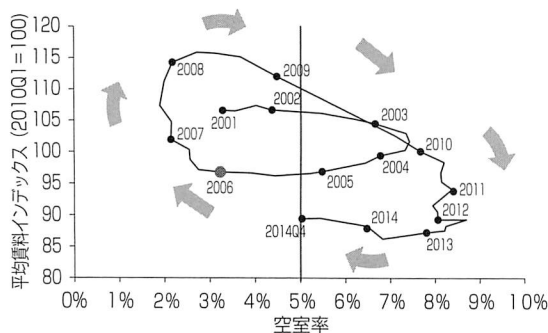
筆者は1990年半ばに、ビルオーナーの立場でオフィスビルのリニューアルを担当したことがあった。当時は保有ビルが築20年経過したら全館リニューアルを行うという方針があり、実際に行ってみると、やはりテナントの仮移転先の確保にとっても苦勞した。そのとき社内で冗談半分ではあったが、「20年間毎年ビルを1棟ずつ建て、20年経ったビルから順にテナント丸ごと新ビルに移ってもらえばいい」と話したことがあった。保有する20棟のビルのうち常に1棟をリニューアル用に空きビルにしておけば、移転先に困らずリニューアルを円滑に遂行できるということだ。現実的ではないとしても、この時「オフィス需給の均衡点は空室率5%（1/20棟）だ」と実感

した。

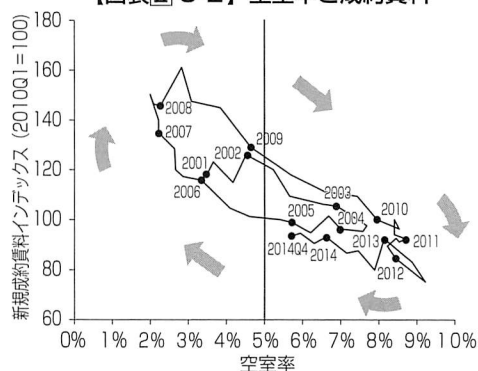
これはビルの供給側の視点だが、仮にそうだとすると、ビル設備の高度化が進み、築20年でリニューアルを実施することが少なくなった現在は、ビル事業者の空室に対する許容度が上がり、その結果「需給均衡点は5%から上昇している」のではないだろうか。

あるいは、そもそも募集賃料と成約賃料というデータの性格の違いとも考えられる。実際、成約賃料ベースでみると空室率が5%を切る手前から賃料は上昇している【図表Ⅱ-3-1】【図表Ⅱ-3-2】。

【図表Ⅱ-3-1】 空室率と募集賃料



【図表Ⅱ-3-2】 空室率と成約賃料



(出所) オフィス賃貸仲介会社のデータを元にザイマックス不動産総合研究所が作成

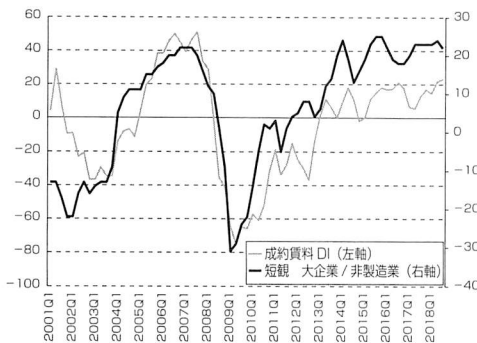
コラム2：「不動産市場は景気に遅行する」は本当か？

これもよく「オフィス市場は景気に対して1~1年半ほど遅行する」と言われる。その理由として、「企業は業績が良くなることを実感してから採用を増やし、その結果オフィスが手狭になって移転を検討する。それまでに1年半ほどのタイムラグがある」と説明される事が多い。

しかし、成約賃料DI (図表Ⅱ-3-12) と日銀短観、TOPIX (東証株価指数) を比べると連動性が高く、景気に遅れているようには見えない【図表Ⅱ-3-3】【図表Ⅱ-3-4】。だが、確かにファンドバブル時の募集賃料のピークは08年後半ごろと経済指標のピークから1年~1年半程遅れていた。それでは、この時期に実際のテナント募集の現場ではどのようなことが起こっていたのだろうか。

ファンドバブルの2005年~2007年前半ごろは、空室が生じてテナントを募集すると複数の企業から入居申込みがあり、比較的容易に賃料を上げることができた。しかし経済指標のピークが過ぎた2007年後半ごろになると、テナントの申し込みは減少し、テナントが決まるまでの時間が長くなり始め、企業の新規移転や拡張ニーズが減退しているのが感じられた。そこで、ビルオーナーはテナントを取り込むために、“募

【図表Ⅱ-3-3】 成約賃料DIと日銀短観



【図表Ⅱ-3-4】 成約賃料DIと東証株価指数



(出所) 日本銀行 東京証券取引所のデータを元にザイマックス不動産総合研究所が作成

集賃料はそのままに”フリーレントを長めに付与する、あるいは賃料単価を下げても成約する、といった事をテナントとの相対交渉の中で行っていた。ビルオーナーとしては少しでも高値を追求したいという狙いもあるが、入居テナントの賃料より低い単価で募集すると、それを知られたテナントから賃料の値下げ要求がでてくるのではないかと懸念もあった。

企業が賃貸借契約を締結してから移転する（契約開始）までに半年～1年など相当の期間が経過する事は時々ある。しかし、移転の実施や賃貸条件の意思決定は、当然その時点での業績や今後の見通しが影響していると考えられる。実際にテナント募集で多くの企業と接していると、オフィス市場（特に、新規賃料）だけが景気に大きく遅れて動くという感覚はほとんどない。

不動産市場の情報が増えていくことでさまざまな分析が行われ、今後、経験則で語られていた不動産市場の構造が一層明らかになっていくことを期待したい。同時に、同じものが二つとして無い「不動産」は、数値だけの判断ではなく、実際に見に行き、個々の特徴や現場感を知ることがとても重要であると感じる。

第4章 商業施設・住宅市場

1 ● 商業施設市場

1.1 商業施設とは

商業施設とは、単独または複数の商業店舗（物販店、飲食店、サービス店など）が営業している施設である。商店街にあるような販売店や食堂といったものも含まれるが、本稿では投資対象と考えられる大型小売店舗をみていく。商業施設ではテナントの賃料は固定賃料だけでなく、店舗の売上に応じた売上歩合賃料が導入される事がある。したがって、

商業施設の売上・収益は、当該施設の管理運営（オペレーション）の巧拙に大きく左右される。このような専門のオペレーターを必要とする、商業施設、ホテル、物流施設、ヘルスケア施設（病院・診療所、高齢者向け居住施設）などはオペレーショナルアセットといわれる⁵。

商業施設の種別に関する明確な定義はないが、建物構造や立地、業種・業態構成などの区分でさまざまな呼称がある。

ショッピングセンター（SC）は、多種多様な商品やサービスを提供する業種・業態が集積した商業施設である。食品や日用品など幅広い品目の消費財を取り揃えたセルフサービス方式のスーパーマーケット（SM）や、衣・食・住をフルラインで取り揃える総合スーパーマーケット（GMS）がキーテナント（核テナントやアンカーテナントなどともいう）となる事が多い。

SCは売場面積や業態などの違いにより、ネイバーフッドSC（NSC）、コミュニティSC（CSC）、リージョナルSC（RSC）、スーパーリージョナルSC（S-RSC）などに区分される。また本稿では、ディスカウントストアや、特定の分野（カテゴリ）に絞り大量に低価格で販売するカテゴリーキラーが集積したパワーセンター（PC）、衣料品・服飾雑貨の在庫を割安な価格で販売するアウトレット店が集積したアウトレットモールもショッピングセンターの一つに位置付けている【図表Ⅱ-4-1】。

商業ビルは主に都市の駅前や繁華街に立地し、衣料品を取扱うファッションブランド店が中心の専門店ビル（ファッションビル）、飲食店が中心の飲食ビル、物販・飲食・サービスなど多様な店舗が混在する複合商業ビルに分類できる⁶。専門店ビルは人気や流行の変化に合わせたテナントの入れ替えが行われるため入居期間は短めになり、飲食ビルは飲食店が入居する際に設備等の初期費用が物販店よりも多くかかることから入居期間は長めになる傾向がある。

幹線道路など通行量の多い道路の沿線に出店する店舗をロードサイド店という。規模の小さいコンビニエンスストアから、ドラッグストア、ディスカウントストア、家電量販店、ホームセンター、といった大規模な店舗まで、さまざまな業種・業態が出店している。

1.2 商業施設市場に関する指標

1.2.1 供給

全国の商業実態を明らかにする調査として経済産業省の商業統計調査がある。これを見ると、小売店の売場面積は2007年まで増加が続く一方、販売額は1997年がピークで、一坪当りの売上高（坪効率）は1991年から年々低下している【図表Ⅱ-4-2】。なお、当該調査は2014年にも行われたが大幅な制度設計変更がなされ、以前までの調査データとの連

⁵ 最近では、サービスオフィス、シェアオフィスといったオペレーションが必要なオフィスビルも増えてきた。

⁶ 商業ビルに関してもSCと同様、種別等による明確な定義（呼称）はない。

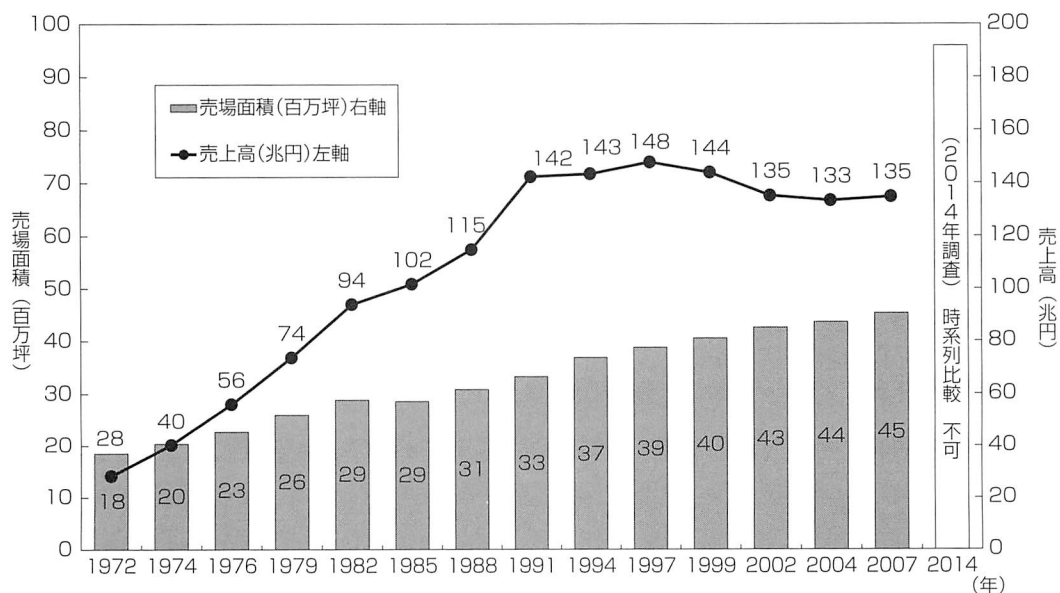
【図表Ⅱ-4-1】ショッピングセンターの種類（イメージ）

	NSC Neighborhood	CSC Community	RSC Regional	SRSC Super Regional	パワーセンター Power Center	アウトレットモール Outlet mall
コンセプト	日常生活密着型	日常生活サポート型	時間消費型	時間消費型	広域集客	広域集客
特徴	SMを核に最寄品を中心に提供 ex. ドラッグストア、 カジュアル衣料、 シューズ、 バラエティストア、書籍 クリニック、クリーニング	衣・食・住のワンストップ ショッピング可能 最寄品と買回品の両方を提供 し、これに、専門店、生活関 連サービス、飲食施設などを 併設(*)	百貨店・GMSなどの核店舗と 専門店集積による大型のショッ ピングセンター。買回品を幅広く 提供し、より街化した回遊性 のあるモール形成とレジャー施 設が吸引の核	RSCをベースに複数の百貨 店・GMSなどのキーテナント と専門店集積による大規模の ショッピングセンター。併設施 設としてホテルを擁する滞在型 のショッピングセンター	カテゴリーキラーの集積に よる大規模なショッピング センター	「メーカー品」や「高級ブ ランド品」を低価格で販売 する複数のアウトレット店 舗を一箇所に集めモールを 形成したショッピングセン ター
核店舗	SM	GMS	GMS	GMS、百貨店	カテゴリーキラー	————
敷地面積	～7,000坪～	～10,000坪～	～70,000坪～	～100,000坪～	～100,000坪～	～150,000坪～
店舗面積	1,500～3,000坪	2,000～5,000坪	5,000坪～10,000坪	～10,000坪～	————	————
駐車台数	～300台～	～1,000台～	～3,500台～	～5,000台～	～7,000台～	～7,000台～
テナント数	10～30店舗	20～50店舗	50～150店舗	～150店舗～	————	————
商圈範囲	～2km～	～3km～	～5km～	～10km～	～10km～	～30km～
車所要時間	～5分～	～10分～	～20分～	～30分～	～30分～	～60分～
商圈人口	～3.5万人～	5万人～7万人	～30万人～	～50万人～	～50万人～	————
来店頻度	週2～3日	週1回	月2～3回	月1回	月1回	月1回

※最寄品…基本的に近くのお店で購入するもの。食品、家庭用消耗品など
 買回品…何軒かの店を見て回り比較して買う商品をいう。高価で購買頻度が低い商品で家庭電化製品などが買回にあたる。
 ※記載された数値もあくまでイメージである。数値による明確な基準があるわけではない。

(出所) ザイマックス不動産総合研究所

【図表Ⅱ-4-2】小売業の販売額・売場面積

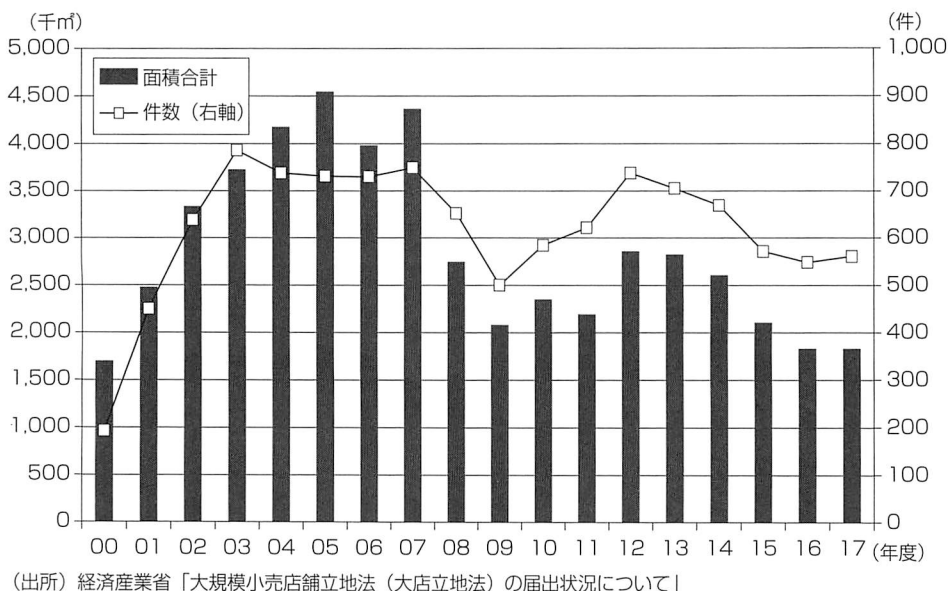


(出所) 経済産業省「商業統計調査」

続性がなくなっている。

大型小売店の新規供給は、物販面積が1,000㎡以上の場合に届出が必要となる「大規模小売店舗立地法（大店立地法）」の届出状況が参考になる。2003年から07年にかけて350万㎡を超える新規供給が続いていたが、08年以降は200~300万㎡程度に減少している【図表Ⅱ-4-3】。ただし、非物販（サービス、飲食等）の店舗が含まれないため、商業施設全体の供給量は把握できない。

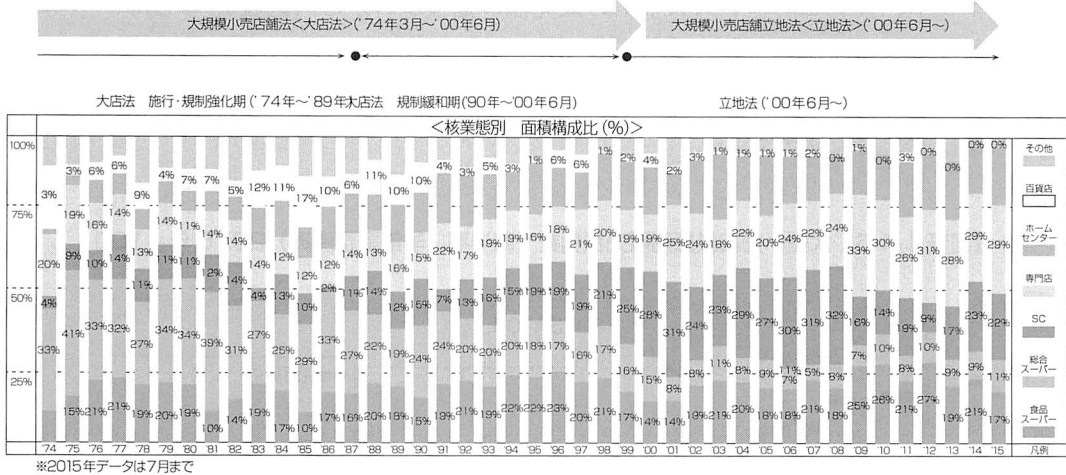
【図表Ⅱ-4-3】 大型小売店舗の供給量



このように売場面積が拡大している背景には、特に2000年代初頭までは、小売事業者の戦略は、新規出店による売上高・マーケットシェアアップによる企業規模の拡大が主流であったこと、および、それを可能にした法規制の変更があげられる⁷。最近の動向は、「業態」は「総合スーパー」から「専門店」「ショッピングセンター」にシフトし、「立地」は「ターミナル駅前・駅近」から「幹線道路沿い」にシフトしている【図表Ⅱ-4-4、5】。

⁷ 主なものとして、大型小売店舗の出店に関する規制法である1974年施行「大規模小売店舗法（大店法）」とその1990年改正、2000年施行「大規模小売店舗立地法（立地法）」、2007年施行「改正都市計画法」。

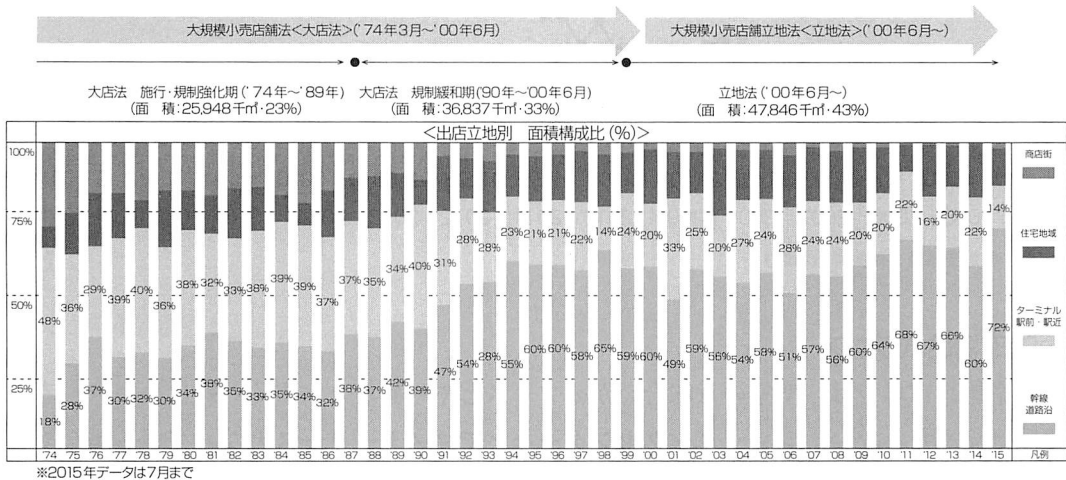
【図表Ⅱ-4-4】核業態別 面積構成比



(注) 物販店舗面積1,000㎡以上の施設を対象とし、核業態別に分類したもの。撤退施設を含む。

(出所) 東洋経済新報社「2012/2016全国大型小売店舗総覧」データよりザイマックス不動産総合研究所作成

【図表Ⅱ-4-5】出店立地別 面積構成比



(注) 物販店舗面積1,000㎡以上の施設を対象とし、出店立地別に分類したもの。撤退施設を含む。

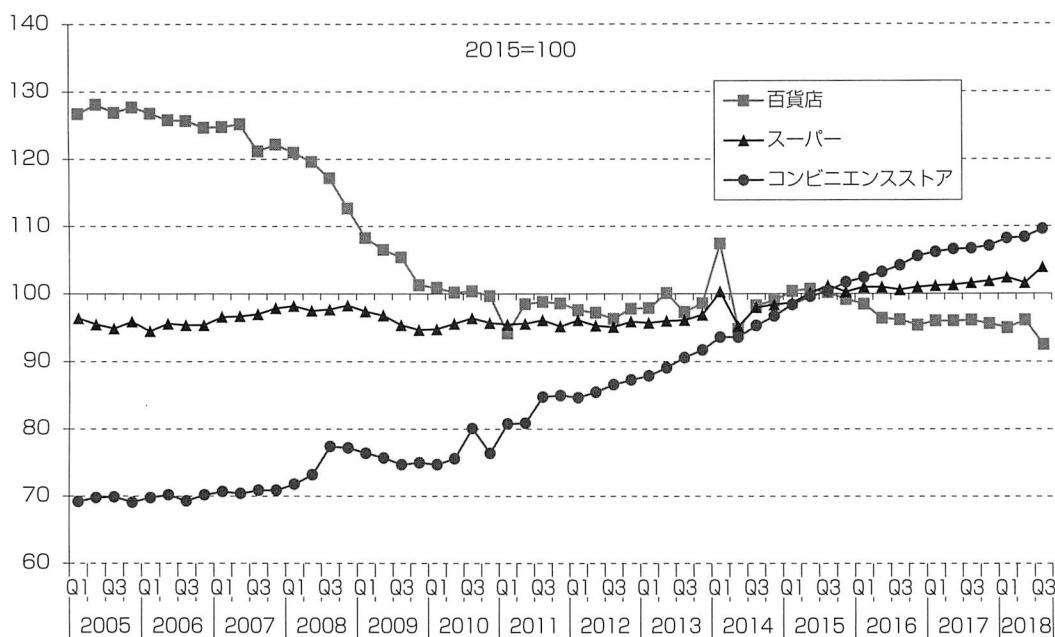
(出所) 東洋経済新報社「2012/2016全国大型小売店舗総覧」データよりザイマックス不動産総合研究所作成

1.2.2 需要（販売状況）

商業施設市場では、オフィスのようなテナントの稼働面積を示す公表データは見当たらない。上述のとおり、大店立地法の届出で物販店舗の売場面積は把握できるものの、飲食やサービス業の店舗面積は確認できない。しかし、商業施設の場合、賃貸収入は入居テナントの稼働面積だけでなく営業状況にも影響を受ける。そこで各業態、業種の関連団体・協会などが公表する販売関連統計のデータを用い、出店ニーズや賃料負担余力など需要の

強さを押し量ることが多い。経済産業省の商業動態統計で主な業態である百貨店、スーパーマーケット、コンビニエンスストアの販売額の推移がわかる【図表Ⅱ-4-6】。バブル崩壊後もコンビニエンスストア、ドラッグストアは成長を続ける一方、百貨店、GMSなど多くの業態は苦戦している。商業施設にとって、個々の入居テナントの特性や成長性を把握する事は非常に大切である。

【図表Ⅱ-4-6】大型小売店業態別販売額指数（四半期、季節調整済み）2015年=100



(出所) 経済産業省「商業動態統計」

1.2.3 需給バランス

商業施設市場では、空室の意味合いがオフィスとやや異なり、広く一般に公表される空室率は見当たらない。ショッピングセンターなどでマスターリースとなっている場合や一時的な催事が行われている場合には空室部分（空き区画）を確定しづらい。また、入居テナントの入れ替えやリニューアルを行っている期間は一時的な空室が発生する。

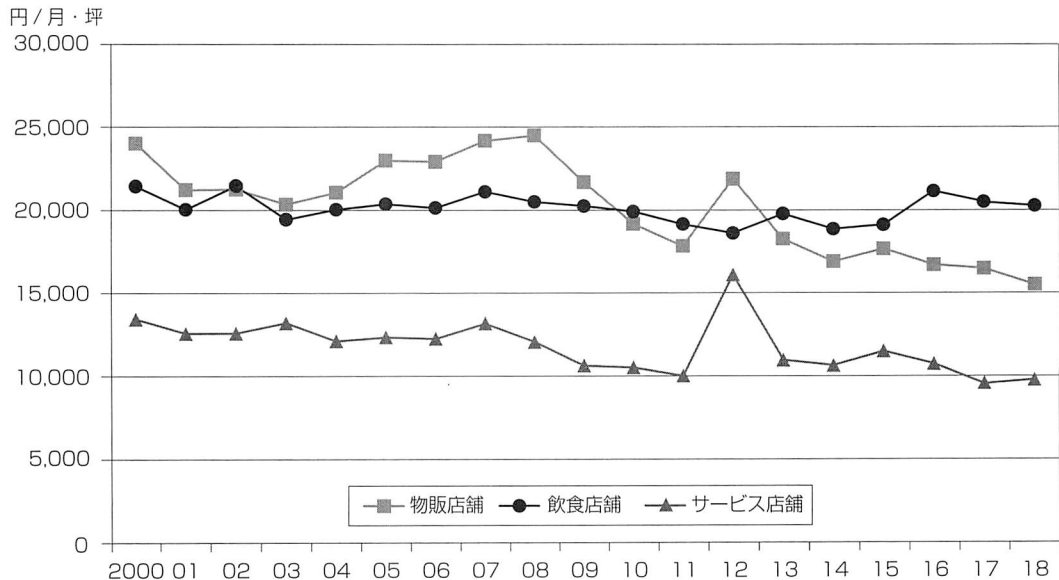
商業施設の運営者は、入居テナントと競合する店舗の出店を避けたり、施設のイメージ、コンセプトにあったテナントであるかなど、商業施設全体への影響を考えた運営をしている。商業施設の分析では、本当に募集している空室なのか、あるいは施設全体の魅力向上を目的としてあえて空室のままにしているのか、空室が生じている背景を確認しておくことが大切だ。

1.2.4 賃料

商業店舗は業種・業態によって利益構造が異なり賃料負担力に差があるため、同じ商業施設内であっても入居テナントの賃料が大きく異なるケースがある。また、賃貸側も賃料を公にして募集する事は少なく、売上歩合賃料が導入される事も多い事などから、商業施設の賃料指標は少ない。そのような中で、会員向けに限られるが、日本ショッピングセンター協会が賃料（継続賃料）と共益費のデータを毎年公表している【図表Ⅱ-4-7】。これには、業態別、都市規模別、SC規模別、ビル形態別など詳細データが掲載されている。

銀座、表参道、新宿など都心部主要商業エリアに関しては、日本不動産研究所やCBREが路面店店舗の賃料相場を定期的に公表している。

【図表Ⅱ-4-7】 SCにおける店舗タイプ別の平均賃料（総合）



商業施設の賃料設定に関しては、「月額売上高に対して〇%を月額支払賃料とする」という売上歩合賃料の採用が多くみられる。賃借側の店舗テナントにとっては、売上が予算どおりに上がらない場合、固定賃料だと売上に占める賃料比率が上がって収益を圧迫するが、売上歩合賃料であれば売上が低くても比例して賃料が低減するため、収益を圧迫する比率は格段に小さくなる。しかし、賃貸側の所有者にとっては、店舗テナントの売上が増加すれば賃料も増加するが、売上が下落すると賃料が減少するため、賃貸収入の変動が大きく不安定になってしまう。

そこで、「月額売上高に対して〇%を月額支払賃料とする。ただし、月額売上高が最低保証売上には達しない場合は、最低保証売上に△%を乗じた金額を月額支払賃料とする」という最低保証売上高付歩合賃料という形態が導入されることがある。これは、賃借側にと

っては最低保証売上高や賃料率の条件を賃貸側と交渉でき、賃貸側にとっては賃貸収入の安定化と増加を狙えるだけでなく、テナントの売上動向を把握して施設運営の販促活動に活かせるなど、両者にとってメリットがある形態といえる。

1.3 商業施設市場の見方

商業施設の分析では、入居テナントの売上を左右する家計所得や消費支出、物価変動、消費税アップといったマクロ動向にも気を配る必要がある。そして、個々の商業施設周辺の人口、世帯、所得水準や競合店の進出状況など需給に関する商圈分析を行い、入居テナントの業種・業態の特性や将来性といったミクロ動向をみていく。

今後、人口減少によって購買者数自体が減る事に加え、高齢化は消費の減退や車を利用する客比率の減少をもたらす。またeコマース（電子商取引）の一層の普及によって、これまでの商圈の概念が大きく変わる可能性がでてきている。施設間の競争がますます激しくなる中、商業施設が競争力を維持していくためには、ブランディング戦略、リニューアル等さまざまな取組みを実行し、地域の違いや時代の変化に即した消費者のニーズに応えていく事が求められる。

2 ●住宅市場

2.1 住宅市場とは

賃貸住宅（貸家）には、賃貸マンション、木造アパート、富裕層向け高級賃貸マンション、サービスアパートメント（家具付きの短期滞在型賃貸マンション）、公営・公社の賃貸住宅などさまざまな種類がある。本稿では機関投資家の主な投資対象となる都心型の民間の賃貸マンションを中心に取り上げる。賃貸マンションは住戸面積が狭く、グレード感も分譲マンションに比べて見劣りするとみられていたが、最近では分譲マンションと同レベルの基本構造・設備を持った賃貸マンションも多くなってきた。J-REITや私募ファンドの登場は大きな投資額が必要な大型賃貸マンションの供給増加に貢献しているといえる。

なお、分譲として開発されたマンションが賃貸マンションとして不動産ファンドに1棟単位で売却されたり、分譲マンションの住戸の一部が賃貸市場に出されたりといった、分譲と賃貸の境界があいまいなケースもある。そこで、住宅市場全体のストックとフローを概観したうえで、賃貸マンション市場に焦点を当てていく。

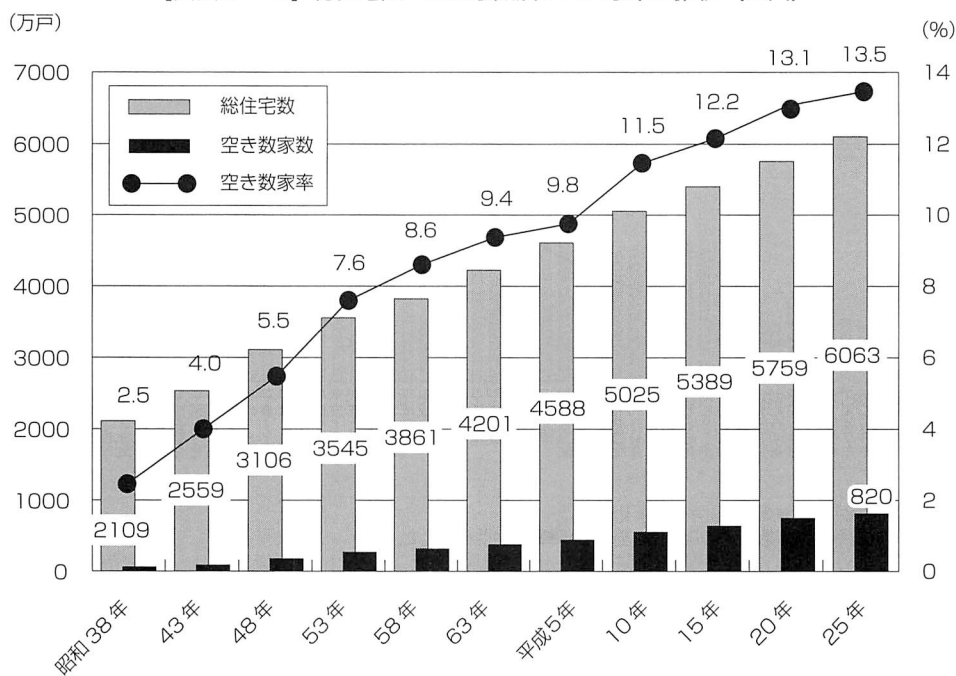
2.2 住宅市場に関する指標

2.2.1 供給（総住宅数、ストック）

日本の総住宅数は、平成25年の「住宅・土地統計調査」では6,063万戸と5年前に比べて304万戸（5.3%）増加している。空き家は820万戸と63万戸（8.3%）増加、空き家率

は13.5%と5年前と比べて0.4ポイント上昇し、過去最高の水準となっている【図表Ⅱ-4-8】。空き家を除く、居住世帯のある住宅5,210万戸のうち、共同住宅数は2,209万戸で42.4%を占めている。

【図表Ⅱ-4-8】 総住宅数・空き家数及び空き家率の推移（全国）



(出所) 総務省「住宅・土地統計調査」

なお、空き家率は戸建てを含む住宅全体が対象である。住宅政策上やマクロな視点では重要な指標といえるが、本稿で述べる投資を目的とした居住用賃貸住宅市場の分析を行う際には、後述する2.2.4の空室率や賃料に関する指標が参考になる。

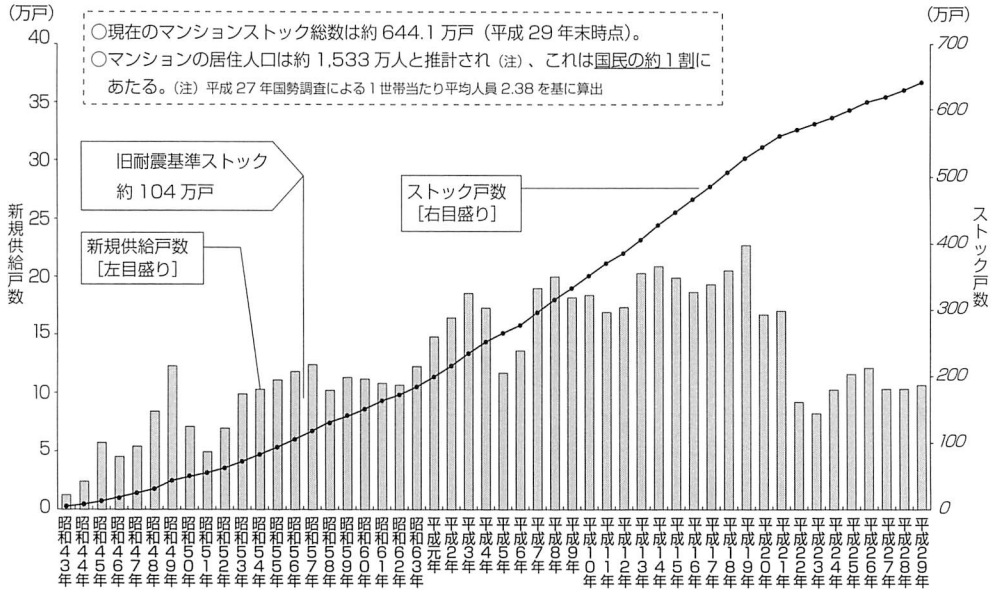
分譲マンションは高度経済成長期やバブル時などのマンションブームを経て、これまで着実にストックを増加させてきた。国土交通省の調査では、平成29年の分譲マンションのストックは全国で約644万戸となっている【図表Ⅱ-4-9】。投資対象の中心である賃貸マンションを対象としたストックデータは見当たらない。

2.2.2 新規供給（着工戸数、フロー）

国土交通省の建築着工統計で新設住宅着工戸数をみると、バブル崩壊の1991年、国内金融危機の1997年、耐震偽装事件を受けた建築基準法の改正による2007年に、前年と比較して大きく減少している。リーマンショック後の2009年には新設住宅着工戸数が45年ぶりに100万戸を割りこみ、以降、100万戸台を回復するまでに至っていない【図表Ⅱ-4-10】。

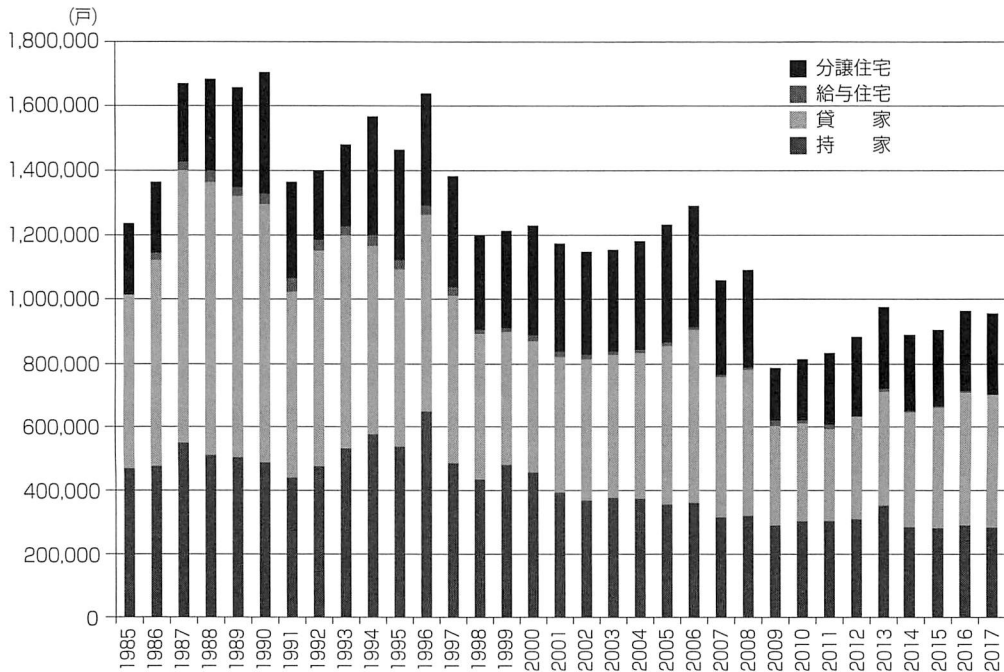
分譲マンションの供給動向（フロー）では建築着工統計以外に、不動産経済研究所の「マ

【図表Ⅱ-4-9】分譲マンションのストック戸数（全国）



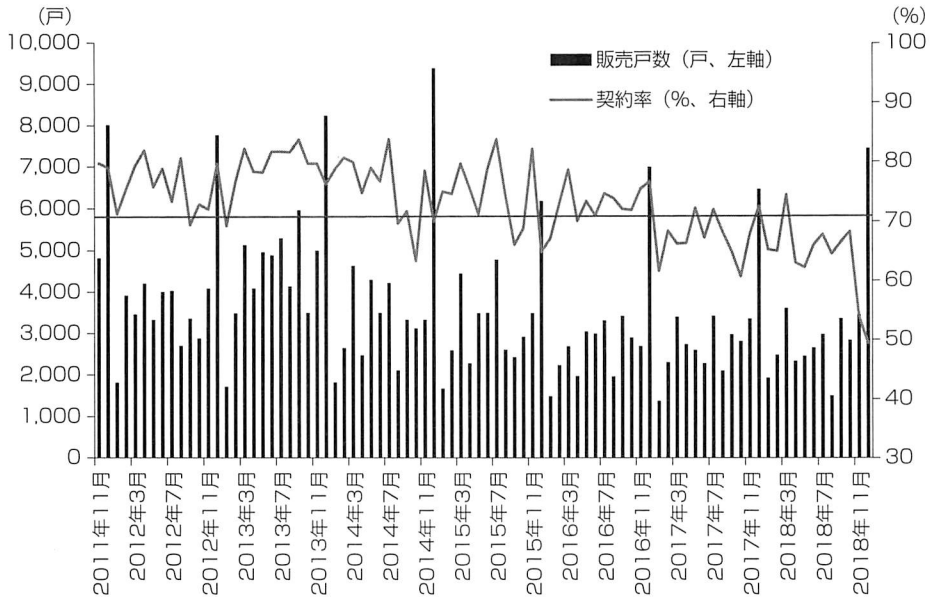
（出所）国土交通省「分譲マンションストック数」

【図表Ⅱ-4-10】新設住宅着工戸数（利用関係別、全国）



ンション市場動向」が参考になる。首都圏と近畿圏別に、販売戸数、売却戸数、残戸数、月間契約率、平均価格などさまざまなデータの推移がわかる【図表Ⅱ-4-11】。分譲マンションの販売動向を把握できる月間契約率は、販売が好調か不調かの目安は70%といわれている。

【図表Ⅱ-4-11】 新規マンション販売戸数と契約率（首都圏）



(出所) 不動産経済研究所「首都圏マンション市場動向」

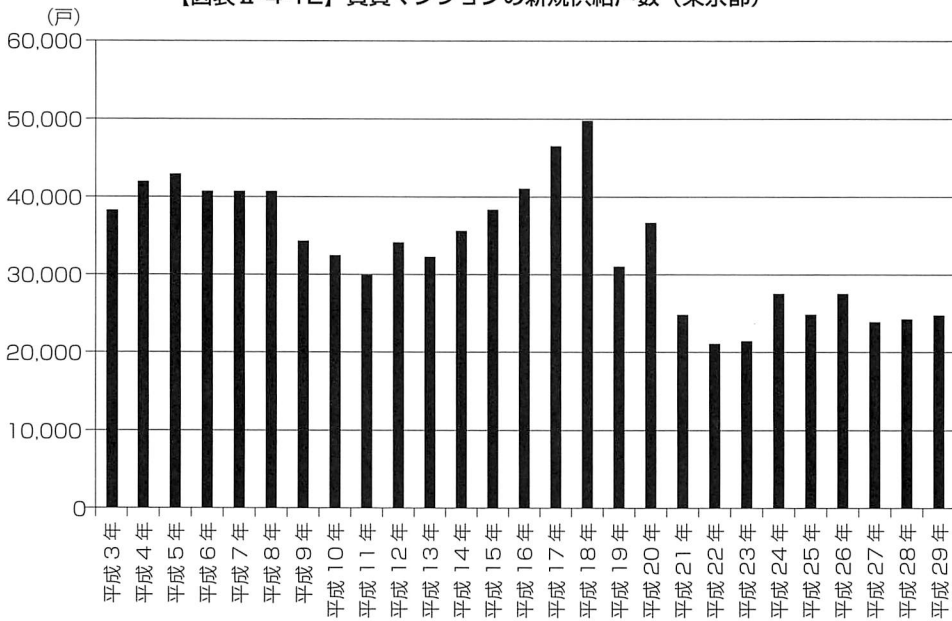
賃貸マンションの供給量は、建築着工統計のデータを、利用関係別（貸家）、構造別（鉄筋コンクリート造・鉄骨鉄筋コンクリート造）、建て方別（共同建て）で絞り込んで算出できる【図表Ⅱ-4-12】。なお、住戸面積が平均30㎡以下の投資用マンションは不動産経済研究所が半年ごとに公表している。

2.2.3 需要（人口、世帯動向）

住宅の需要は人口、世帯数に影響を受ける。核家族化の進展や高齢者・若年層の単身世帯数の増加などで世帯構成が変化している。国立社会保障・人口問題研究所によれば、日本の人口は2010年にピークに達したのに対し、世帯数のピークは2019年、賃貸需要の強い単身世帯のピークは2029年、夫婦のみ世帯は2020年と見込まれている。

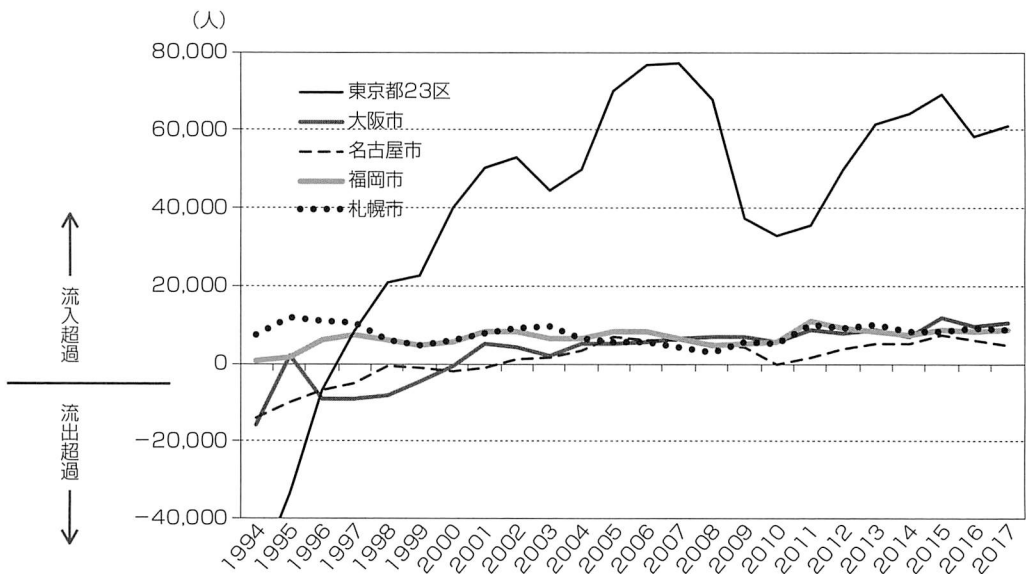
また、人口の流出入数も住宅需要の強さを推し量るデータになる【図表Ⅱ-4-13】。総務省の住民基本台帳人口移動報告で転入・転出超過数をみると、2010年の名古屋市を除き、2001年以降大都市における人口流入超過が続いている。住民基本台帳人口移動報告には、年齢別の移動数も掲載されており、賃借需要が強い年齢層の動向も確認できる。

【図表Ⅱ-4-12】 賃貸マンションの新規供給戸数（東京都）



(出所) 国土交通省「建築着工統計」

【図表Ⅱ-4-13】 転入超過数の推移

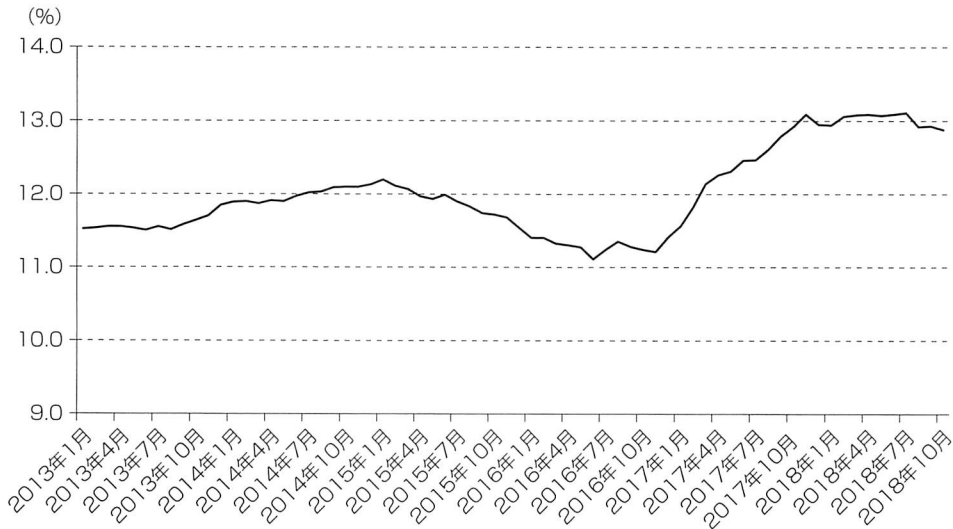


(出所) 総務省「住民基本台帳人口移動報告」

2.2.4 需給バランス（空室率）、賃料

賃貸住宅市場に関する指標は少ない中、空室率に関しては2010年からタスが空室のサンプルに対する総戸数を推計して空室率を毎月公表している【図表Ⅱ-4-14】。

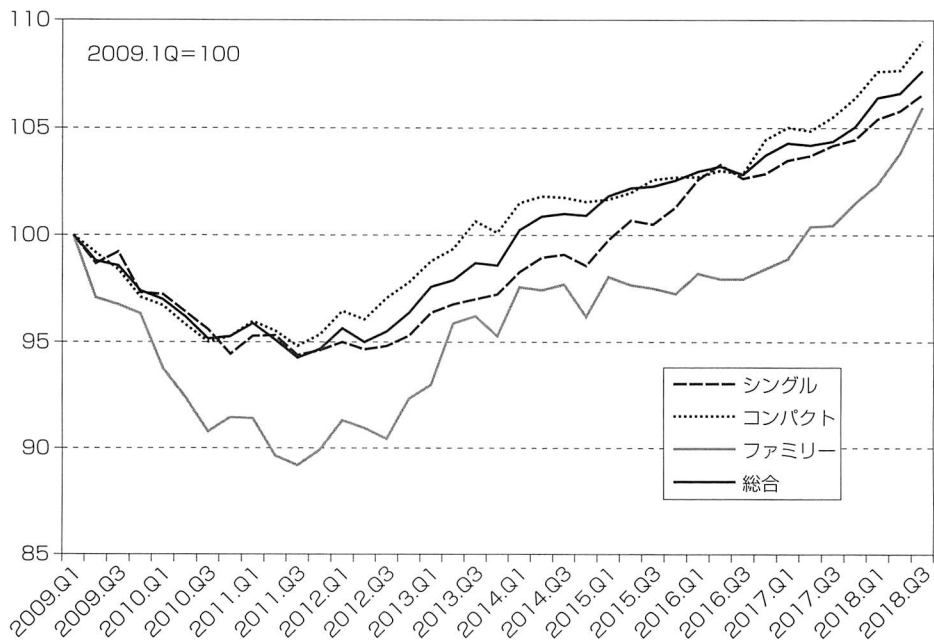
【図表Ⅱ-4-14】 東京の賃貸住宅空室率



(出所) データ提供：アットホーム株式会社、分析：株式会社タスの「空室率 TVI」より

賃料に関しては賃貸マンションの賃料インデックスを、IPD/リクルートが1989年8月から月次で、アットホーム・三井住友トラスト基礎研究所が2006年11月から四半期毎に、住宅タイプ別に分けて公表している【図表Ⅱ-4-15】。他に住宅系J-REITの開示情報も参考になる。

【図表Ⅱ-4-15】 マンション賃料インデックス (東京 23 区)



(出所) アットホーム、三井住友トラスト基礎研究所

2.3 住宅市場の見方

一般的に賃貸住宅は、オフィスや商業など他のアセットと比べて、賃料変動が小さいという特性がある。高級賃貸マンションは景気の影響を受けやすいが、市場の大部分を占めるシングルや一般ファミリー向けの賃貸マンションは需要に厚みがあり、景気拡大期には賃料増加があまり望めなくても、景気後退局面でも大きく下がらない安定した投資先とみなされている。人口減少で国内の住宅需要減退につながっても、都心部では世帯数の増加や人口流入超過から貸家需要は堅調に推移するとみられている。

なお、賃貸住宅市場は国の住宅政策や金融政策などの影響を受ける点にも注意が必要だ。以前のような持家取得に偏重した政策ではなくなってきたものの、景気対策として住宅取得時の税制優遇措置が拡充されることがある。一方、相続税の評価減を目的とした貸家の供給が行われたり、消費税率の引き上げに伴う持家の駆け込み需要が生じたりすることがある。このような持家と貸家の税制のイコールフィッティングの問題がたびたび指摘されているが、税制だけでなく、現在のような低金利政策も住宅取得にインセンティブが働き賃借需要に影響を与えることになる。

第5章 ホテル・物流施設・ヘルスケア市場

1 ● ホテル市場

1.1 ホテル市場とは

ホテルは業態や種類によってさまざまなタイプがあり、機能や宿泊料金・グレードなどに着目した分類が行われている。

ホテルの機能面からは一般的にシティホテル、ビジネスホテル、リゾートホテルに分類される。シティホテルは多様な部屋タイプを揃えた宿泊施設にレストランなどの飲食施設、宴会・会議場などの付帯施設を持つフルラインのサービスを提供するホテルである。ビジネスホテルは宿泊主体のホテルで、最近ではビジネス客以外に観光客も顧客とするホテルが増加し、総称して宿泊特化型ホテルともいう。リゾートホテルは観光地やリゾート地でゆとりのある宿泊施設と付帯施設を提供するホテルである。

宿泊料金やグレード面からはラグジュアリー、アップスケール、ミッドスケール、エコノミーといった分類も使われる⁸。平均客室料金が4万円を超えるようなブランドホテルがラグジュアリークラスと言われているが、最近では、多様な部屋タイプを持つシティホテルの価格帯は広く、料金による明確な区分は難しい。

ホテルの経営構造は所有・経営・運営（オペレーション）に分かれている。バブル崩壊後、ホテル投資市場の拡大を背景に所有と経営の分離が進み、ホテルの事業主体（経営者）

⁸ アッパーアップスケール、アッパーミッドスケールなどさらに細分化する言い方もある。

が土地・建物を所有して、自らのブランドで運営まで行うホテルは少なくなっている。このタイプに該当する例は、日本の老舗シティホテルであるホテルニューオータニ、ホテルオークラなどがある。

所有と経営を自社で行い、運営のみを第三者のホテルオペレーター（ブランド力のある外資系ホテルグループが多い）に委託する形態がある。運営会社は総支配人など主要ポジションに人材を派遣し、ホテル運営ノウハウとブランドを提供して運営管理受託報酬を得る。例えば、六本木ヒルズのグランドハイアット東京における、森ビル（所有・経営）とハイアット（運営）の関係がこれに当たる。運営会社は業績不振の場合には自らのブランド価値を毀損するリスクがある。

また、所有と経営と運営がすべて異なる例として、沖縄のホテル日航アリビラがある。ジャパン・ホテル・リート投資法人がホテルを所有し、ホテルマネージメントジャパンが賃借して経営にあたり、運営はオークラニッコーホテルズマネジメントが行っている。

さらには、所有者は別で、経営と運営が一体の例としてリッツ・カールトン東京がある。三井不動産が所有し、経営と運営はリッツ・カールトンホテルが行っている【図表Ⅱ-5-1】⁹。

【図表Ⅱ-5-1】ホテルの経営形態

		①	②	③	④	⑤
		賃貸借		MC	所有直営	
所有	不動産所有	オーナー	オーナー			
経営	事業主体	ホテル会社	ホテル会社	オーナー	オーナー	オーナー
	従業員の雇用					
運営	販売 / 運営			ホテル会社	ホテル会社	
	ブランド / 看板		ホテルブランド	ホテルブランド	ホテルブランド	

ホテル例	所有	経営	運営
ホテルニューオータニ東京 ホテルオークラ東京	ニュー・オータニ		ホテルオークラ東京
グランドハイアット東京	森ビル（六本木ヒルズ）		ハイアット
ホテル日航アリビラ	ジャパンホテル リゾート	ホテルマネージメント ジャパン	オークラニッコーホテルズ マネジメントホテルズ
ザ・リッツ・カールトン東京	三井不動産 （東京ミッドタウン）	リッツ・カールトンホテル	

（注）所有：主な所有者（他に所有者がいる場合がある）

（出所）ザイマックス不動産総合研究所

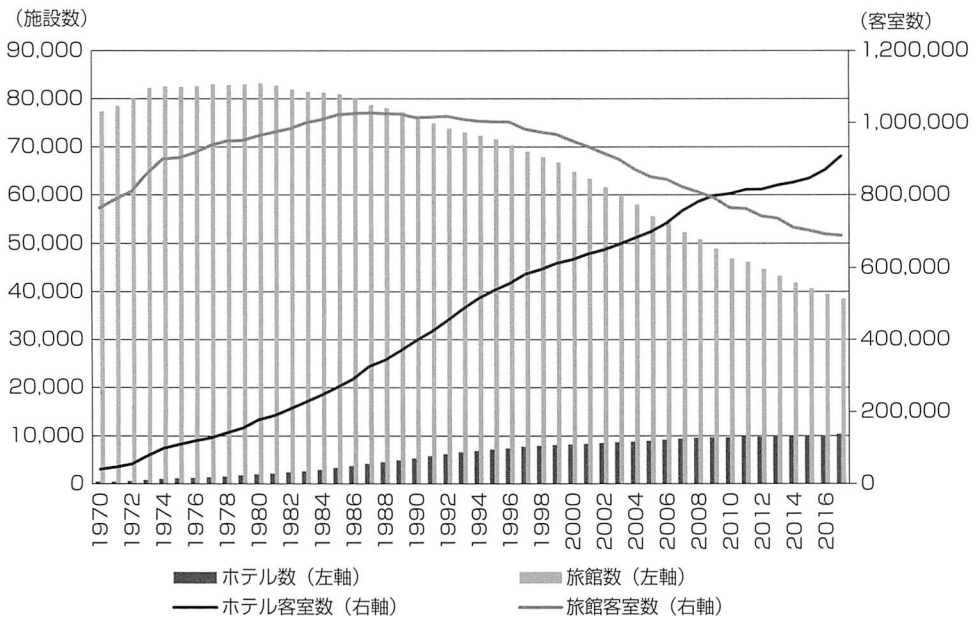
⁹ 所有、経営、運営の組み合わせと業務範囲は様々で、本文の組み合わせに限らない。

1.2 ホテル市場の指標

1.2.1 供給

ホテル市場における供給の指標は賃貸可能面積ではなく客室数が用いられる。厚生労働省の「衛生行政報告例」によると、ホテルは施設数、客室数とも増加傾向が続き、2009年にホテルの客室数は旅館を上回った【図表Ⅱ-5-2】。

【図表Ⅱ-5-2】 ホテル・旅館の施設数と客室数

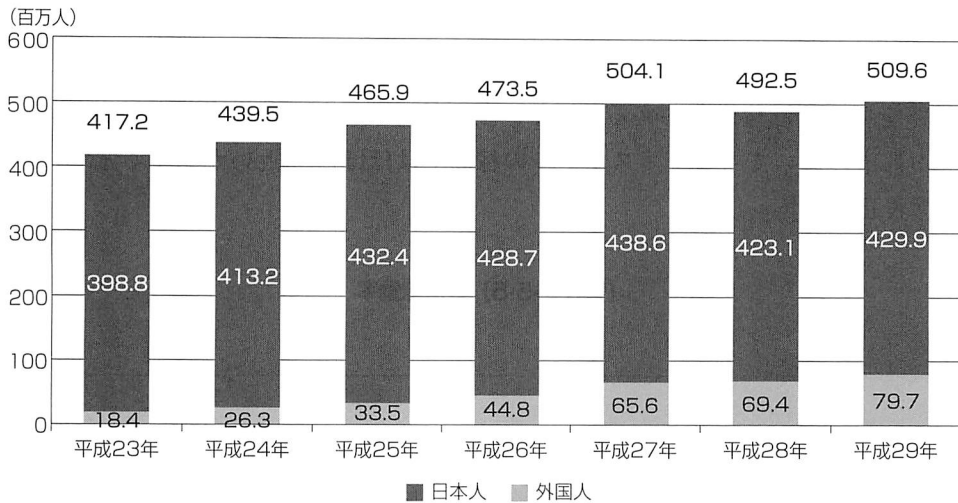


(出所) 厚生労働省「衛生行政報告例」

1.2.2 需要 (宿泊者数)

ホテルの需要者である宿泊者数は、人口減少や景気などの影響から減少していくとの見方があったが、国内の宿泊者数は増加傾向が続いている。観光庁が2007年から公表している「宿泊旅行統計調査」によると、平成29年の延べ宿泊者数は5億人泊を超え、そのうち外国人は約8,000万人泊と前年から15%増加している【図表Ⅱ-5-3】。訪日外国人は観光ビザの発給要件緩和やLCC（格安航空会社）の本格的な参入などを背景に順調に増加を続け、2018年は3,119万人となり過去最高を毎年更新している【図表Ⅱ-5-4】。外国人宿泊者は宿泊者全体に占める割合はまだ低いものの、宿泊日数が比較的長く、今後も増加が見込まれることから、ホテル需要の大きな担い手として期待されている。

【図表Ⅱ-5-3】 年別・延べ宿泊者数、うち外国人延べ宿泊者数の推移



(出所) 観光庁「宿泊旅行統計調査」

【図表Ⅱ-5-4】 訪日外客数の推移



(出所) 日本政府観光局 (JNTO)

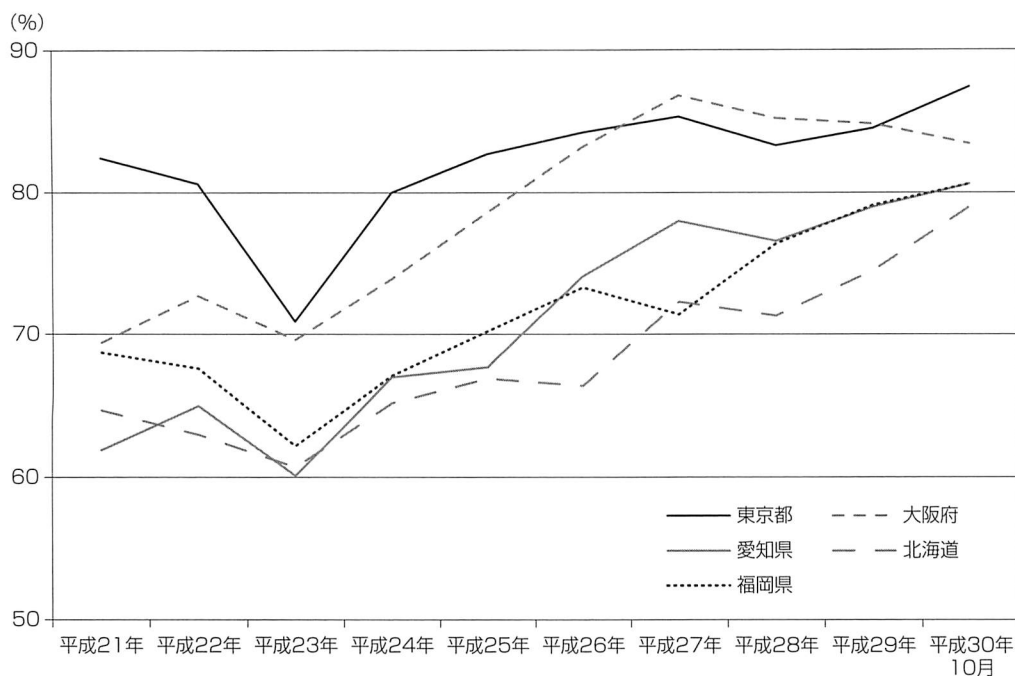
1.2.3 需給バランス (稼働率)

ホテルの需給バランスは客室稼働率 (OCC、Occupancy Rate) でみる。客室稼働率は月間で足し合わせた延べの客室数を用い「利用 (販売) 客室数 ÷ 利用可能客室総数」で算出する。前述の「宿泊旅行統計調査」で都道府県別やホテルタイプごとの稼働率が確認できる。また、日本経済新聞社が東京や大阪などの主要ホテル、オータパブリケーションズでも全国のホテルの稼働率を公表している。

ホテルの場合、オフィスのように稼働率が100% (満室稼働、空室率0%) になること

はほとんどない。直前の宿泊キャンセルも多く、あるいは、稼働が高くなると連泊希望者を受け入れられなくなるため一定の客室数を空けておくといったことがあるためだ。一般的なホテルの稼働率は80%を超えると高稼働、90%水準になると予約が困難な状況で、逆に60%を切ると低稼働といえる。近年、全国的にホテルの稼働率は上昇しており、全国のどの都市においてもビジネスホテルの稼働率はほぼ80%近いか超える水準に達している【図表Ⅱ-5-5】。

【図表Ⅱ-5-5】 客室稼働率



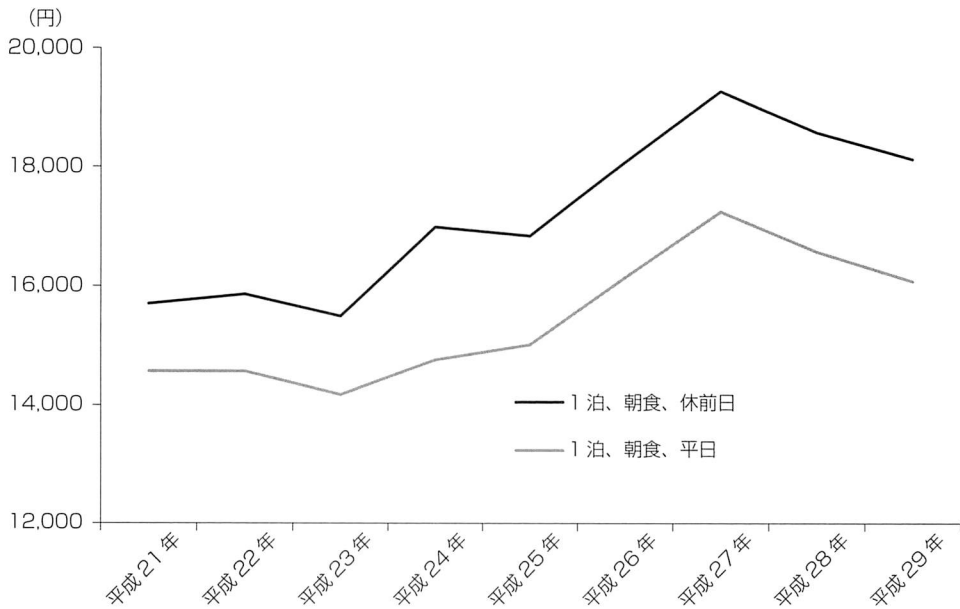
(出所) 観光庁「宿泊旅行統計調査」

1.2.4 賃料（客室単価）

ホテルの収入に関する指標には平均客室単価（ADR、Average Daily Rate）が使われる。これは「客室販売収入÷販売客室数」で算出される。売上を実際に販売された客室数で除し、売れなかった客室は含まない。解約、入居が発生しない限り賃料が決まっているオフィスと違い、ホテルでは全ての客室が同一価格で販売されることはほとんど無いため、平均客室単価は毎日変動する。平均客室単価に関して入手が容易な公表データはほとんど見当たらず、総務省の小売物価統計調査でホテルの宿泊料金は上昇傾向とわかるが、全国320施設が対象のため全般の趨勢を把握する参考に限られる【図表Ⅱ-5-6】¹⁰。

¹⁰ 小売物価統計調査の宿泊料金には朝食代金が含まれるが、ADRには含まれない。

【図表Ⅱ-5-6】宿泊料金（全国）



(出所) 総務省「小売物価統計調査(動向編)」

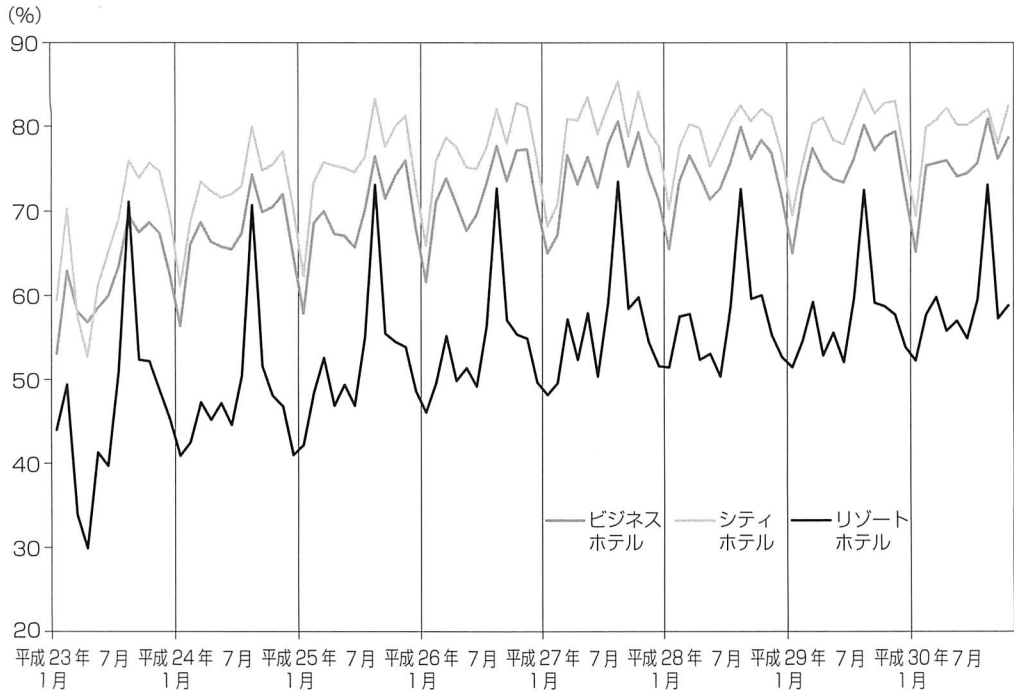
ホテルにおける客室稼働率と平均客室単価はトレードオフの関係にある。一般的に、客室稼働率を重視すると平均客室単価が下がり、売上が伸びなくなる。また、平均客室単価を高めを設定すると客室稼働率の伸びが鈍化する。そこで、一日あたり販売可能客室数あたり客室売上を指す RevPAR (Revenue Per Available Rooms) がホテル経営の指標として用いられる。これは、販売可能客室1室あたりの売上を表し、客室売上を販売可能客室数で除した $RevPAR = \text{平均客室単価 (ADR)} \times \text{客室稼働率 (OCC)}$ で計算される。RevPARを最大化するために、平均客室単価と客室稼働率のどちらを重視するかは、販売状況やブランド維持などホテルの戦略次第である。個々のホテルの収益性を分析する際には、稼働率と客室単価のバランスを確認しておく必要がある。

1.3 ホテル市場の見方

投資分析の際はホテルの種類や事業形態の違いの理解が重要である。

主要都市のビジネスホテルは、一定量の需要が見込めるため、一般的に収支が安定しているといえる。シティホテルは宿泊部門以外に、料理原価や人件費などのコストがかさむレストランや結婚式・宴会部門(料飲部門という)を抱えるため、利益率は低い傾向にある。しかし料飲部門の売上は宿泊部門を超えることも多く、ホテルのブランド維持につながる重要な戦略部門である。リゾートホテルは夏休みのある毎年8月に稼働率が突出して高くなり、夏季の数か月で年間売上の大部分を占める場合も多い【図表Ⅱ-5-7】。シティホテルとリゾートホテルはビジネスホテルと比べ、運営の巧拙による事業収益の影響が大

【図表Ⅱ-5-7】 客室稼働率



(出所) 観光庁「宿泊旅行統計調査」

きくなる。

また、ホテルは24時間稼働のため設備の劣化がオフィスと比べて早く進み、収益改善のための施設の改修・改装を頻繁に行う必要がある。

政府は2020年に訪日外国人4,000万人達成を目標に掲げている。外国人旅行者は日本人旅行者と比べて滞在期間が長いこともあり、訪日外国人の増加のインパクトは相当大きい。空港など受け入れ環境の整備とともにホテル不足が課題としてあげられる一方で、2020年までのホテルの新設計画の増加や民泊、クルーズ船の利用の普及などから、ホテルの供給過多を懸念する見方もある。

ホテル事業は国内外の消費や為替動向の他にも大きな災害や事故・事件など運営者がコントロールできない事象にも大きく影響を受ける。ホテル所有者は、経営者に賃貸して固定賃料や変動賃料を得るのか、運営者に業務を委託してホテル事業の収益を目指すのか、契約形態によって収益増減の安定性や従業員の雇用などに違いが生じることに留意が必要である【図表Ⅱ-5-8】。

【図表Ⅱ-5-8】ホテル所有者（オーナー）からみた契約形態の違い

	賃貸借契約		運営委託契約	
	固定賃料	変動、固定+変動	通常契約	SPC活用
ホテル事業による増収の恩恵	固定賃料以上のアップサイドは享受不可	一定のメリット享受	業績に連動し最大限享受可能	業績に連動し最大限享受可能
ホテル事業による減収のリスク	固定賃料であってもダウンサイド時には賃料減額のリスク	賃料減額のリスクはあるも低減可能	経済的リスクはオーナーが負う	経済的リスクはオーナーが負う
従業員雇用	雇用しない	雇用しない	雇用する	雇用しない（SPCが雇用）

（出所）アビリティスホスピタリティの資料を元にザイマックス不動産総合研究所が作成

2 ● 物流施設市場

2.1 物流施設市場とは

物流施設とは、材料や製品を、企業から企業へ、企業から個人へ、個人から個人へ流通する過程で発生する保管・仕分け・配送等の機能を担う、倉庫・集配センター・中継センター・トラックターミナル等の施設である。自社製品の保管を目的とした流動性の低い自己所有型の物流施設が中心であったが、近年は消費者ニーズの高度化・多様化、ネット通販の拡大などを背景に、大型の物流施設が増加してきた。不動産業者による賃貸型物流施設の増加や投資家の登場も物流施設市場の拡大に寄与している。

先進的な大規模物流施設は、開発・運営手法により、ビルド・トゥ・スーツ型とマルチテナント型に区分できる。ビルド・トゥ・スーツ型とは入居するテナント（荷主企業・物流企業）の要望に沿った用地・設備を兼ね備えた物流施設を設計・建設・運営し、定期借家契約に基づき賃貸で提供する、いわばオーダーメイド型の専用物流施設である。マルチテナント型は複数企業向けにあらかじめ設計・施工し、後から賃貸契約するテナントを募集する汎用タイプの物流施設である。

2.2 物流市場の指標

2.2.1 供給（ストック）

一五不動産情報サービスの調査では、延床または敷地面積1万㎡以上の物流施設の賃貸可能面積は毎年増加を続け、東京圏（茨城、埼玉、千葉、東京、神奈川）で、2018年10月に1,600万㎡に達している【後述の図表Ⅱ-5-13】。

オフィスと同様、築年が経過した物流施設が増加しており、東京都市圏では物流施設の約3割が1979年より前に建設されている¹¹。こうした老朽化物流施設は設備の高度化や安全性の確保など、適切な機能更新の必要性が指摘されている。

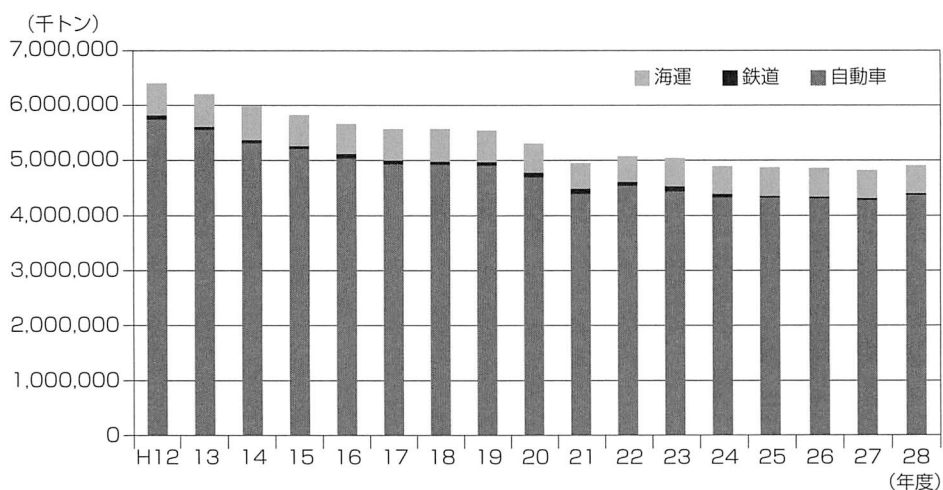
¹¹ 東京都市圏交通計画協議会「第5回東京都市圏物資流動調査結果について」（2015年12月公表）より。2013～2014年の調査結果。

なお、一五不動産情報サービスとCBREでは、供給だけでなく、需要、空室率、募集賃料等のデータを四半期毎に公表しており、物流施設の市場分析に活用できる。

2.2.2 需要（輸送量）

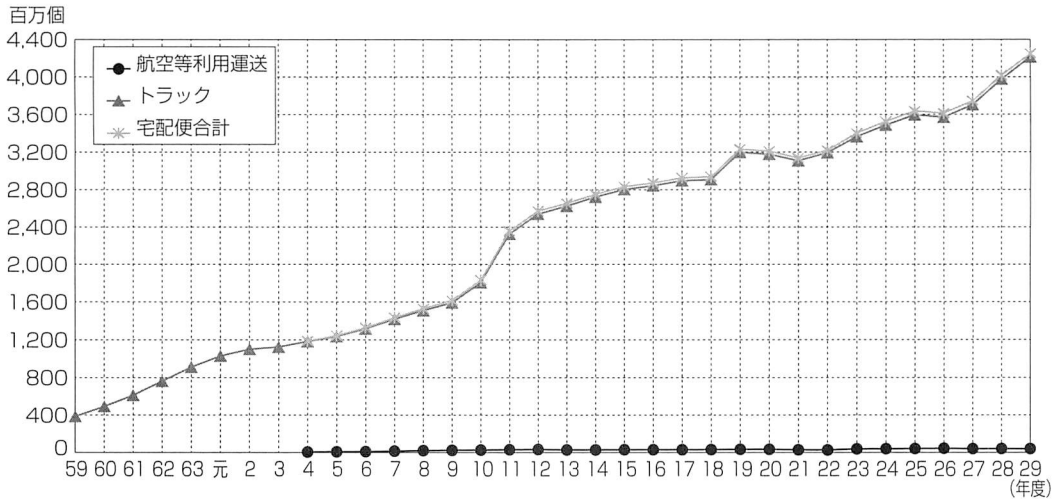
国土交通省の「貨物地域流動調査」によると、国内の輸送量は減少傾向が続いていたが、平成28年度は対前年から微増した【図表Ⅱ-5-9】。物流施設の需要者である小売業や製造業は、時代の変化に対応するため、物流の「小口化・多頻度化」を進めてきた。小売業では、コンビニエンスストアや小型スーパーの増加、ネットなどの通販事業者の個人向け宅配の増加などで小口・多頻度の輸送ニーズが拡大している【図表Ⅱ-5-10】。サービス業も含めた消費者向けeコマース（電子商取引）の市場規模は継続して上昇し、2017年に16兆円を超え、すべての商取引で電子商取引が占める割合であるEC化率も5.79%と年々上昇している【図表Ⅱ-5-11】。製造業においても生産や在庫の効率化を図る観点から小口・多頻度の輸送ニーズが高まっている。これらを背景に、物流施設内での効率的なシステム、高度なオペレーションやサプライチェーンを必要とする企業に物流戦略を提案し、包括して物流業務を受託し遂行する3PL（サードパーティーロジスティクス）とよばれる事業者が拡大している【図表Ⅱ-5-12】。

【図表Ⅱ-5-9】 トンベースの国内輸送量の推移



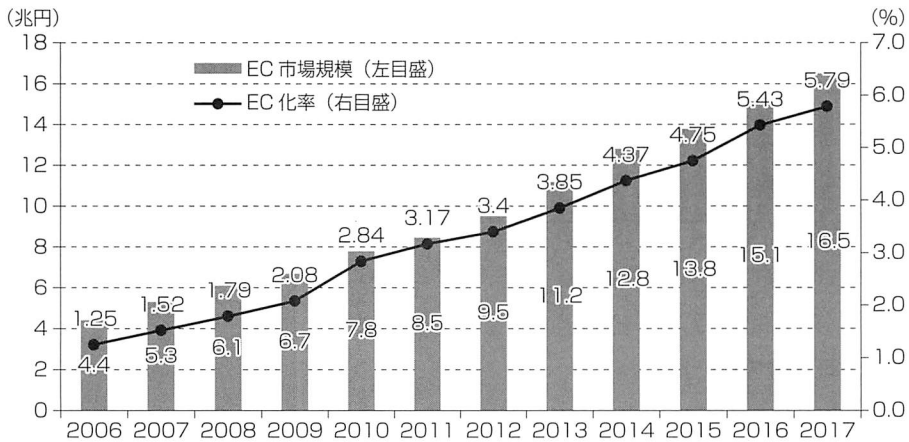
(出所) 国土交通省「貨物地域流動調査」

【図表Ⅱ-5-10】宅配便取扱個数の推移



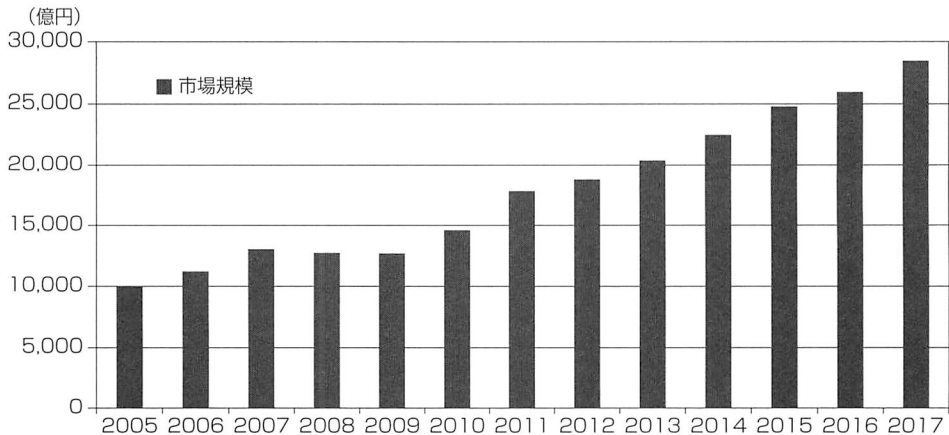
(出所) 国土交通省「平成 29 年度 宅配便等取扱個数の調査及び集計方法」

【図表Ⅱ-5-11】消費者向け電子商取引 (BtoC-EC) 市場規模の推移



(出所) 経済産業省

【図表Ⅱ-5-12】3PL 市場の推移

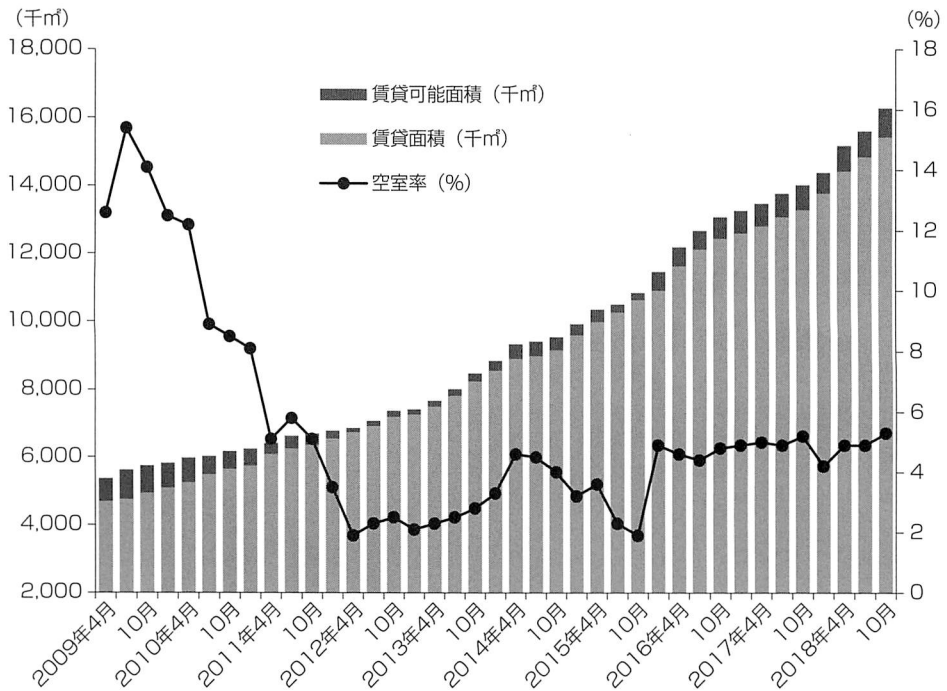


(出所) 月刊ロジスティック・ビジネス

2.2.3 需給バランス（空室率）

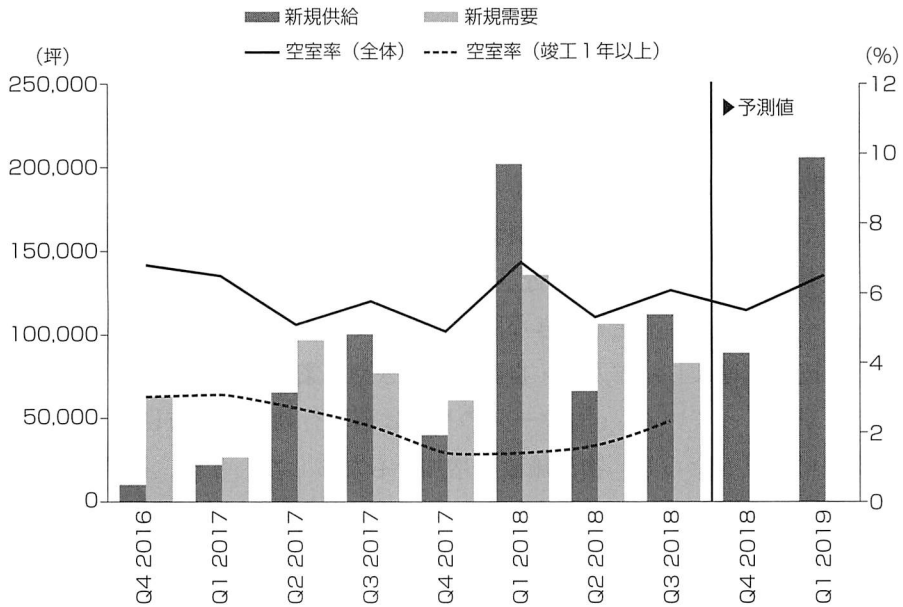
空室率は、一五不動産情報サービスが延床面積または敷地面積が10,000㎡以上の賃貸物流施設を対象に、CBREが延床面積10,000坪以上を対象にそれぞれ公表している【図表Ⅱ-5-13、14】。

【図表Ⅱ-5-13】 貸室可能面積、賃貸面積、空室率の推移（東京圏）



(出所) 一五不動産情報サービス

【図表Ⅱ-5-14】首都圏 LMT 物流施設 需給バランス

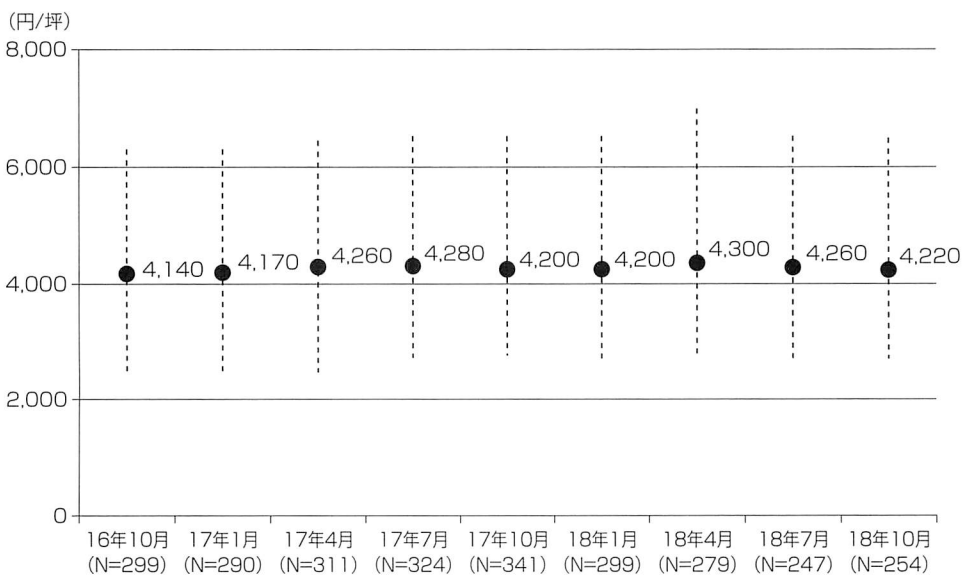


(出所) CBRE 「ロジスティックマーケットビュー 2018年第3四半期」

2.2.4 賃料

賃料に関しては、一五不動産情報サービスが1棟当たりの募集面積が1,000㎡以上の物流施設を対象とした募集賃料を公表している【図表Ⅱ-5-15】。CBREは実質賃料指数と

【図表Ⅱ-5-15】東京圏の募集賃料の動向



(出所) 一五不動産情報サービス

前期比変動率を公表している。賃料単価はオフィスと比べると1/3程度と安く、変化の幅も小さい。

2.3 物流施設市場の見方

高齢化の進展や共働き世帯・単身者の増加といった人口・世帯構成の変化なども宅配ニーズを高め、物流市場の拡大につながると期待されている。こうした旺盛な需要拡大を背景に、内で働く人を確保するため、社員食堂や保育所といった従業員向けサービスの充実や、通勤に便利な駅や市街地からの近さが物流施設に求められるようになってきた。また、配送ドライバーの人手不足も大きな問題となっている。このような状況の中、物流業界では新しい技術を導入した省力化・自動化の動きや異業種間も含めた共同配送といった様々な取組みが始まっている。eコマースの進展は消費行動のあり方に影響を与え、物流施設の需要の増加をもたらし、物流施設の増加をもたらした。今後、技術革新が進むと、物流施設の立地や規模の面などで求められるニーズが変化してくる可能性もあるだろう。

3 ●ヘルスケア施設市場

3.1 ヘルスケア施設市場とは

ヘルスケア施設とは、一般的に、有料老人ホームやサービス付き高齢者住宅（サ高住とよばれる）などのシニア向け住宅のほか、病院・医療モールを指す【図表Ⅱ-5-16】。ヘルスケア施設は、商業施設やホテルと同様、施設タイプやオペレーターによって事業モデルの違いや収支に差が出るオペレーショナルアセットである。このうち不動産投資の主な対象としては、介護保険法上の特定施設入居者生活介護の指定をうけた特定施設である介護付き有料老人ホームで、他にサービス付き高齢者向け住宅がある。

3.2 ヘルスケア施設市場の指標

3.2.1 供給

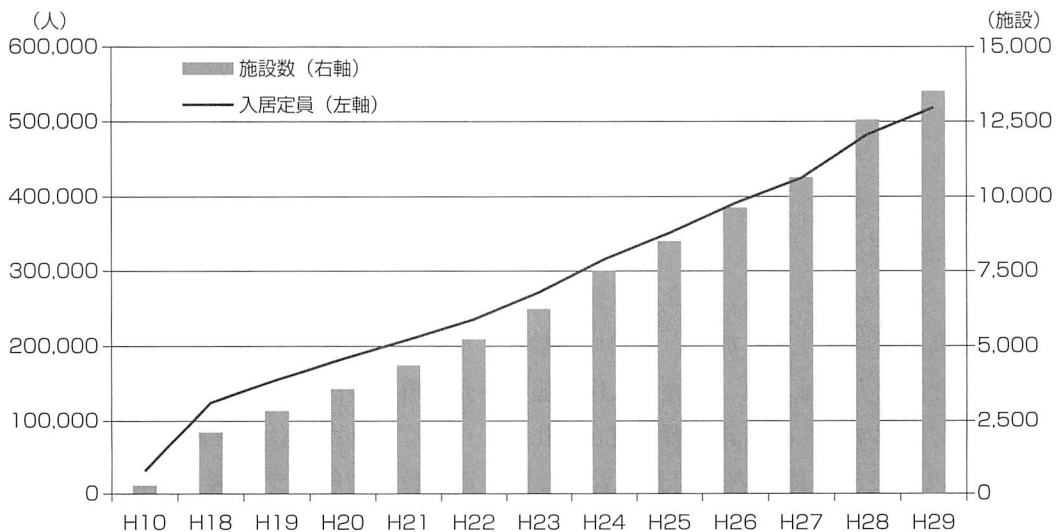
有料老人ホームはH29年で1.3万施設、51.8万室、サービス付き高齢者向け住宅はH30年12月時点で7,193施設、23.8万室が供給され、いずれも右肩上がりでも拡大している【図表Ⅱ-5-17】【図表Ⅱ-5-18】。但し、特定施設は自治体ごとに供給枠が定められ、供給量はコントロールされている。

【図表Ⅱ-5-16】ヘルスケア施設の区分

ヘルスケア施設タイプ区分		概要
高齢者施設・住宅	有料老人ホーム	高齢者に対して、介護、食事、洗濯・掃除等の家事又は健康管理等の日常生活に必要なサービスを提供する施設（老人福祉施設、グループホーム等を除きます。）
	介護付	介護保険法上の特定施設入居者生活介護（特定施設）の指定を受けた有料老人ホーム
	健康型	特定施設の指定を受けておらず、介護が必要になった場合に、契約を解除して退去することが必要な有料老人ホーム
	住宅型	特定施設の指定を受けていない有料老人ホームのうち、健康型以外の施設（介護が必要となった場合、外部の介護保険サービスを利用）
	サービス付き高齢者向け住宅	住宅（面積・設備・構造）、入居者へのサービス及び入居者との契約に関する基準を満たす登録された賃貸住宅
	その他の高齢者施設・住宅	高齢者を入居・利用の対象としたその他の介護施設及び居住施設
	医療施設	病院、メディカル・モール
その他	ライフサイエンス施設（バイオテクノロジー、製薬、医療装置開発等の生命科学産業に従事する法人又は個人が入居する施設）	

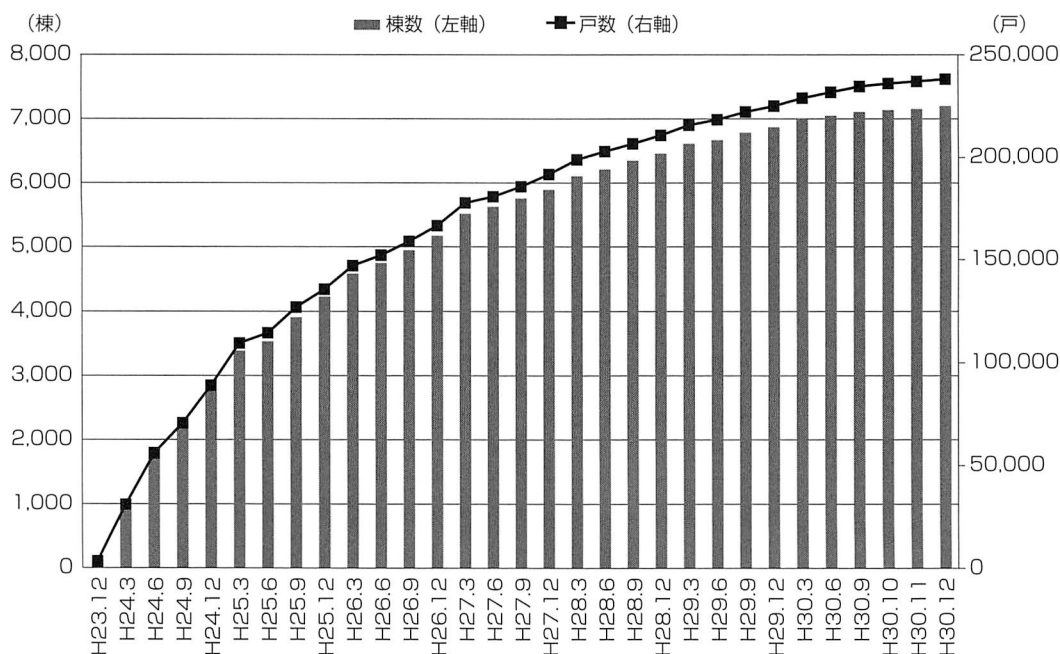
（出所）日本ヘルスケア投資法人のHP より

【図表Ⅱ-5-17】有料老人ホームの推移



（出所）厚生労働省

【図表Ⅱ-5-18】 サービス付き高齢者向け住宅の登録状況



(出所) サービス付き高齢者向け住宅情報提供システム

3.2.2 需要（高齢者数等）

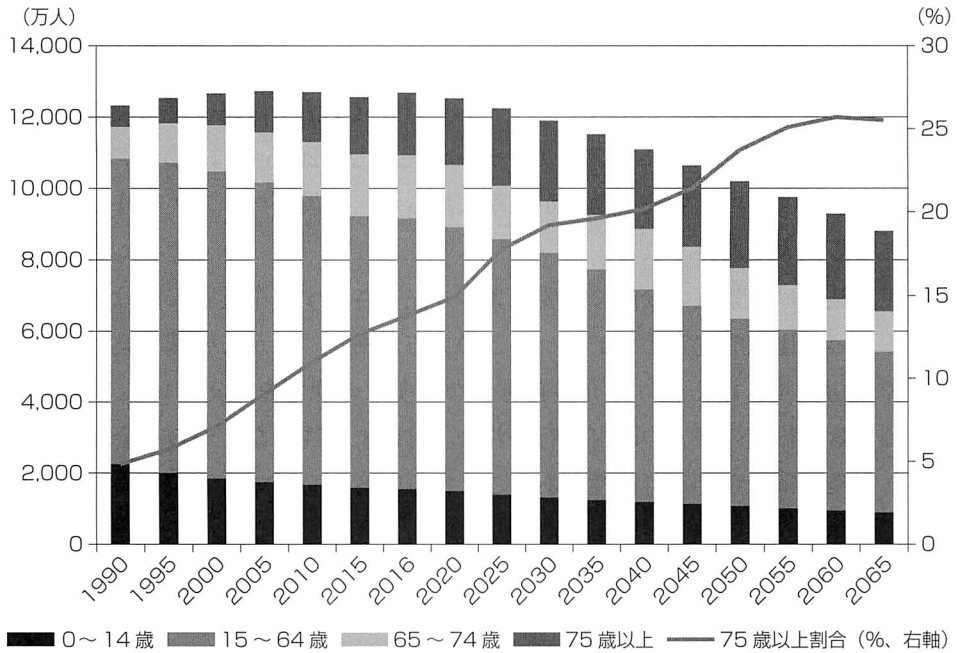
ヘルスケア施設の需要を計る指標には、潜在的な需要者である75歳以上人口と、実際の需要者としての要介護（要支援）認定者数を使う。要介護（要支援）認定を受ける人の割合は、65～74歳の3.0%（要支援1.4%）から、75歳以上は23.0%（同8.4%）と急激に上昇する¹²。今後、75歳以上の人口割合は上昇を続け、要介護（要支援）の認定者数も増加し、ヘルスケア施設への需要は高まると見込まれる【図表Ⅱ-5-19】、【図表Ⅱ-5-20】。

3.2.3 需給バランス

一般的に需給バランスは、要介護（要支援）認定者数に対して、有料老人ホーム、サービス付き高齢者向け住宅に加え、認知症高齢者グループホームと公的施設である介護保険三施設（介護老人福祉施設、介護老人保健施設、介護療養型医療施設）を合わせた定員数を比較して確認する。入居希望者は現在の住居から遠く離れた施設を選択することは少なく、施設の半径3km圏内の要介護者数と施設定員数で需給バランスをみる事が多い。これらの数値は各自治体が公表しているので確認できる。要介護者の多くは在宅介護のため、要介護者に対する施設の定員供給率が30%を超えると供給過多といわれている。

¹²内閣府「平成27年版高齢社会白書」より。2012年の数値。

【図表Ⅱ-5-19】高齢化の推移と将来推計

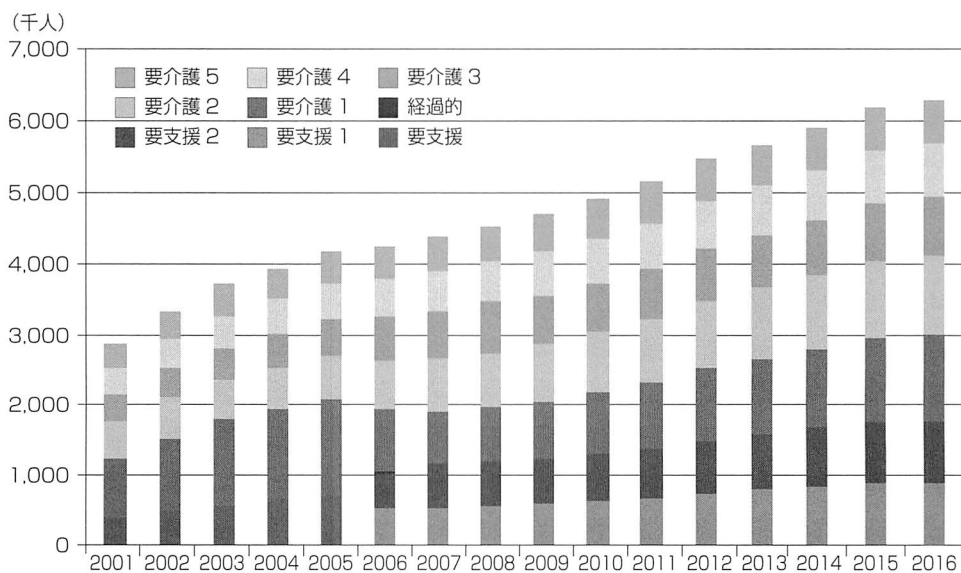


資料：2015年までは総務省「国勢調査」、2016年は総務省「人口推計（平成28年10月1日確定値）」、2020年以降は国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口（平成29年推計）」の出生中位・死亡中位仮定による推計結果

(注) 2016年以降の年齢階級別人口は、総務省統計局「平成27年国勢調査 年齢・国籍不詳をあん分した人口（参考表）」による年齢不詳をあん分した人口に基づいて算出されていることから、年齢不詳は存在しない。なお、1950年～2015年の高齢化率の算出には分母から年齢不詳を除いている。

(出所) 内閣府「平成30年版高齢社会白書」を元に作成

【図表Ⅱ-5-20】要介護（要支援）の認定者数の推移



(出所) 厚生労働省 平成28年度「介護保険事業状況報告（年報）」を元に作成

3.3 ヘルスケア施設市場の見方

高齢化の進展、特に高齢者の単身世帯や夫婦世帯の増加に伴い、ヘルスケア施設の需要は今後一層高まると見込まれる。ヘルスケア施設の供給増や改修促進は重要な政策課題の一つであり、国土交通省は「ヘルスケアリート」の設立や活用に向けた環境整備に取り組んできた。2014年に初めてのヘルスケアリートが上場し、2015年には2つのREITが上場した¹³。2017年には初めて病院不動産が組み入れられ、今後、ヘルスケアリートの投資対象不動産として拡大が期待される。

ヘルスケア施設は、景気の変動に需要は大きく左右されず、事業収入には介護保険報酬が含まれるため、比較的安定したアセットとの見方がある。しかし介護事業は、従事者の人手不足や就労環境、増え続ける介護給付金など多くの課題を抱えている。2018年度には介護報酬と診療報酬の両方の改訂が行われた。財政上の観点などから社会保障制度が変更されると事業に影響がでる可能性があることにも留意が必要である。

参考文献

- ・清水千弘[2008],「不動産市場分析」住宅新報社
- ・清水千弘[2012],「証券化不動産の鑑定評価の歪み—投資価値と市場価値—」不動産鑑定 49(6), 32-46, 2012-06

¹³うち1社は2018年3月にレジリートと合併している。

第Ⅲ部

デューデリジェンスと不動産鑑定評価

(株) ザイマックスアセットコンサルティング

江川 豊信

(株) 竹中工務店

楠 浩一

著者紹介

江川 豊信 (えがわ とよのぶ)

(株) ザイマックスアセットコンサルティング 主任不動産鑑定士

旭化成工業株式会社 (現旭化成株式会社) を経て、2001年日本不動産投資顧問株式会社入社。2006年不動産鑑定士登録。2007年モルガンスタンレービジネスグループ入社。2010年ザイマックスアセットコンサルティング入社。現在同社にて、主任不動産鑑定士。不動産証券化協会認定マスター。第Ⅲ部第1章及び第3章を執筆担当。

楠 浩一 (くすのき ひろかず)

(株) 竹中工務店 FM本部 本部長付 DD担当

1979年(株)竹中工務店入社。生産部門・工務部・購買部門・情報システム部門・開発プロジェクト関連部署などを歴任。1997年外資系金融機関の不動産購入に際し、国内初のDD業務：建物調査・診断業務を受託後、不動産証券化・流動化対応の専門プロジェクトチームを立ち上げ、現在に至る。

国土交通省「国土審議会土地政策分科会不動産評価部会」委員「証券化対象不動産委員会」委員 他、国土交通大学校「建築保全・評価研修」「官庁営繕行政研修」客員講師

(公益社団法人) 日本不動産鑑定士協会連合会「証券化対象不動産鑑定評価基準に関する研修会」講師 他

(公益社団法人) ロングライフビル推進協会 (BELCA)

「ER作成者連絡会議」幹事長

第1章 投資用不動産のデューデリジェンス

1 ●投資用不動産のデューデリジェンスの概要

1.1 デューデリジェンスとは

デューデリジェンス (Due Diligence) とは、元来、米国において証券発行時に発行者が提供する情報が「1933年証券法」の開示基準に一致しているか否かを弁護士等が確認する作業の総称であり、それが投資家が投資判断を行う上で、投資パフォーマンスに影響を及ぼすあらゆる要素の調査を意味する語として広く使われるようになった。デューデリジェンスの目的は、投資対象の詳細調査による投資リスクの把握・リスク軽減・リスク回避手段の構築・適正投資価値の把握、投資効率の向上である。不動産に関するデューデリジェンスでは、通常、土地、建物、環境、法律、経済に関する調査が行われる。

1.2 日本におけるデューデリジェンス

米国では買い手側の自己責任が確立されているため、デューデリジェンスは投資家にとって必要不可欠の作業である。日本の不動産投資においては、民法第566条、第570条の瑕疵担保責任規定により、売主は売却後も「隠れた瑕疵」について責任を負う必要があるため、米国流のデューデリジェンスの考え方はそのまま適用できない状況であった。

しかしながら、1990年代末以降、海外投資家による不動産担保付不良債権や不動産そのものへの投資が活発化し、さらに不動産証券化が進展したのに伴い、デューデリジェンスが急速に浸透した。現在では、日本においても、J-REITや私募ファンド等による不動産取引の際には必須となっている。

1.3 不動産証券化に係るデューデリジェンス

デューデリジェンスの発注者は、不動産のオリジネーターや投資家に加え、J-REIT等の不動産ファンドの運用会社やアセットマネジメント会社、ノンリコースローンのレンダー、資産流動化型商品のアレンジャー、格付機関等である。デューデリジェンスの発注者は、デューデリジェンスの目的、予算、期間、物件のタイプ、既稼働不動産か開発不動産か等の個別要因に応じて具体的な調査項目、調査の度合いを決めている。

一方、デューデリジェンスの担い手は、弁護士、会計士、建設会社、エンジニアリング会社、設計士、不動産鑑定士、マーケットリサーチャー等の専門家で、調査項目ごとに共同であるいは個別に調査を行う。調査結果は、「不動産鑑定評価書」、「エンジニアリングレポート (ER)」、「マーケットレポート」等の形で発注者に提示され、デューデリジェンスの結果、物的、法的、経済的に当初の想定以上のリスクが把握された場合は、投資家や格付機関から資産評価額の減額や保険の付保、キャッシュリザーブ等の担保措置が要求されることもあり得る。不動産所有者は、このようなデューデリジェンスに耐えられるよう

に、適切な管理業務を実行するとともに、物件、あるいは運営に関する履歴を詳細に記録し開示する必要がある。

1.4 デューデリジェンスの項目

デューデリジェンスの概要は上記の通りであるが、実際のデューデリジェンスとして実施すべき項目は以下の通りである。

- I 不動産状況調査
 - I - (1) 土地の状況調査
 - I - (2) 建物の状況調査
- II 環境調査
- III 法的調査
- IV 経済的調査
 - IV - (1) テナント調査
 - IV - (2) 市場調査
 - IV - (3) 収益調査

上記の各項目の概要は次ページの【図表Ⅲ-1-1】の通りであるが、I - (2) 建物の状況調査、II 環境調査については、第2章等で詳細な説明が行われるため、ここでは取り上げない。

従って本項においてはI 不動産状況調査のうちI - (1) 土地の状況調査、III 法的調査及びIV 経済的調査（(1) テナント調査、(2) 市場調査、(3) 収益調査）について詳述することとする。

なお、経済的調査に属すると考えられる不動産価格調査（評価）についても第3章で詳細な説明が行われるため、ここでは取り上げない。

【図表Ⅲ-1-1】不動産投資におけるデューデリジェンスの項目例

I. 不動産状況調査		
(1) 土地の状況調査	①所在地、地積等	登記簿、公図等による調査
	②境界	境界確定の状況、紛争の有無、越境物の有無とその状況、紛争・越境是正の方法・期間・費用等
(2) 建物の状況調査	③埋蔵物等	埋蔵文化財等
	④地質地盤	地盤の強度や土質、沿革等
	①建築・設備・仕様	築年数、構造、規模、貸付床の面積・形状・間取り、設備・仕様、意匠、設計・施工業者等
	②遵法性	都市計画法、建築基準法、各種条例、消防法等の遵守状況等
	③修繕・更新費用	修繕状況調査、短期修繕費用(緊急、及び1年以内の修繕)、長期修繕費用(12年～15年程度の修繕)見積もり
	④耐震性・PML※	新耐震基準への適合性チェック、地震リスク分析とPML値、営業中断期間算出
II. 環境調査	⑤管理状況	建物管理状況の良否、管理規約の有無・内容、管理会社の質・信用等
	⑥再調達価格	現在、建て直した場合の建設費用算出
	①アスベスト等	アスベスト・フロン・PCB等の有害物質の含有状況
III. 法的調査	②土壌、地下水汚染等	重金属や有機塩素化合物による土壌汚染、地下水汚染の状況。化学工業、金属製品製造業、洗濯業等は注意
	③周辺環境への影響	周辺への日照、電波障害等の影響
	①権利関係	登記簿等による所有権、抵当権等の調査。共有、区分所有、借地物件等権利関係が複雑な物件はより慎重に調査
IV. 経済的調査	②賃貸借契約関係	契約形態、契約内容、賃料、期間等
	③占有関係	占有状況
	④売買契約等	売買契約等各種契約書のチェック
	(1) テナント調査	①個別テナント 業種、信用情報、賃料支払い状況、賃借目的、稼働率と賃料推移、契約形態、契約内容、承継の有無等
(2) 市場調査	②テナントの構成	業種、テナント数、各テナントの占有割合、分布割合等
	①一般的要因	不動産市況に影響を与える経済的状況
	②地域要因	商圏分析、産業構造分析等
	③市場動向	周辺の市場賃料、稼働率、競合物件、開発計画、テナントの需給動向
(3) 収益調査	④個別要因(立地特性)	街路の状況、交通アクセス、利便施設等の配置、周辺の土地利用状況、日照・眺望・景観、地域の評判・知名度等
	①賃貸収入	過去の稼働率、賃料推移及び将来の見通し、適正賃料、テナント誘致に関する競争力等
	②運営支出	賃貸借契約水準、賃貸借契約体系及び更新の可能性 修繕計画との比較による修繕費用積み立て状況 過去の費用水準、費用関連の契約体系及び更新の可能性、適正費用水準、将来予測される費用負担の可能性
	③その他	将来の物件売却の競争力等

※PML (Probable Maximum Loss) : 最大可能損失額と略され、証券化においては主に地震被害リスクを定量化する手法として使用されている。一般的には建物の再調達価格を算出し、それに対し一定期間(主に475年)に一度起こり得る地震でどの程度損壊するかを想定被害率(%)で表す。算出方法や被害率の定義は各社で若干異なるものの、一定のPML値を超えると、格付機関や投資家より地震保険の付保やキャシュリザーブ等の要求がなされることがある。

目論見書等を参考にARES作成

2 ●土地の状況調査

2.1 所在地、地積等、法務局で取得可能な資料に係る調査

ここでは、いわゆる不動産登記簿謄本（全部事項証明書、以下謄本という）等法務局で取得可能な資料で確認できる項目について説明する。

謄本は対象不動産の所在地を管轄する法務局において原則として誰でも取得することができ、取得に際して所有者等の承諾や委任状は必要とされない。また、近年は謄本をインターネットで取得できるサービスも普及している。なお、謄本に記載されている所在、地番はいわゆる住所として知られている住居表示とは異なる場合もあるため、調査の対象となる土地の地番につき、法務局備え付けの公図（一部の地域においては不動産登記法第14条第1項地図、インターネットでも取得可）と住宅地図（住宅地図上に地番が付されているブルーマップが入手可能な場合はなお可）等を突合し、対象不動産の範囲を正確に確定する必要がある。正確を期すため、対象不動産とされる土地の周囲の土地についても必要に応じて謄本を取得し、権利関係を確認する必要がある。

2.1.1 所在、地番

謄本の表題部に記載されている。大都市等においては、住居表示と異なる場合が多いため、注意を要する。上記で述べたように、公図と住宅地図等を突合することにより、対象不動産の範囲を正確に確定する必要がある。

2.1.2 地目

謄本の表題部に記載されている土地の用途であり、23種類に分類されている。謄本に記載されている地目と現況の地目（実際の使用方法）が異なる場合もあるため、現地調査の際に確認する必要がある。

また、課税地目（固定資産税の評価上の地目）とも異なることがあるため、固定資産評価証明書、納税通知書等により確認する。

2.1.3 地積

謄本の表題部に記載されている土地の面積を公簿面積といい、測量等による面積を実測面積という。法務局に地積測量図が備え付けられている場合は、過去に測量が行われていることから、公簿面積は実測面積に近似するが多い。

2.1.4 公図、地積測量図等による調査

公図、地積測量図等により、対象地の形状（間口、奥行等）、道路との位置関係、接道状況等を予め確認しておき、現地調査時に対象地の現状と照合する。公図は不正確な場合もあることから、一致しない場合は所有者等に確認のうえ、原則として現状を優先して確

定することとなる。

2.2 現地調査

事前に謄本、公図、地積測量図等を用いて対象不動産を確定したら、現地調査に赴くことになる。現地調査を行うに際しては、可能な限り内覧を行うこと、所有者又は管理者等（以下所有者等という）に立ち会いを依頼し、不明事項等につき直接説明を受けることが望ましい。内覧等が不可の場合は、不明事項について質問書を作成し、所有者又は管理者から書面による説明を受けることとなる。

2.2.1 境界調査

法務局で取得した公図、地積測量図等と現状を照合していくが、境界の調査が特に重要となる。

境界確定図があり、隣地及び官民の境界に境界杭がある場合は問題ないが、現地にて境界が判明しない場合は、所有者等に確定の有無を確認する。

隣地との境界については、隣地所有者と合意又は協議を行った内容を記した文書を確認する。官民すなわち前面道路（公道）との境界については当該道路を管理している役所にて境界確定図を確認する。

2.2.2 越境物調査

地上及び地下において、隣地からの又は対象不動産から隣地への越境物がないか確認する。植栽、建物の軒・ひさし、室外機、塀、看板等が越境していないかを調査するとともに、越境が確認できた場合は、隣地所有者との協議、協定書、覚書等の有無を確認する。

境界が確定していない場合、越境がある場合で紛争が発生する可能性がある場合は、是正方法、是正に要する費用、期間等を検討する必要がある。

2.2.3 埋蔵物等

2.2.3.1 地下埋設物

地下に給排水管や既に取り壊された建物の基礎等の埋設物の有無を確認し、現状及び将来の土地利用への影響を検討する。

隣地のための給排水設備等が埋設されている場合は、土地利用に係る契約書等により、その位置、範囲、期間、土地利用に係る対価等を確認する。

2.2.3.2 埋蔵文化財

遺跡等の埋蔵文化財が地中に存するかは市役所の該当部署、教育委員会で確認できる。

埋蔵文化財の存する区域は周知の埋蔵文化財包蔵地として指定を受けている。

対象不動産が埋蔵文化財包蔵地の区域内にある場合は、試掘、発掘の要否、それに要する期間と費用を確認する必要がある。

2.2.4 地質地盤

地質とは、地殻を構成する岩石、地層の性質や構造を意味し、地盤とは建造物、工作物などの基礎となる土地を意味する。

従来から、地盤沈下による建物の傾きや毀損等が問題となることがあったが、近年では大地震発生時の建物損壊、液状化現象等に影響がある要因として注目されている。大地震発生時に予測される被害状況等については、国土交通省ハザードマップポータルサイトで確認できる。

なお、現地調査時に使用し、調査漏れを防止するためのチェックリストを「参考資料」として章末に掲載しているため、参考にして頂きたい。

3 ● 法的調査

オフィスビルや賃貸マンション等、収益不動産に投資を行う場合、様々な法的問題に直面することとなり、この面での調査が不十分であった場合に想定していたリターンが得られない場合もある。例えば建物の敷地利用権が所有権である場合と借地権である場合では投資に係るリスクとそれを加味した投資価値が異なることとなる。更に、借地権は物権である地上権の場合と債権である賃借権の場合があり、それぞれに権利の安定性、売買を行う際の手続きやコストが異なる等、投資価値、すなわち価格に大きな影響があることに注意を要する。

また、建物の賃貸借契約も不動産の投資価値に大きな影響を及ぼす。オフィスビル等、既存の収益不動産に投資を行う場合、既にテナントが入居している場合が多いが、当該テナントの支払う賃料が市場水準と大きくかい離している場合がある。賃料が市場水準より高い場合は、契約期間満了時に当該テナントが退去するか又は退去を引き止めるために市場水準まで賃料の減額を要する場合がある一方で、賃料が市場水準より低廉な場合は、一気に市場水準まで増額することは困難な場合が多いため、既存テナントとの賃貸借契約内容については十分に精査して投資価値を判定すべきである。

このように一見同等に思われる不動産が複数存在する場合でも、その内容如何で投資価値が大きく異なる場合があるため、投資価値判定のためのデューデリジェンスが重要となってくる。

3.1 権利関係

3.1.1 所有権、抵当権等の謄本等による調査

前述の所在、地番、地目、地積等は謄本の表題部（土地の表示）に記載されているが、ここでは、権利部の甲区（所有権に関する事項）及び権利部の乙区（所有権以外の権利に関する事項）に記載されている事項について取り上げる。

3.1.1.1 甲区

甲区欄には所有権に関する事項が記載されている。具体的な記載事項は、順位番号、登記の目的、受付年月日・受付番号、権利者その他の事項となる。

登記の目的の主なものとしては以下のものが挙げられる。

所有権保存、所有権移転、共有者全員持分全部移転、所有権一部移転、何番所有権変更、何番所有権抹消、買戻特約、信託、所有権に関する仮登記、合併による所有権登記、何番登記名義人表示更生、仮処分、差押等。

3.1.1.2 乙区

乙区欄には所有権以外の権利に関する事項が記載されている。具体的な記載事項は、順位番号、登記の目的、受付年月日・受付番号、権利者その他の事項となる。

登記の目的の主なものとしては以下のものが挙げられる。

担保権：抵当権、根抵当権、質権等

用益権：地上権、地役権、賃借権等

乙区欄の登記の目的に抵当権設定と記載されている場合は、対象不動産に抵当権を設定し、金融機関等から融資を受けているということになる。この場合、売買等にあたって、当該抵当権の抹消が課題となることから、全ての抵当権について、順位、受付年月日、原因、債権額（根抵当権の場合は極度額）、債権の範囲、債務者、抵当権者、共同担保の有無等を詳細に確認する必要がある。債権額（根抵当権の場合は極度額）は、抵当権設定後の返済等により、実際の残債と異なる場合が多いので、注意を要する。

3.1.2 土地の権利に関する留意点

建物の敷地利用権が借地権である場合も注意を要する。前述したように借地権には物権である地上権と債権である賃借権があり、地上権の場合は乙区欄で確認できるが、賃借権の場合は土地賃貸人に登記に応じる義務がなく、登記されていない場合が多いため、謄本では確認できない。そこで、所有者等に借地の有無につき確認し、借地権である場合は契約書等でその内容を詳細に調査する必要がある。調査内容としては以下の通りである。なお、当初の契約書以外に賃料改定等を行った際の覚書等がある場合があるため、現在に至

るまでの全ての契約書等を確認する必要がある。また、古い時代の借地契約の場合、契約書等が存在しない場合もあるが、この場合は対象不動産の周辺の地域における借地権に係る慣行等を調査するとともに、賃貸人、賃借人双方からヒアリングするなど契約内容の把握に十分注意する必要がある。

- ①地上権、賃借権又はその他の権利（使用借権等）の別
- ②根拠法を旧借地法とするか1992年施行の借地借家法とするかの別
- ③借地借家法に基づく場合、普通借地権か定期借地権かの別
- ④定期借地権の場合、一般定期借地権、建物譲渡特約付借地権、事業用借地権のいずれか。
- ⑤旧借地法に基づく場合、堅固建物所有目的か否かの別
- ⑥契約期間、賃料、権利金等の一時金等

3.1.3 区分所有建物及びその敷地の権利に関する留意点

区分所有建物及びその敷地とは建物の区分所有に関する法律（以下区分所有法という）第2条第3項に規定する専有部分並びに当該専有部分に係る同条第4項に規定する共用部分の共有持分及び同条第6項に規定する敷地利用権をいう。

区分所有建物及びその敷地の場合は通常は敷地権登記が行われ、区分所有法第22条により、専有部分と当該専有部分に係る敷地権は規約に別段の定めがある場合を除いて分離処分することができない。各専有部分に係る敷地権割合は区分所有法第22条第2項により当該専有部分の床面積の割合によるが、規約で別段の定めをすることも可能である。

敷地権は所有権の場合も借地権の場合もあるため、この点は特に注意を要する。

また、築年の古い区分所有建物及びその敷地の場合、敷地利用権が共有、分有、共有と分有の混合の場合等があるため、この点も注意を要する。

3.2 賃貸借契約関係

オフィスビルや賃貸マンションといった投資用不動産を取得する際には、収入の源泉となるテナントとの賃貸借契約は特に重要であり、契約書等によってその内容を確認することはデューデリジェンスにあたっての必須の作業となる。

なお、更新を繰り返している入居期間の長いテナントに関しては、入居当初の契約書から、その後調査時点に至るまでの契約内容の変更の経緯が分かる変更契約書、覚書等を現オーナー又は管理者に徴求し、その内容を確認すべきである。これは、既存テナントの賃料が市場賃料の水準と比較して低廉な場合は、更新時に一気に市場水準まで増額することが困難な場合が多いことに由来する。このような場合は、契約当初からの賃料改定の経緯を分析し、将来どの程度の賃料増額が可能かを検討すべきである。

なお、既存テナントの賃料が市場賃料水準よりも高位な場合は、テナントが退去する懸念があるため、更新時等に市場賃料水準まで減額する可能性を検討すべきである。

賃貸借契約書等によって確認すべき内容は以下の通りである。

- ①賃借人の名称、貸室部分の位置、面積、使用方法等
- ②賃料、共益費、敷金・礼金等の一時金の額、償却の有無等
- ③普通賃貸借か定期賃貸借かの別、契約期間、自動更新の有無
- ④フリーレント、レントホリデー、段階賃料等の有無
- ⑤解約に係る合意内容
- ⑥賃料が固定される期間の有無と改定に係る合意内容
- ⑦転貸の可否（サブリース等）
- ⑧原状回復に係る合意内容
- ⑨修繕に係る費用負担区分（所有者負担かテナント負担の別）
- ⑩商業施設等の場合は、固定賃料、歩合賃料等の別とその内容
- ⑪商業施設等の場合は、建設協力金の有無

以上の内容を契約書等により確認すると同時にプロパティマネジャー（以下PM会社という）に管理を委託している場合はPM会社が作成、報告しているマンスリーレポート等で、実際の金銭の動き、賃料滞納の有無等を確認する。また、契約書には記載されないが、賃借人の属性等、賃貸人との関係の有無及びその内容を所有者又は管理者に確認しておく必要がある。テナントが現所有者（賃貸人）の関係会社である場合は、売却を契機に退去する可能性があるため、当該関係会社等の賃借面積が賃貸可能面積に占める割合が大きい場合は、取得後に空室率が上昇するリスクがあることを留意する必要がある。

3.3 占有関係

現地調査等で、対象不動産に賃貸借契約書で確認できない占有者がいることが確認された場合には現所有者又は管理者に確認する必要がある。

当該占有者が不法占有者である場合は、退去させるため多くの時間・コストを要すると判断されると、投資不適格と判断される場合もある。

また、適法な賃借人である場合でも、賃料の増減額等に関連して賃貸人と係争関係又はこれに準ずる関係にあるテナントがある場合は、契約締結から調査時点に至る賃料改定の経緯、賃貸人、賃借人双方の主張を十分に吟味して投資リスクを判断する必要がある。

3.4 売買契約等

不動産の売買について当事者の意思が合致すると、売買契約が締結されることとなる

が、契約が成立するまでの間に仲介業者の宅地建物取引士により対象不動産や取引の条件に係る一定の重要事項の説明が行われる。この際、重要事項説明書、売買契約書に不備がないかを子細に確認する必要がある。

3.5 公法関係調査

物件の公法関係調査においては、役所調査等を行うことにより、法令上の諸規制に反していないかを確認する必要がある。法令上の規制としては、都市計画法、建築基準法のほか、各自治体の設定する条例や指導要綱等が挙げられる。

投資用不動産の査定にあたっては、法令上の規制を満たした実現性のある開発計画であるか、また、すでに建築されている建築物が適法なものであり、現在の収益力に継続性が認められるかを、各法律、条令、諸規制等に照らして確認する必要がある。

建築基準法等によって定められる建蔽率や容積率は賃貸面積を決定し、収益力に大きく影響するので、容積率等を緩和する制度や容積率等を規制する法令等には特に注意する必要がある。

3.5.1 都市計画法

1969年に施行された都市を健全に発展させることを目的とした法律で日本の国土を都市計画区域と都市計画区域外に区分し、都市における建築を規制している。

3.5.1.1 地域地区

土地利用を誘導するために「地域」または「地区」を指定し、それぞれの規制内容を建築基準法等の他の法律と関連させながら、計画的な都市づくりを実現するために定められるものである。

3.5.1.1.1 用途地域

用途地域とは第1種低層住居専用地域、商業地域、といったように土地利用の大枠を定める地域地区である。用途地域による用途の制限は建築基準法に具体的に定められる。用途地域が決定されると、目的に応じて建物の用途の制限、建蔽率、容積率、高さ制限、前面道路幅員別容積率制限、隣地斜線制限、道路斜線制限などを決定することができる。これらの具体的な内容は建築基準法の項で後述する。

3.5.1.1.2 特別用途地区

用途地域内の一定の地区における当該地区の特性にふさわしい土地の利用の増進、環境保護等の特別の目的の実現を図るため、当該用途地域の指定を補完して定めるものである。

3.5.1.1.3 特例容積率適用地区

2000年度の都市計画法の改正により創設された制度であり、これに該当する地区は関係者の合意に基づき、他の敷地の未利用容積を活用できる。代表例としては東京駅周辺の「大手町・丸の内・有楽町地区」が挙げられる。東京駅舎復元の際に、東京駅の利用していない容積の空中権を周辺ビルに売却した。このような隣接していない土地への容積の移転は特例容積率適用地区の制度を活用している。

3.5.1.1.4 高層住居誘導地区

都市における居住機能の適正な配置を図るため、高層住宅の建設を誘導すべき地区を都市計画に位置づけることを目的とした制度であり、第1種住居地域、第2種住居地域、準住居地域、近隣商業地域、準工業地域内における容積率400%または500%の地域について指定することができる。指定された区域では住宅の容積率の引き上げ、斜線制限の緩和、日影規制の適用除外などの緩和措置が可能となる。

3.5.1.2 開発許可制度

開発行為とは建築物の建築または特殊工作物の建設の用に供する目的に行う土地の区画形質の変更をいう。一定面積以上の開発の場合、都道府県知事の開発許可が必要となり、許可が必要となる面積の規定は地域ごとに異なる。

土地の区画形質の変更を伴わなければ、開発行為に該当しないが、その判断は難しく、事前に行政の見解を確認しておく必要がある。開発の対象となると、開発負担金、公共施設（道路、給排水等）の提供、公園の附置義務等が発生する場合があります。開発のコストとして見積もっておく必要がある。

区域区分毎の開発許可が必要な土地面積は【図表Ⅲ-1-2】の通りである。

【図表Ⅲ-1-2】 区域区分毎の開発許可が必要な面積

区域区分	開発許可が必要な面積
市街化区域	原則1,000㎡以上（一部地域では500㎡以上） ※都道府県によっては、300㎡に引き下げている場合がある。
市街化調整区域	原則として許可されない
非線引都市計画区域	原則3,000㎡以上
準都市計画区域	※都道府県によっては、300㎡に引き下げている場合がある。
上記以外の都市計画区域外	10,000㎡以上

3.5.1.3 都市計画制限

都市計画制限とは、都市計画の実効性担保のために、土地利用について制限を設ける制

度である。具体例として、以下が挙げられる。

- ①都市計画事業制限
- ②都市計画施設等の区域内における建築等の規制
- ③促進区域内における建築等の制限
- ④市街地開発事業等予定区域内における建築の規制
- ⑤地区計画等の区域内における建築等の規制
- ⑥風致地区内における建築等の規制

上記のうち、特に実務上重要となるのが、都市計画道路についての取り扱いである。

都市計画道路とは、都市計画法により定められた道路であり、現況の幅員を拡幅するケースや道路を新設するケースがある。都市計画道路はその進捗に応じて、おおまかには「計画決定」の段階と「事業決定」の段階に分けられる。通常は「計画決定」から「事業認可（決定）」となるまでに長い年月を要するので、都市計画道路上の土地であってもその事業段階によって取扱いが異なる。

「計画決定」の段階においては、都市計画道路として都市計画決定された土地に建築物を建築する場合には原則として、都道府県知事の許可が必要となる。階数が2階以下で地階を有しておらず、主要構造部が木造、コンクリートブロック造、鉄骨造などの場合は基本的には許可を受けられる。

また、都市計画決定された土地の建築は上記のような制限を受けるが、容積率等を算定する面積としては算入できる。その後、都市計画道路の用地として買収された場合には、容積率をオーバーし、後述する既存不適格建築物になる可能性があることに留意する。

「事業認可（決定）」された土地については、災害時の応急措置的な建築等の例外的なものを除き原則建築物の建築は不可となる。

3.5.2 建築基準法

1950年に施行された建築法規の根幹となる法律で、建築物の安全性を維持するための具体的な規制が設けられている。国民の生命・健康・財産を保護するための最低限の基準を示している。

3.5.2.1 単体規定

全国で適応される個々の建築物についての規定である。

天井の高さ、階段の勾配、居室の採光、避難経路の確保、非常用エレベーター等、個々の建物について最低限の基準を設けている。

3.5.2.2 集団規定

都市機能維持のために、都市計画区域及び準都市計画区域にのみ適用があるものである。

用途地域ごとに建築物の用途制限が設けられており、接道義務、建蔽率、容積率、斜線制限について規定されている。

3.5.2.2.1 建蔽率

敷地に対する建築面積の比率を定めるものである。防火上あるいは環境上の条件が良い場合には、建蔽率が緩和されることがある。具体的には防火地域内の耐火建築物や特定行政庁の指定する角地である場合には通常の建蔽率に10%加算した数字を限度とすることができる。

3.5.2.2.2 容積率

敷地に対する延床面積の比率を定めるものである。用途地域ごとに地域の容積率が指定されている（これを指定容積率という）が、前面道路や道路斜線等により、容積率の制限を受ける場合がある。また、地下の住戸や自動車車庫等、容積率への算入が緩和される場合もある。以下に例示した。

①容積率低減係数による制限

前面道路幅員が12m未満である場合には指定容積率と前面道路幅員に容積率低減係数乗じたもののいずれか小さい方を容積率とする。例えば、指定容積率300%で6mの道路に接道している容積率低減係数が0.4の土地の場合、 $300\% > 6 \times 0.4 = 240\%$ となり、容積率は240%となる。

容積率低減係数は通常は住居系の用途地域では0.4、それ以外の用途地域では0.6であるが、東京都港区などのように行政により独自に定めている場合もあるので注意が必要である。

②特定道路までの距離条件による緩和

建物の敷地が幅員15m以上の道路（特定道路）から70m以内に存し、建物が接道している前面道路の幅員が6m以上12m未満であり、その前面道路が特定道路と接続している場合には、特定道路から建物までの距離及び前面道路の幅員に応じた容積率の緩和がある。

③斜線制限

道路斜線、隣地斜線、北側斜線、はそれぞれ建築物の建築可能な範囲を定める規定であ

り、直接容積率を制限するものではないが、このような斜線制限によって、指定容積率を消化できない場合があることに留意する。

④日影規制

日影規制とは建物が周囲の敷地に日影を生じさせる時間を制限し、周辺の日照を確保するための規定である。対象不動産が日影規制のない地域であっても、対象不動産が日影規制のある地域に影を落とす場合には規制の対象となる。

⑤容積率不算入

建築物の地階で、その天井が地盤面から高さ1m以下にあるものを住宅として使用する部分の床面積は、その建築物の住宅として使用する部分の床面積の合計の3分の1を限度として、容積率に算入しなくてよい。また、自動車車庫等の床面積はその建築物の各階の床面積の合計の5分の1を限度として、容積率に算入しなくてよい。

以上の様に、容積率は様々な規定により制限を受ける。容積率は対象不動産の収益力を左右し、不動産の価格と密接な関係があるので、注意深く検討することが必要である。

3.5.2.3 既存不適格と違法建築物

既存不適格建築物とは、建築時には建築基準法等の法的規制を満たしていたが、法改正等により、現在の法令等の基準には反する部分がある建築物を指す。特に容積が現行の許容容積率を上回る場合などはその典型例であるが、この場合の評価においては注意が必要である。

既存不適格建築物は違法建築物ではないので、投資や取引に問題はないが、再建築した場合には現況の容積をとれず、持続的な収益力に問題が生じる場合には減価の要因になることに留意する必要がある。

容積率のほか、防火、耐震、設備等について新しい基準を満たしていないケースがあるので、建築年次の調査とあわせて、確認が必要である。

違法建築物は建築基準法に適合しない建築物であり、適法化できなければ投資不適格となるので注意が必要である。

3.5.2.4 建物の耐震基準

1981年6月に建築基準施行令が施行され、耐震基準が改正された。これ以降に建築確認を受けたものを「新耐震基準適合建築物」（いわゆる新耐震）といい、これ以前のものが旧耐震の建築と呼ばれている。耐震補強工事をするかの目安になっており、耐震性への関心が高まった東日本大震災以降は、テナントの入居率や賃料にも影響を与える要因となっ

ている。

3.5.2.5 総合設計制度

総合設計制度とは、一規模以上の面積を有する敷地が公開空地の確保等の一定の条件を満たすことにより、建築基準法によって特例的に都市計画で定められた制限を緩和する制度である。緩和される内容としては、容積率、高さ制限、斜線制限等が挙げられる。

3.5.3 関連法規等

都市計画法、建築基準法の関連法規としては下記が挙げられる。証券化対象不動産の開発計画が下記の法令を遵守しているか確認する必要がある。

- ①国土利用計画法
- ②公有地の拡大の推進に関する法律
- ③農地法
- ④土地区画整理法
- ⑤文化財保護法
- ⑥宅地造成等規制法
- ⑦景観法
- ⑧河川法、海岸法
- ⑨森林法、自然公園法、砂防法
- ⑩航空法

3.5.4 各自治体の条例、指導要綱

前述の都市計画法、建築基準法に加え、地方自治体が独自に建築に関わる行政指導として建築指導要綱を定めている場合があるので、開発案件の場合は特に留意する必要がある。指導の範囲は多岐にわたるが、代表的なものとしては下記が挙げられる。

3.5.4.1 駐車場附置義務

一定規模の建築物に対して、駐車場の附置を求める規定である。円滑な道路交通確保などを目的としており、住戸数や店舗面積に応じて必要最低限の駐車場台数や駐輪場台数を規定する。対象不動産がこれらの駐車場附置義務の条件をしているかを確認しておく必要がある。

3.5.4.2 ワンルーム条例

近隣住民との紛争防止等を目的として、地方自治体がワンルームマンションの建設を規

制している場合がある。具体的には共同住宅の専有面積に最低限度設ける、一定以上の面積の住戸（いわゆるファミリータイプの住戸）の附置を義務付けるもの等の規制がある。

3.5.4.3 店舗、住宅の附置義務

街づくりの一環として、地区計画等により、都市計画上の用途規制とは別に用途の規制が地方自治体によって設けられる場合がある。1階は店舗の附置が義務付けられているもの、住居系の住戸の附置を義務付けるものなどがある。

3.5.4.4 開発負担金・緑化義務

開発に応じて、負担金が課せられる場合があるので、特に住居系の開発については注意が必要である。

3.5.4.5 東京都建築安全条例

東京都は建築基準法に基づき、がけ、防火構造及び特殊建築物等に関する制限の附加並びに敷地及び道路との関係における制限の附加などを定めるとともに、地下街や道についても独自の規制を定めている。

特に対象不動産が路地状の敷地の場合にはこの条例によって共同住宅等の特殊建築物は制限を受けるので、都内の開発案件については注意が必要である。

3.5.4.6 高齢者、障害者等の移動等の円滑化に関する法律（バリアフリー）

高齢者、障害者等の移動等の円滑化に関する法律とは、高齢化社会を迎えるにあたり高齢者、障害者の自立と社会参加を促すために、全ての人が円滑に利用できる建築物の建築を促進ことを目的として制定された。

2000㎡以上の百貨店などの物販販売店、映画館、ホテル、旅館などは特別特定建築物とされ、建築物移動円滑化基準に適合することが義務付けられている。このほか、建築物移動円滑化誘導基準を満たす認定建築物については、容積率の特例や税務上の特例措置などが設けられている。

3.5.4.7 環境配慮

1997年に採択された「気候変動に関する国際連合枠組条約の京都議定書」により温室効果ガスの削減目標が掲げられ、環境についての関心が世界的に高まってきている。それに伴って、建物の開発についても環境への配慮が重要視されるようになってきている。今後は、環境への配慮が賃料水準に与える影響も無視できなくなると考えられる。

今後は建物の環境性能が不動産投資の際に重要なポイントとなっていくと言われており、環境配慮をしているかどうかの格付けを行う評価システムとしてはCASBEE、

LEEDなどが代表的である。また、環境配慮について、各自治体が独自の規制や補助制度を設けているケースもある。

4 ● 経済的調査

対象不動産の投資価値を判定するには、不動産市況に影響を与えるマクロ経済の動向、対象不動産の属するサブマーケットの動向、テナントの状況や収支といった対象不動産の個別的な要因について過去からの推移を調査、分析し、将来の動向を予測する必要がある。

ここでは、不動産の投資価値に影響を与える各種要因に係る調査について説明する。

4.1 テナント 調査

いうまでもなく、テナントが支払う賃料は対象不動産の収入の源泉であり、その投資価値を決定的に左右することとなるため、テナント調査はデューデリジェンスにあたっての必須の調査となる。

4.1.1 個別テナント

オフィス为例に、個別のテナントごとに調査すべき内容等を説明する。

- ①業種
- ②信用情報、賃料支払い状況
- ③賃借目的
- ④入居時からの賃料推移
- ⑤契約形態、契約内容、等
- ⑥敷金、保証金等の一時金の有無、金額、退去に際しての返還の要否

業種により収益性は異なり、従って賃料負担力も異なってくる。また、当該業種が成長性の高い分野か衰退している分野かで、将来の賃料負担力、拡張性、退去の可能性等を検討すべきである。更に、業種によってオフィスの使用時間（24時間使用等）が異なり、警備や電気容量等ビルスペックへの要求が異なる場合がある。

テナントの業績や入居してから現在に至る期間、当該期間における賃料の支払状況等も重要な信用情報となる。

本店として使用する目的で賃借する場合は支店等の利用と比較して相対的に移転、退去の可能性が低くなる。

普通借家、定期借家の別、フリーレント、レントホリデー、段階賃料等の特約、契約期間、賃料改定に係る合意、解約に係る合意等、投資決定に当たっては個別のテナントとの契約内容を詳細に調査する必要がある。

4.1.2 テナントの構成

投資決定に当たっては、ビル内のテナントの構成についても調査、分析する必要がある。

- ①業種
- ②テナント数
- ③各テナントの占有割合
- ④分布割合等

ビル内のテナントに業種の偏りがある場合、経済情勢の変化によって、短期間に大量の空室が発生するリスクを考慮すべきである。これは、対象不動産を一括して賃貸している場合、又は、単独のテナントが占める割合が大きい場合にもいえる。従って、特定のテナント、業種等偏りがなく、ある程度分散状態にある場合のほうが将来のキャッシュフローは安定的といえよう。

但し、一括賃貸の場合は空室がなく、維持管理をテナントが行うことでコスト低減を図れるメリットがある場合もあることから、対象不動産の立地条件、ビルの個別性、テナント構成等を総合的に考慮して、現状のテナント構成の良否と改善の可否を判断する必要がある。

4.2 市場調査

不動産証券化市場の発展と不動産の金融商品化、流動性の向上は海外からの資金の流入を促した。それに伴い、投資対象として国内外の不動産や他の投資商品の競争関係は高まり、投資パフォーマンスの優劣が不動産の価格に直接影響を与える状況となった。もはや過去からの推移を見ただけでは将来の動向を予測することは不可能であり、国内外のマクロ経済動向、サブマーケットの動向を分析することにより、対象不動産の存する近隣地域の発展又は衰退に係る予測を行うことが重要となる。

そこで、市場調査においては、まず、不動産市況に影響を与える要因として一般的要因を分析し、次に対象不動産の属するサブマーケットとして地域要因、市場動向を分析し、更に対象不動産に係る個別的要因を分析していくこととなる。

ここでは、東京都心に所在するオフィスを例にとり、市場調査の実際を説明していく。

4.2.1 一般的要因

一般的要因とは、一般経済社会における不動産のあり方及びその価格の水準に影響を与える要因と定義される。それは、マクロ経済指標等、国内外の不動産の価格形成の基礎となる要因であり、投資対象の選別において国際的な投資家が最初に着目する要因である。

一般的要因の分析に当たり、一般に重視される項目等を以下に紹介する。

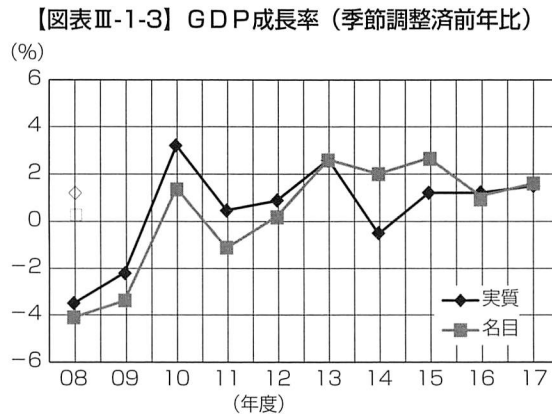
4.2.1.1 経済の基調判断

景気は、緩やかに回復している。

先行きについては、雇用・所得環境の改善が続くなかで、各種政策の効果もあって、緩やかな回復が続くことが期待される。ただし、海外経済の不確実性や金融資本市場の変動の影響に留意する必要がある（内閣府「月例経済報告 2018年1月」より）。

4.2.1.2 GDPの推移

2018（平成30）年7-9月期のGDP成長率（季節調整済前期比）は、2次速報値において、実質▲0.6%（年率▲2.5%）、名目▲0.7%（年率▲2.7%）となった。実質成長率、名目成長率ともに1次速報値から下方改定となった。なお、2017年度のGDPは実質が前年度比+1.9%、名目は+2.0%となった（【図表Ⅲ-1-3】）。



（出所）内閣府「国民経済計算」

4.2.1.3 景気動向指数

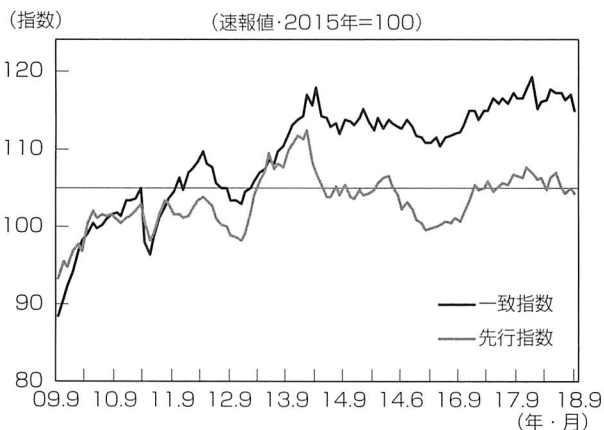
2018年11月の景気動向指数（2015年=100）速報値は、景気の現状を示す一致指数が前月比1.9ポイント低下の103.0となり、2カ月ぶりに悪化した。内閣府は同指数の基調判断を「足踏みを示している」に据え置いた（【図表Ⅲ-1-4】）。

4.2.1.4 日銀短観

2018年12月の全国企業短期経済観測調査（短観）は、企業の景況感を示す業況判断指数（DI）が大企業・製造業でプラス19だった。前回9月調査から横ばいだった。

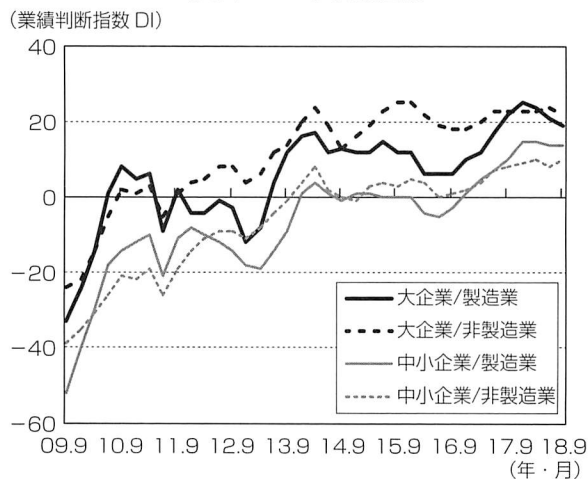
企業収益の拡大傾向や7~9月期の自然災害の悪影響の一巡や復興需要などが支えとなった。造船・重機等のほか、石油・石炭製品の改善が目立った。半面、海外需要や設備投資の鈍化を受けて生産用機械や業務用機械が悪化した（【図表Ⅲ-1-5】）。

【図表Ⅲ-1-4】景気動向指数CI



(出所) 内閣府「景気動向指数」

【図表Ⅲ-1-5】日銀短観



(出所) 日本銀行「主要時系列統計データ表」

4.2.1.5 株価、国債利回り、為替の動向

日経平均株価、長期国債の新発債流通利回り、及び為替の動向については【図表Ⅲ-1-6～8】の通りである。

4.2.1.6 J-REIT 及び私募ファンドの市場規模及び東証REIT 指数の推移

J-REIT 及び私募ファンドの運用資産残高は【図表Ⅲ-1-9】の通りであり、2018年6月末時点での不動産私募ファンドの市場規模を、運用資産額ベースで16.9兆円と推計した。前回調査（2017年12月末時点）から約8,600億円増加し、近年緩やかに増加していた国内不動産私募ファンドの市場規模の拡大ペースがやや加速している。

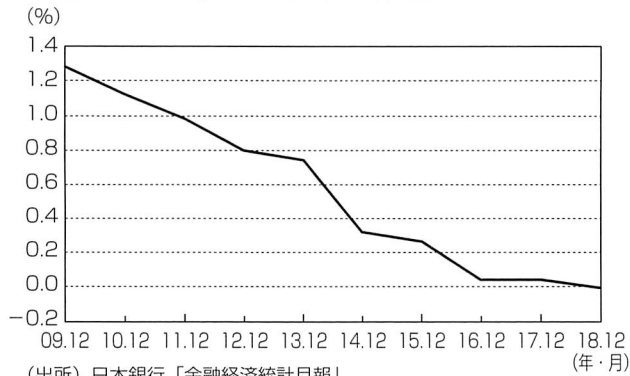
運用資産額が減少したとする運用会社数を、増加したとする運用会社数が上回り、中に

【図表Ⅲ-1-6】日経平均株価



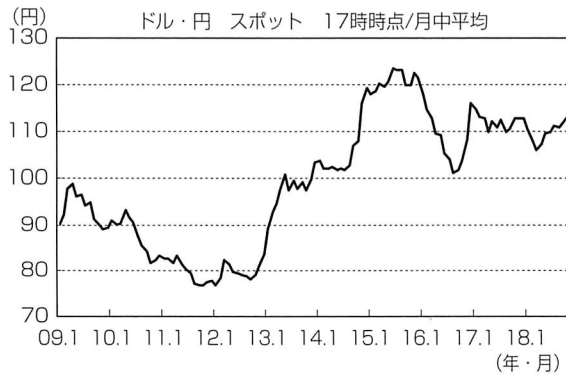
(出所) 日経平均プロフィール

【図表Ⅲ-1-7】長期国債（10年）新発債流通利回り



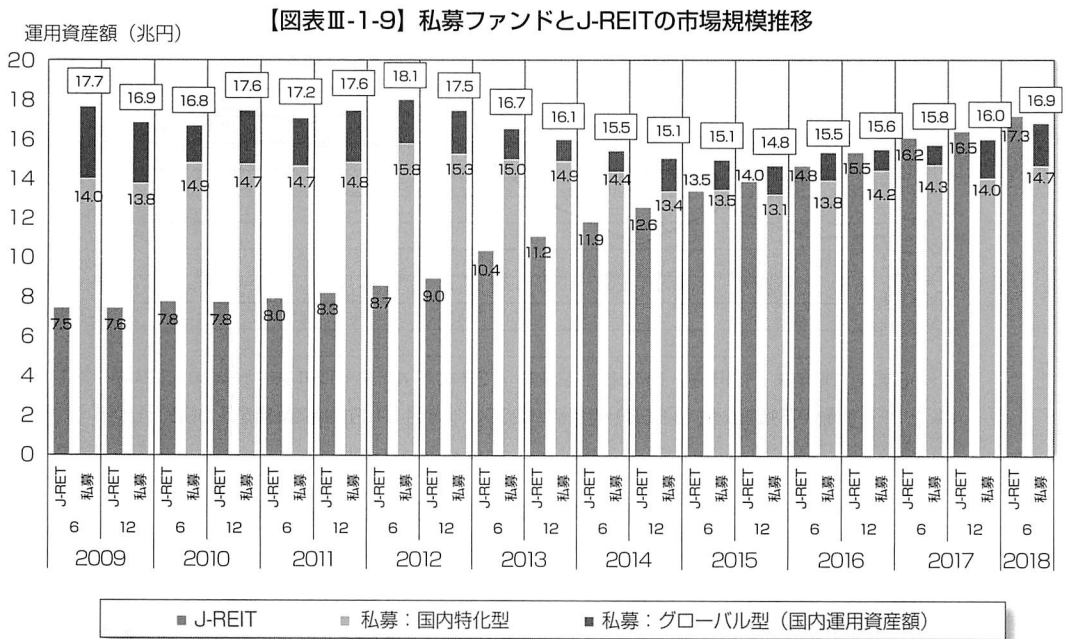
(出所) 日本銀行「金融経済統計月報」

【図表Ⅲ-1-8】東京市場



は1,000億円以上運用資産が増加した運用会社も複数見られ、全体として前回推計結果から約5.4%の増加となった。

私募REITの銘柄数および資産規模ともに増加しているが、私募ファンドのみを運用す



(出所) ㈱三井住友トラスト基礎研究所「私募ファンド市場動向」

る運用会社の集計でも資産規模は増加しており、私募REIT、私募ファンドの両輪により市場規模が拡大している。

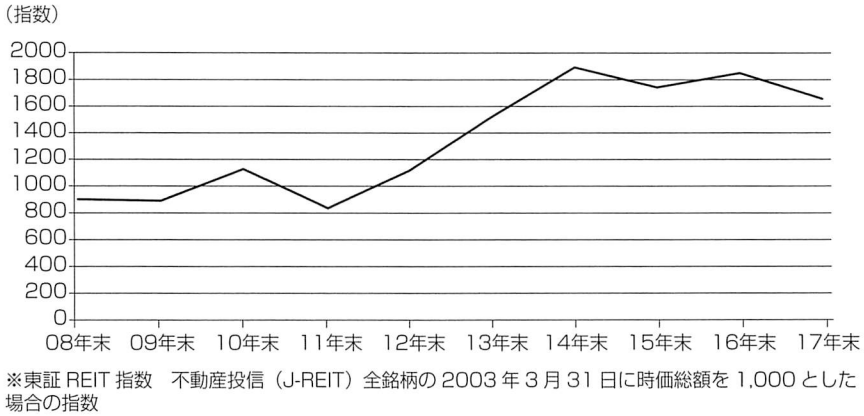
デット資金調達環境は良好な状態が継続しており、エクイティ投資家の投資意欲は高い状態で継続していると考えられる運用会社が多いものとみられる。

2018年上半期の物件の売買状況を見ると、物件取得を行った運用会社が7割超、物件売却を行った運用会社が5割超となり、近年の調査と比較して増加した。市場への物件供給が少ない状態が継続している中で、売却側としては価格目線の乖離の縮小等により売却が行い易かったとみられ、引き続き旺盛な取得需要を背景に物件取得も積極的に行われたことがうかがえる【図表Ⅲ-1-9】。また、東証REIT指数については以下の通り。2017年のJ-REIT市場（東証REIT指数）は、金利上昇やJ-REIT市場の需給懸念、北朝鮮をめぐる地政学リスクの高まりなどを受けて軟調に推移し、11年半ばには1,600ポイント近くまで下落した。11年半ば以降は、世界的な株高に伴うリスク選好の高まりやJ-REITの割安感などを背景に上昇したものの、年間では10.4%（配当込みでは6.8%）の下落となった（【図表Ⅲ-1-10】）。

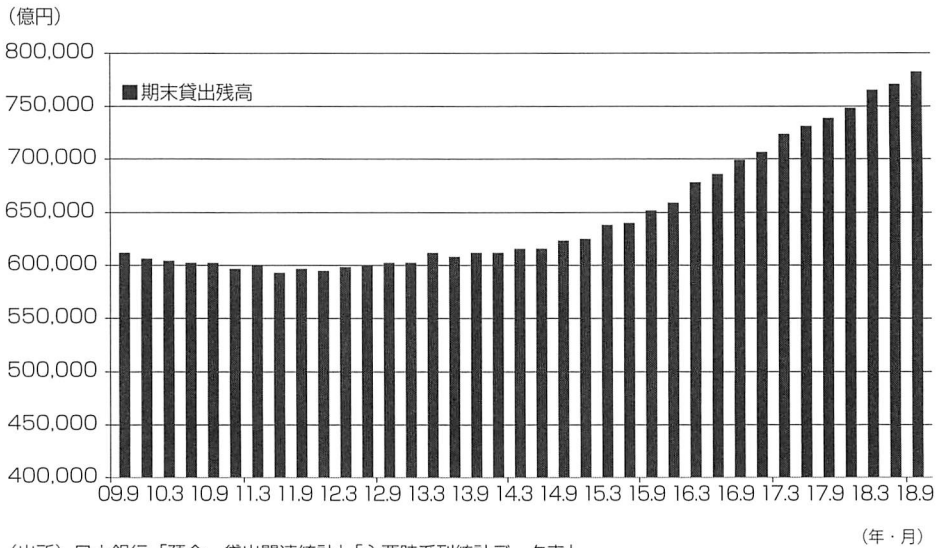
4.2.1.7 不動産業への貸出残高及び伸び率、貸出約定平均金利及び長期プライムレートの推移

不動産業への貸出残高及び伸び率、貸出約定平均金利及び長期プライムレートについては【図表Ⅲ-1-11、12】の通りである。※貸出約定平均金利：新規／総合／国内銀行、

【図表Ⅲ-1-10】 東証REIT指数 年間推移



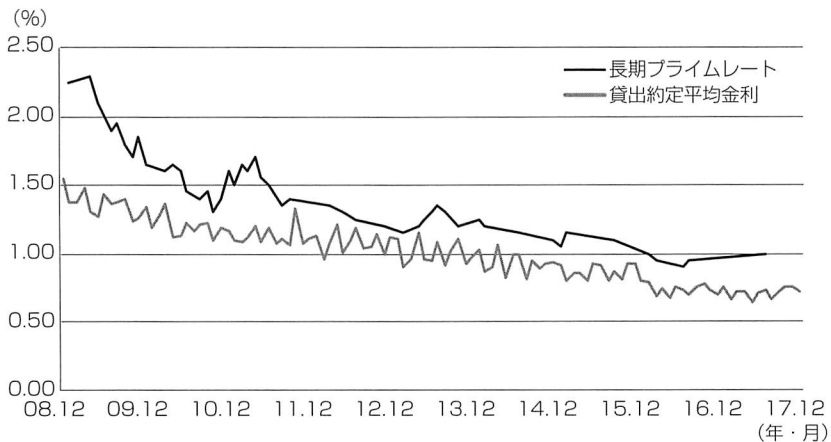
【図表Ⅲ-1-11】 国内銀行の不動産業向け貸し出し残高の推移



(出所) 日本銀行「預金・貸出関連統計」[主要時系列統計データ表]

(年・月)

【図表Ⅲ-1-12】 貸出約定平均金利及び長期プライムレートの推移



(出所) 日本銀行「預金・貸出関連統計」[主要時系列統計データ表]

長期プライムレート：みずほ銀行が自主的に決定・公表した金利。

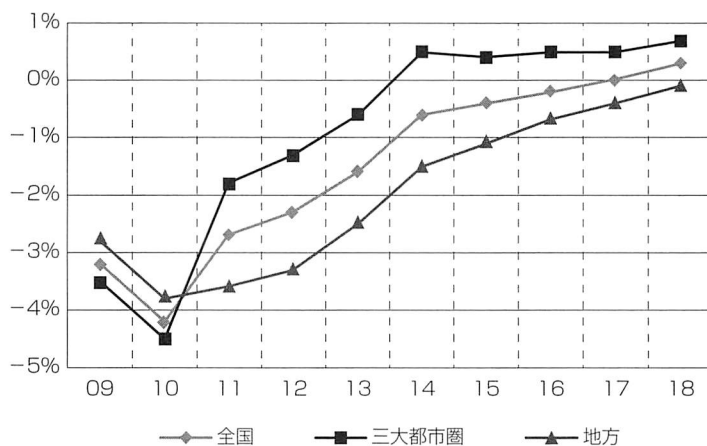
4.2.1.8 地価公示価格の推移

全国平均では、住宅地の平均変動率が昨年の横ばいから10年ぶりに上昇に転じた。商業地は3年連続の上昇、工業地は2年連続の上昇となり、それぞれ上昇基調を強めている。全用途平均は3年連続の上昇となった。

三大都市圏をみると、住宅地、商業地及び工業地のいずれについても、各圏域で上昇を示した。大阪圏は、住宅地はわずかな上昇だが、商業地の上昇率は三圏で最も高い。

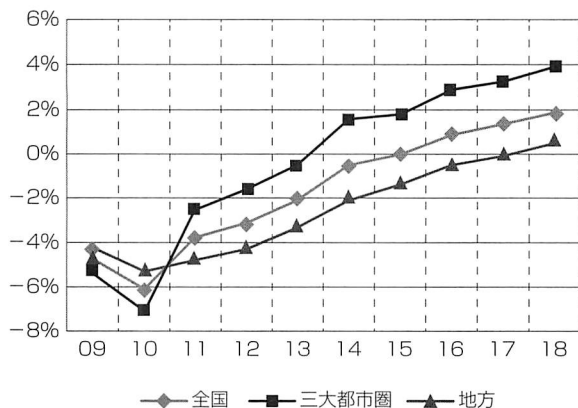
地方圏をみると、住宅地は下落幅の縮小傾向が継続している。商業地及び工業地は26年ぶりに上昇に転じ、全用途平均でも下落を脱して横ばいに転じた。地方圏のうち、地方四市では、全ての用途で上昇し、上昇基調を強めている（【図表Ⅲ-1-13、14】）。

【図表Ⅲ-1-13】 公示価格 前年度変動率の推移（住宅地）



(出所) 国土交通省公表資料

【図表Ⅲ-1-14】 公示価格 前年度変動率の推移（商業地）



(出所) 国土交通省公表資料

4.2.1.9 取引利回り・期待利回りの推移

各用途における取引利回り・期待利回りは以下の通りであり、概ね2009年後半までは上昇傾向にあったが、2012年5月を境に緩やかに下降している（【図表Ⅲ-1-15】）。

これらのほか、オフィス市場動向や住宅市場動向、企業収益及び設備投資等の状況についても調査すべきである。

4.2.2 地域要因

地域要因とは、一般的要因の相関結合によって、規模、構成の内容、機能等にわたる各地域の特性を形成し、その地域に属する不動産の価格の形成に全般的な影響を与える要因と定義される。

4.2.2.1 同一需給圏の範囲

同一需給圏とは、一般に対象不動産と代替競争の関係が成立して、その価格の形成について相互に影響を及ぼすような関係にある他の不動産の存する範囲と定義される。

同一需給圏は、対象不動産の種類、性格、規模に応じて地域の範囲が拡大又は縮小する。

例えば、都心の高度商業地域に存する大規模な投資用不動産の場合、同一需給圏は一般に広域的な商業背後地を基礎に成り立つ商業収益に関して代替性の及ぶ地域の範囲となり、広域的に形成される傾向にある。

4.2.2.2 同一需給圏における市場の需給動向、市場参加者の属性及び行動

対象不動産に係る市場の需給動向は、その価格の形成に大きな影響を与える。対象不動産と同用途の新築ビルが近い将来多く供給されることが判明している場合は、対象不動産に関し、供給量の増加と相対的な競争力の低下による賃料の下落や稼働率の低下等のリスクを考慮する必要がある。

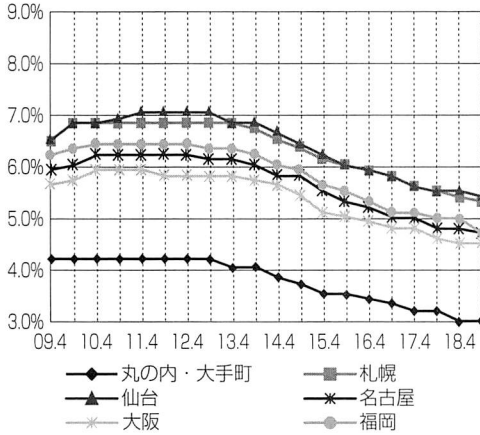
また、同一地域においても用途によって需給のバランスが異なる場合もある。例えば、対象不動産が、都心部に位置するものの、オフィス立地としては衰退傾向にある地域に存する築古のオフィスである場合、現況のままオフィスとして使用継続する、あるいは、建替えて新築オフィスとすることを想定した場合は高い需要は見込めないものの、都心立地の高い利便性を基礎として、マンションへの建て替えを意図した投資家の間では高い需要を見込め、当該投資家への売却を想定した場合の方が高い評価を得られる場合もある。

市場参加者とは、対象不動産に関して売買市場、賃貸市場等でその需給を担う者のことであり、典型的な市場参加者は売り手、買い手、貸し手、借り手等となる。

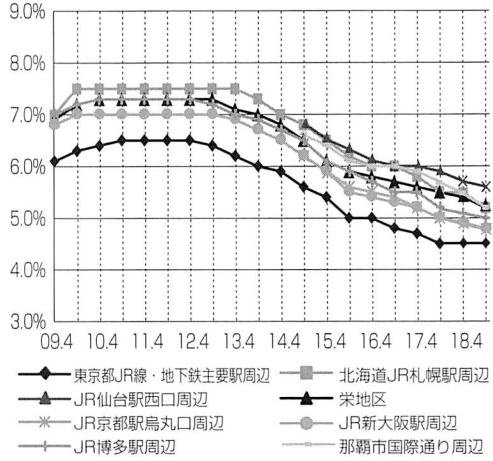
投資用不動産の売買市場においては、市場参加者は、一般に、J-REIT、私募REIT、私募ファンド、生損保等の機関投資家、不動産会社等の法人投資家であり、小規模不動産の

【図表Ⅲ-1-15】 期待利回り・取引利回り

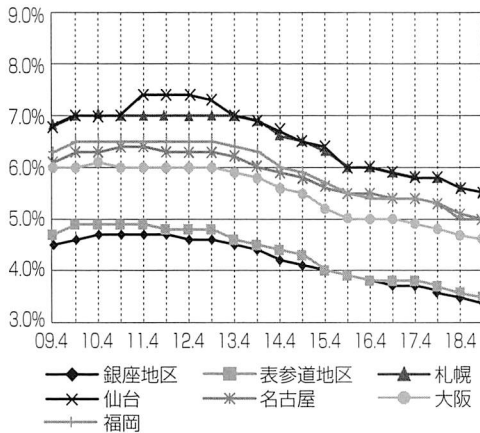
Aクラスビルの取引利回り推移



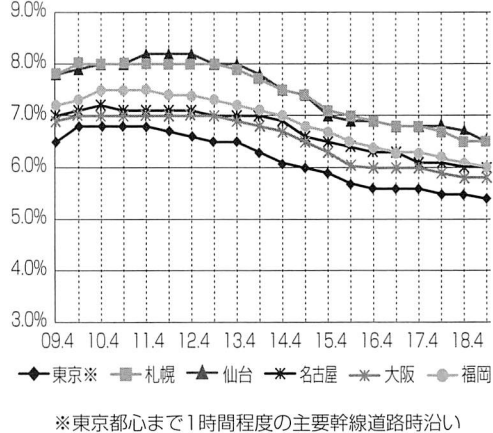
ビジネスホテルの期待利回り推移



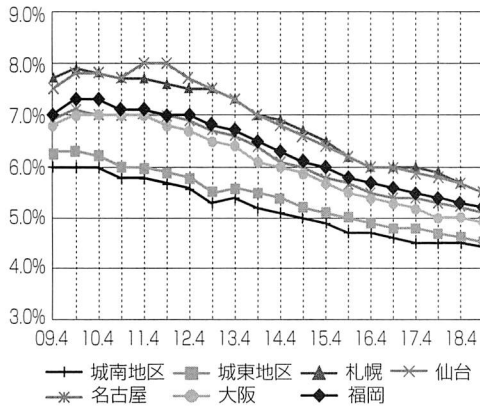
商業店舗 都心型高級専門店の期待利回り推移



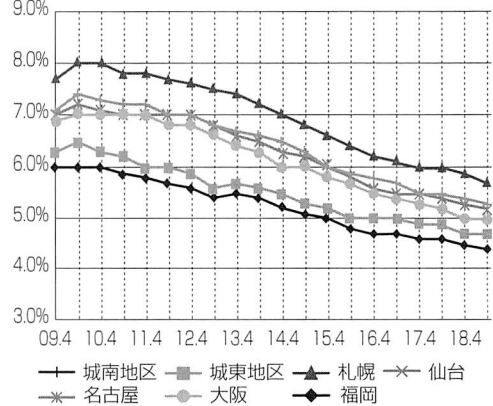
商業店舗 郊外型ショッピングセンターの期待利回り推移※



賃貸住宅 ワンルームの期待利回り推移



賃貸住宅 ファミリー向けの期待利回り推移



一般財団法人日本不動産研究所公表「不動産投資家調査」より

場合は富裕層等の個人投資家が参入する場合もある。

当該投資家等は、賃貸収入を得る目的で不動産を取得することから、一般に収益性を重視して取引を行い、その価格決定においては不動産評価手法のうち、収益還元法による収益価格を重視する。

賃貸市場においては貸し手は一般に所有者であるが、所有者から一括して賃借し、転貸を事業として行うマスターレシーの場合もある。借り手は対象不動産の立地、建物の総賃貸可能面積、基準階賃貸可能面積、グレード、設備水準、階層、用途、賃料水準等によって、業種、会社規模、用途等が異なる。4節「4.1 テナント調査」において述べた通り、借り手の属性によって、賃料負担力、信用力等が異なることから、対象不動産に係る将来の収益性、投資リスクも異なってくる。

4.2.2.3 近隣地域及びその周辺の地域の特性等

東京都港区を例に取り、その特性を以下の通り説明する。

港区の沿革については、昭和22年3月に旧赤坂区・旧麻布区・旧芝区の3区が合併され誕生した。東京都のほぼ南東部に位置し、東は東京港に面し、その北端で中央区に接し、北は千代田区と新宿区に、西は渋谷区、南は品川区、東は江東区にそれぞれ隣接している。区の総面積は約20.34km²（東京23区の約3.27%、23区中12番目の広さ）である。地形は北西一帯の高台地と南東の東京港に面した低地及び芝浦海岸の埋め立て地からなる。高台地は戦前からの高級住宅地となっており、戦後はマンションの建設が進んだ。これに対し、低地部は旧来から商業・業務系の利用が多く見られる。又、湾岸部は以前より倉庫中心とした利用がなされていたが、近年は高層・超高層マンションが増加している。

人口の状態については、平成29年7月1日時点の人口は232,971人（構成 男性：108,497人、女性：124,474人）、となっている（住民基本台帳・日本人のみ）。

世帯数は、昭和60年の91,978世帯をピークに減少に転じたが、平成7年以降増加傾向にあり、平成16年3月には昭和60年のピーク値を上回る92,174世帯に達し、平成29年7月1日時点で129,974世帯（日本人のみ）となっている。外国人登録人口は平成29年7月1日時点で19,362人、港区の総人口の約8%となっている。又、昼間人口は戦後ほぼ一貫して増加しており、平成22年10月1日の国勢調査によると886,173人となっており、23区の中で最も多い。

交通施設の状態については、JR山手線・京浜東北線・東海道本線・東海道新幹線、東京メトロ銀座線・丸ノ内線・千代田線・半蔵門線・南北線・日比谷線、都営地下鉄浅草線・三田線・大江戸線、京急本線、東京モノレール、東京臨海高速鉄道りんかい線等の鉄道路線のほか、海上交通も整備されており交通利便性は格段に高い。尚、JR田町・品川駅間に高輪ゲートウェイ駅の設置計画が進められていて、2020年オリンピック、パラリンピ

ックに合わせた新駅開業と2027年リニア中央新幹線の東京名古屋間開業に合わせて周辺地域と調和した土地利用を図る計画（品川駅周辺地区地区計画及び品川区駅周辺土地区画整理事業）がある。また、品川駅の地下には、「リニア中央新幹線」の始発駅が建設される予定である。品川駅は羽田空港とのアクセスが良いことから、東京と日本の玄関口という交通の拠点として重視されていくものと思われる。高輪ゲートウェイ駅を含めた再開発は平成27年の「東北縦貫線（愛称：上野東京ライン）」開業後にスタートしている。

道路整備の状況について、国道1号（桜田通り）・15号（第一京浜）・246号（青山通り）、外苑東通り・外苑西通り・日比谷通り・六本木通り・臨港道路、首都高速都心環状線など多くの幹線道路が集中している。又、環状第二号線新橋・虎ノ門地区（通称「マッカーサー道路」）の地下道路部分（築地虎ノ門トンネル）・地上部道路部分（愛称：新虎通り）工事が完了し、平成26年3月に供用が開始された。環状第二号線（晴海～汐留）の事業整備と併せ、都心部と臨海部とのアクセスの向上が期待される。

上下水道ガス等の整備の状況について、上水道及び下水道の普及率は100%である。ガスは東京ガス(株)が供給しており、普及率は100%である。

商業施設の状況について、JR新橋・浜松町・田町・品川の各駅周辺、赤坂・青山・六本木の地下鉄駅周辺を中心として商業施設が集積している。新橋・虎ノ門は大小のオフィスビルが高密度に集積している。又、青山・六本木の商業地域はファッション関係の店舗が多く、国内有数の流行発信地としての地位を保持しており、赤坂の商業地域は古くからの歓楽街を形成している。近年はゆりかもめ・りんかい線等による交通利便性の向上に伴い、海岸・芝浦・港南・台場地区等においても商業施設が増えている。

商圏及び顧客の状況について、青山・六本木の商業地域は首都圏全域から来街者を呼ぶ広域的な商圏を有している。その他の駅周辺の商業地域は各駅を利用する通勤・通学者や周辺の居住者を対象とする商圏を有している。昼間人口からも港区内のオフィス人口は膨大で、主要駅周辺の商業地域における平日の売上に貢献している。

将来の動向その他について、これまで港区には平成24年8月に「アークヒルズ仙石山森タワー」、平成25年9月に「アークヒルズサウスタワー」、同年10月に「日土地虎ノ門ビル」、平成26年4月に「西新橋スクエア（旧新日本石油ビル）」、平成26年5月に「虎ノ門ヒルズ」、平成27年2月に「品川シーズンテラス」、平成28年10月に「住友不動産六本木グランドタワー」が竣工しており、中長期的に商業・業務機能のさらなる集積が予想される。

4.2.3 市場動向

上記の同一需給圏及び近隣地域等の状況を踏まえて、以下の通り市場動向を調査、分析する。

-
- ①近隣地域における対象不動産と同種、同等の不動産の市場賃料
 - ②近隣地域における対象不動産と同種、同等の不動産の稼働率（空室率）
 - ③近隣地域における対象不動産と同種、同等の不動産の新規供給量、供給計画等
 - ④テナントの平均的な入居期間、退去時の平均的なダウンタイム（新規テナント入居までの期間）
 - ⑤新規入居時の保証金、権利金等の内容と金額、既存テナントの契約更新時の更新料の有無と金額
 - ⑥フリーレント、レントホリデー等の動向、これらを踏まえた実質的な支払賃料の額等

4.2.4 個別的要因

同一需給圏、近隣地域、市場の動向と個別性を反映して、対象不動産に係る収支の将来予測、投資リスクを判断する。

個別的要因とは、不動産に個別性を生じさせ、その価格を個別的に形成する要因をいうと定義される。

個別的要因を例示すると以下の通りである。

4.2.4.1 土地に関する個別的要因

4.2.4.1.1 住宅地

住宅地の個別的要因の主なものを例示すれば、次のとおりである。

- ①地勢、地質、地盤等
- ②日照、通風及び乾湿
- ③間口、奥行、地積、形状等
- ④高低、角地その他の接面街路との関係
- ⑤接面街路の幅員、構造等の状態
- ⑥接面街路の系統及び連続性
- ⑦交通施設との距離
- ⑧商業施設との接近の程度
- ⑨公共施設、公益的施設等との接近の程度
- ⑩污水处理場等の嫌悪施設等との接近の程度
- ⑪隣接不動産等周囲の状態
- ⑫上下水道、ガス等の供給・処理施設の有無及びその利用の難易
- ⑬情報通信基盤の利用の難易
- ⑭埋蔵文化財及び地下埋設物の有無並びにその状態

- ⑮ 土壤汚染の有無及びその状態
- ⑯ 公法上及び私法上の規制、制約等

4.2.4.1.2 商業地

商業地の個別的要因の主なものを例示すれば、次のとおりである。

- ① 地勢、地質、地盤等
- ② 間口、奥行、地積、形状等
- ③ 高低、角地その他の接面街路との関係
- ④ 接面街路の幅員、構造等の状態
- ⑤ 接面街路の系統及び連続性
- ⑥ 商業地域の中心への接近性
- ⑦ 主要交通機関との接近性
- ⑧ 顧客の流動の状態との適合性
- ⑨ 隣接不動産等周囲の状態
- ⑩ 上下水道、ガス等の供給・処理施設の有無及びその利用の難易
- ⑪ 情報通信基盤の利用の難易
- ⑫ 埋蔵文化財及び地下埋設物の有無並びにその状態
- ⑬ 土壤汚染の有無及びその状態
- ⑭ 公法上及び私法上の規制、制約等

4.2.4.2 建物に関する個別的要因

建物に関する個別的要因の主なものを例示すれば、次のとおりである。

- ① 建築（新築、増改築又は移転）の年次
- ② 面積、高さ、構造、材質等
- ③ 設計、設備等の機能性
- ④ 施工の質と量
- ⑤ 耐震性、耐火性等建物の性能
- ⑥ 維持管理の状態
- ⑦ 有害な物質の使用の有無及びその状態
- ⑧ 建物とその環境との適合の状態
- ⑨ 公法上及び私法上の規制、制約等

4.2.4.3 建物及びその敷地に関する個別的要因

前記4.2.4.1及び4.2.4.2に例示したもののほか、建物及びその敷地に関する個別的要因の主なものを例示すれば、敷地内における建物、駐車場、通路、庭等の配置、建物と敷地の規模の対応関係等建物等と敷地との適応の状態がある。

さらに、賃貸用不動産に関する個別的要因には、賃貸経営管理の良否があり、その主なものを例示すれば、次のとおりである。

- ①賃借人の状況及び賃貸借契約の内容
- ②貸室の稼働状況
- ③躯体・設備・内装等の資産区分及び修繕費用等の負担区分

4.3 収益調査

これまで調査、分析してきた結果を踏まえて、対象不動産が将来生み出すであろうと期待されるキャッシュフローがどの程度となるか判定していくこととなる。

4.3.1 賃貸収入

賃貸収入に関し調査、分析すべき点は以下の通りである。なお、過去の収入に係る各項目の実績はPM会社が発行するマンスリーレポート等に記載されているため、直近1年分だけでなく、可能な限り過去にさかのぼって分析、検討することが望ましい。既存テナントの賃料改定の経緯や、稼働率の推移等を分析することで、個別のテナントの賃料改定の難易、退去予測等将来のキャッシュフローに影響を与えるリスク要因を把握できる。

- ①対象不動産と競合関係にある不動産との競争力の優劣
- ②過去から現在に至る対象不動産の稼働率の推移
- ③過去から現在に至る賃料、共益費、駐車場使用料、その他収入の推移
- ④市場水準と対象不動産を比較した稼働率、賃料収入等のかい離の程度
- ⑤既存テナントに関する現行契約期間満了時の更新又は退去の可能性
- ⑥対象不動産の賃料等が市場水準に一致するまでに要すると想定される期間
- ⑦各テナントとの賃貸借契約に係る特約の有無とその内容

4.3.2 運営支出

運営支出に関し調査、分析すべき点は以下の通りである。なお、収入と同様支出についても可能な限り過去の実績の推移をマンスリーレポート等で確認すべきである。過去の実績の推移を分析し、大きな変動がある項目については所有者等にその理由を確認すべきである。例えば、稼働率と維持管理費、水道光熱費との関係进行分析し、将来の稼働率予測

と当該費用として将来要するであろう費用を予測できるし、過去に行った修繕内容とER記載の要修繕項目を照合して、計画的な修繕計画を立案しているかを分析することも重要である。

- ①維持管理費
- ②水道光熱費
- ③修繕費
- ④専有部分原状回復費用
- ⑤プロパティマネジメントフィー（PMフィー）
- ⑥テナント募集費用
- ⑦公租公課（固定資産税、都市計画税、償却資産税）
- ⑧損害保険料
- ⑨その他費用

なお、多数の不動産を所有しているファンド等の場合、一括してプロパティマネジメントや建物維持管理、保険等に係る契約を締結することで、経費削減を図っているケースがあるため、当該ケースでは対象不動産単独の管理に要する費用を査定する必要がある。

また、同様のケースでファンド維持に関する費用等、対象不動産の維持管理に関係ない費用が計上されている場合は不要とする必要がある。

4.3.3 その他

証券化対象不動産の鑑定評価を行う場合、DCF法の適用が義務付けられており、保有期間中のキャッシュフローを分析する必要がある。そこで、収支の各項目について将来予測を行うと同時に、保有期間満了時の売却価格も予測する必要がある。そこで、将来の市場動向を予測すると同時に、建物が老朽化することを前提とした対象不動産の競争力についても予測する必要がある。

4.4 価格等調査（将来シナリオの検討）

不動産の価格評価については第3章で詳細に説明するため、ここでは説明を省略するが、不動産デューデリジェンスを実施するに当たっては、対象不動産のキャッシュフローと価格に影響を与える要因について様々なシナリオを用意して検討する必要がある。

通常不動産の評価は最適シナリオ（最有効使用）に基づき実施されるが、別途、その価格を上昇させる（アップサイド）要因と下落させる（ダウンサイド）要因について十分に分析、検討したうえで、これに基づく価格査定が行われることが多い。この場合、対象不動産の価格はダウンサイドの価格、適正な価格、アップサイドの価格と一定のレンジで求

められることとなる。

特にダウンサイド要因は不動産投資に係るリスクと認識されるべき要因であるため、特に注意を要する。

オフィスを例に取ったアップサイド要因、ダウンサイド要因の主なものは以下の通りである。

4.4.1 アップサイド要因（オフィスを例として）

- ① オフィス市況の改善による空室率の低下（稼働率上昇）
- ② オフィス市況の改善による市場賃料の上昇
- ③ オフィス市況の改善による利回り水準の低下（改善）
- ④ オフィス立地としての近隣地域の発展性
- ⑤ 建物の管理、運営を見直すことによるキャッシュフローの改善の可能性
- ⑥ 建物のセキュリティ、空調等の設備水準の向上によるバリューアップの可能性
- ⑦ 老朽化建物にリノベーションを実施した場合のバリューアップの可能性
- ⑧ 老朽化建物にコンバージョン（用途変更）を実施した場合のバリューアップの可能性

なお、追加投資によるバリューアップを見込む場合は、これに伴う費用についても十分に検討する必要がある。

4.4.2 ダウンサイド要因（オフィスを例として）

- ① オフィス市況の悪化による空室率の上昇（稼働率低下）
- ② オフィス市況の悪化による市場賃料の下落
- ③ オフィス市況の悪化による利回り水準の上昇（悪化）
- ④ オフィス立地としての近隣地域の衰退
- ⑤ 一棟賃貸等、大規模テナントが退去することが予想される場合の空室率の上昇
- ⑥ 建物の老朽化、設備の陳腐化による将来における競争力の低下
- ⑦ テナントとして反社会的勢力が入居している可能性がある場合
- ⑧ テナントの賃料滞納が発生している可能性がある場合

4.4.3 その他のシナリオ

あるオフィスビルに投資を検討する場合に、どのようなシナリオを検討すべきか、例を用いてシミュレーションを行ってみる。

4.4.3.1 前提条件

- ①立地条件：都心に位置するものの、オフィス立地としては衰退が認められる地域に存する。
最近では古いオフィスがマンションに建て替えられるケースが目立つ。
- ②建物条件：建物は老朽化し、設備水準も標準的なビルと比較して劣る。

4.4.3.2 検討すべきシナリオ

- ①現況通り、オフィスビルとして使用継続することを前提として評価する。
- ②建物のリノベーション等追加投資を行うことによるバリューアップを見込んで評価する。
- ・リノベーションに要する費用
 - ・追加投資に要する費用が想定されるバリューアップに見合うか否か
- ③建物を取り壊し、オフィスとして建替えることを想定して、売却可能な土地価格を評価する。
- ・テナントを円満に退去させるために要する費用
 - ・建物の取り壊しに要する費用
 - ・建物の建替えに要する費用（建築費、借入金金利、近隣補償費、公租公課等各種負担）
 - ・テナント退去、既存建物取り壊し、建物新築、テナントリーシングに要する期間
 - ・新築オフィスの賃料、稼働率、各種経費等の収支
 - ・新旧建物に係るキャップレートの検討
- ④建物を取り壊し、分譲マンション素地としてデベロッパーに売却可能な土地価格を評価する。
- ・テナントを円満に退去させるために要する費用
 - ・建物の取り壊しに要する費用
 - ・建物の建替えに要する費用（建築費、借入金金利、近隣補償費、公租公課等各種負担）
 - ・テナント退去、既存建物取り壊し、建物新築、分譲に要する期間
 - ・分譲されるマンションのタイプ（ファミリー、DINKS、1K等）
 - ・分譲されるマンションの価格の検討
- ⑤建物を取り壊し、賃貸マンションとして建替えることを想定して、売却可能な土地価格を評価する。
- ・テナントを円満に退去させるために要する費用
 - ・建物の取り壊しに要する費用
 - ・建物の建替えに要する費用（建築費、借入金金利、近隣補償費、公租公課等各種負担）

担)

- ・テナント退去、既存建物取り壊し、建物新築、テナントリーシングに要する期間
- ・新築マンションのタイプ（ファミリー、1K等）に応じた賃料、稼働率、各種経費等の収支
- ・旧建物（オフィス）新建物（マンション）に係るキャップレート

4.4.3.3 選択されるべきシナリオと注意点

上記の例で、②のリノベーションを行ったうえで、オフィスとして使用継続することが最適シナリオと判断したと仮定した場合、近隣地域の地域要因を考慮すると、④の分譲マンションへの建替え又は⑤の賃貸マンションへの建替えがアップサイドシナリオとなり得る。但し、成立要件の内、テナントの退去は重要な問題となる。当該ビルを本社として長く入居しているテナント、固定客を多く有する飲食店舗等は退去、移転に難色を示す場合が多く、多額の移転費用を要する場合があるため、注意を要する。

また、近隣地域の地域要因、現建物の競争力を考慮すると①の現況通りオフィスとして使用継続することはダウンサイドシナリオとなり得る。近隣地域は衰退し、建物は競合ビルと比較して競争力が低下し続ける一方で、大規模な改修につきテナントとの調整が困難なこと等が予想される場合は、現況通りの使用方法を継続する他なく、この点をダウンサイドリスクとして十分に認識しておく必要がある。

以上述べてきたように、不動産投資を検討する場合は最適シナリオ、アップサイドシナリオ、ダウンサイドシナリオを慎重に検討する必要がある。

不動産投資市場が過熱しているような状況下では、投資用不動産に対し、多数の需要者が競合する場合があります、当該不動産を取得するためには、投資リスクを十分に検討したうえで、投資可能な価格を慎重に見極める必要があるからである。

第1章 参考資料

事前調査チェックシート①

<都市計画法・建築基準法上の制限>

担当: 調査日: 年 月 日

区域区分	<input type="checkbox"/> 市街化区域		<input type="checkbox"/> 市街化調整区域		<input type="checkbox"/> 非線引区域			
用途地域	建蔽率	容積率	防火/準防火	高度地区	日影規制	斜線制限	絶対高さ	
	%	%	防火・準防火・無	1・2・3		北側・隣地・道路	m	
	%	%	防火・準防火・無	1・2・3		北側・隣地・道路	m	
	%	%	防火・準防火・無	1・2・3		北側・隣地・道路	m	
建蔽率緩和	有	無	実質 %	根拠:				
容積率緩和	有	無	実質 %	根拠:				
外壁後・壁面線の制限	有	無	<input type="checkbox"/> 建築基準法として有 ⇒ <input type="checkbox"/> 隣地境界線 ()m <input type="checkbox"/> 道路境界線より ()m <input type="checkbox"/> 建築基準法54条・46条としては無 ⇒ 地区計画・建築協定による規定 <input type="checkbox"/> 何も無し <input type="checkbox"/> 有り					
敷地面積の最低限度	有	無	<input type="checkbox"/> 建築基準法として有 ⇒ 最低敷地面積: (m ² 以上) <input type="checkbox"/> 建築基準法54条の2としては無 ⇒ 地区計画・建築協定による規定 <input type="checkbox"/> 何も無し <input type="checkbox"/> 有り					
建築協定	有	無	名称: ()					
その他地域・地区等	有	無	地域地区名称	担当部署	担当者	地域地区名称	担当部署	担当者
			<input type="checkbox"/> 風致地区 <input type="checkbox"/> 緑地保全地区 <input type="checkbox"/> 生産緑地地区 <input type="checkbox"/> 第()種中高層住居専用地区 <input type="checkbox"/> 第(1・2)種文教地区 <input type="checkbox"/> 第(1・2)種特別工業地区 <input type="checkbox"/> 美観地区			<input type="checkbox"/> 航空機騒音障害防止地区 <input type="checkbox"/> 航空機騒音障害防止特別地区 <input type="checkbox"/> 駐車場整備地区 <input type="checkbox"/> 高度利用地区 <input type="checkbox"/> 高層住居誘導地区 <input type="checkbox"/> 建築協定地区 <input type="checkbox"/> 地区計画区域		
都市計画施設	有	無	(ア)名称・番号: (代表幅員: m 近隣幅員: m) <input type="checkbox"/> 物件上 <input type="checkbox"/> 前面道路(側道路) <input type="checkbox"/> 近隣()側の約()m付近 (イ)名称・番号: (代表幅員: m 近隣幅員: m) <input type="checkbox"/> 物件上 <input type="checkbox"/> 前面道路(側道路) <input type="checkbox"/> 近隣()側の約()m付近 <input type="checkbox"/> 公有地拡大推進法の届出⇒ <input type="checkbox"/> 要(土地 m ² 以上のため) <input type="checkbox"/> 不要 (事業決定されている場合は都市計画法第67条申請となる) <input type="checkbox"/> 計画決定段階 告示年月日:(年 月 日) 事業決定予定:(未定 ・ 年 月頃) 平成 年度までの事業計画予定 (無 ・ 有) ※拡幅部分には都市計画法第53条・54条により建築制限がかかる。 <input type="checkbox"/> 事業決定段階 } 告示年月日:(年 月 日) <input type="checkbox"/> 事業中 } 事業決定予定:(未定 ・ 年 月頃) ※拡幅部分には、都市計画法65条により建築制限ならびに、67条により売買制限がかかる。 <input type="checkbox"/> 完了					
			ヒアリングチェック		担当部署	担当者		
道路法による道路計画	有	無	<input type="checkbox"/> 計画決定段階 告示年月日:(年 月 日) <input type="checkbox"/> 事業決定段階 事業決定予定:(未定 ・ 年 月頃) <input type="checkbox"/> 事業中					
<補足説明>								

事前調査チェックシート②

<その他の法令制限>

担当:

調査日: 年 月 日

文化財保護法	有 無	<input type="checkbox"/> 包蔵地内につき原則どおり、基礎工事60日前に同法の届出が必要		ヒアリングチェック		
		<input type="checkbox"/> 包蔵地内だが、すでに遺跡破壊・試掘調査済みにつき、既存建物と同規模の建築・基礎工事であれば、届出不要		担当部署	担当者	
遺跡	近隣側	<input type="checkbox"/> 包蔵地外だが隣接地のため、工事前に事前相談				
		<input type="checkbox"/> 包蔵地に隣接しているが、届出・事前相談は不要				
宅地造成等規制法	区域外 区域内	許可: <input type="checkbox"/> 無 <input type="checkbox"/> 有 (年 月 日 第 号) <input type="checkbox"/> 不明		担当部署	担当者	
		検査済: <input type="checkbox"/> 無 <input type="checkbox"/> 有 (年 月 日 第 号) <input type="checkbox"/> 不明				
		※宅地造成法の対象となる工事を行う場合、知事の許可が必要				
		造成宅地防災区域内		造成宅地防災区域外		
土地区画整理法	土地区画整理事業		計画 <input type="checkbox"/> 有 <input type="checkbox"/> 無 <input type="checkbox"/> 施行中	名称	担当部署	担当者
	換地(予定)期日		仮換地指定 <input type="checkbox"/> 未 <input type="checkbox"/> 済 (年 月 日)	換地処分の公告 (年 月 日)		
	精算金		<input type="checkbox"/> 確定 <input type="checkbox"/> 未定 ()			
浸水被害について	<input type="checkbox"/> 浸水想定区域内		<input type="checkbox"/> 浸水歴あり 年 月 頃		担当部署	担当者
	<input type="checkbox"/> 浸水想定区域外		ハザードマップ、火山・地震・津波防災マップ有無	<input type="checkbox"/> 有 <input type="checkbox"/> 無		
土砂災害防止対策推進法	<input type="checkbox"/> 土砂災害警戒区域内		<input type="checkbox"/> 土砂災害特別警戒区域内		担当部署	担当者
	<input type="checkbox"/> 土砂災害警戒区域外		<input type="checkbox"/> 土砂災害特別警戒区域外			
その他の法令制限	有 無	<input type="checkbox"/> 古都保存法	<input type="checkbox"/> 沿道整備法	<input type="checkbox"/> 都市公園法	担当部署	担当者
		<input type="checkbox"/> 都市緑地保全法	<input type="checkbox"/> 集落地域整備法	<input type="checkbox"/> 土壤汚染対策法		
		<input type="checkbox"/> 特定空港周辺特別措置法	<input type="checkbox"/> 港湾法			
		<input type="checkbox"/> 航空法	<input type="checkbox"/> 住宅地区改良法			
		<input type="checkbox"/> 全国新幹線鉄道整備法	<input type="checkbox"/> 土地収用法			
		<input type="checkbox"/> 新都市基盤整備法	<input type="checkbox"/> 国土利用計画法			
		<input type="checkbox"/> 旧市街地改造法	<input type="checkbox"/> 公有地拡大推進法			
		<input type="checkbox"/> 流通業務市街地整備法	<input type="checkbox"/> 農地法			
		<input type="checkbox"/> 都市再開発法	<input type="checkbox"/> 自然公園法			
		<input type="checkbox"/> 河川法	<input type="checkbox"/> 海岸法			
		<input type="checkbox"/> 砂防法	<input type="checkbox"/> 地すべり等防止法			
		<input type="checkbox"/> 急傾斜地法	<input type="checkbox"/> 森林法			
		<input type="checkbox"/> 生産緑地法	<input type="checkbox"/> 津波防災地域づくりに関する法律			
		<input type="checkbox"/> 景観法	<input type="checkbox"/> 東日本大震災復興特別区域法			
		<input type="checkbox"/> 道路法(前ページで確認)	<input type="checkbox"/> 首都圏近郊緑地保全法			
		<input type="checkbox"/> 被災市街地復興特別措置法	<input type="checkbox"/> 特定都市河川浸水被害対策法			
		<input type="checkbox"/> 廃棄物の処理及び清掃に関する法律	<input type="checkbox"/> 都市再生特別措置法(行政及び所有者)			
<input type="checkbox"/> 大都市地域における住宅及び住宅地の供給に関する特別措置法						
<input type="checkbox"/> 首都圏の近郊整備地帯及び都市開発区域の整備に関する法律						
<input type="checkbox"/> 近畿圏の近郊整備地帯及び都市開発区域の整備に関する法律						
<input type="checkbox"/> 地方拠点都市地域の整備及び産業業務施設の再配置の促進に関する法律						
<input type="checkbox"/> 密集市街地における防災街区の整備の促進に関する法律						
<input type="checkbox"/> 高齢者、障害者の移動等の円滑化の促進に関する法律						
<詳細><制限内容>		※上記以外にも電波伝搬障害についても調査のこと。地域に該当する場合は制限概要も確認のこと。				