

<第五回 SATOU フォーラム 講演記録>

講演 2

「バリューアッド型不動産投資事業 不動産マーケットについて」

東京建物 情報開発部
中町純一氏

■ バリューアッド型事業

バリューアッド型投資事業について、自分がこれまで手掛けてきた事例などをベースに話をしていく。まず、バリューアッド型事業とは何か。バリューとは「価値」、アッドとは「加える」の意味だ。旧耐震や性能劣化、空室といった何らかの支障や課題を抱えた案件について、その課題を解決し、付加価値を加えてリート（上場・私募）が購入できるようにすること。つまり、証券化に耐えうる不動産となるよう付加価値や遵法性の回復作業を加えてマーケットに戻す事業だ。ただ、リートへの売却対象から外れるような小ぶりの案件もあるので、個人的には、金融機関の融資がつく状態に仕上げ、市場に戻す事業だと理解している。

バリューアッド事業の類型は、大きく分けると、①＝付加価値型、②＝課題解決型、③＝①②の組み合わせ、になるだろう。

①付加価値型とは、例えば、旧耐震基準の建物で耐震性が不十分な場合、耐震改修を実施して機能向上を図ること。また、今のマーケットに合わせて用途変更（コンバージョン）することも。オフィスを店舗やホテル、住宅に変更することもあれば、住宅を他用途に変えることもある。それから寮や社宅を賃貸住宅やシニア住宅に変えるケースも考えられる。その他、共用部や設備のリノベーションによって価値をつける方法もある。賃料改定時や新規募集時の賃料上昇を狙って、エントランスホールやトイレ洗面・給湯室といった各階の共用部やエレベーターを改修する。それから賃料改定や経費削減（例・LEDへの切り替えで電気料金削減）によって NOI を向上させるという価値の付け方もある。

続いて②＝課題解決型とはどのようなものがあるのか。一つは違法または手続き違反となっている部分を改善すること。中でも結構多いのが違法増築によ

る容積超過。実際に容積対象外の駐車場をテナント店舗として使用していたケースでは、テナント移転を実施し、申請時の用途に戻して遵法性を回復した。

建築確認手続きの不備や未完了だったケースでは、非破壊検査で建物性能を調査し、指定検査機関から適合証明を取得した。また、建築確認時の土地面積が確保できていないため容積超過となってしまうケースでは、実際にほんの1㎡足りなかったため、隣の地主と交渉し、不足分の土地を買収してその問題をクリアした経験がある。解決まで数年かかった。また、事業化するため立ち退きが必要なケースもある。例えば、入居者が数戸のみとなっている老朽賃貸マンションを事業用地として更地化する案件では、弁護士とチームを組み、立ち退き交渉を行ったり、普通借家契約を順次、定期借家契約にしていくことも有効。それにより、年数はかかるが将来の事業用地（更地）への布石となる。「ブリリア東小金井」は、その好例だ。

■ 昨今の不動産マーケット

昨今感じている不動産マーケットについて。まず、商業用不動産について見ると、リートが投資対象とするような物件は依然として取得競争が激しく、価格は上昇傾向にある。それも賃料の将来上昇を見込んで上げるという、もはや最終段階というべきところに入っている。特にまとまったオフィス開発用地は希少性があるためか、強気のプレーヤーが多い。

海外投資家の東京エリアへの投資意欲には変化はない。ただ、この1年間、市場を牽引していた韓国勢は、先般の「ホワイト国指定除外」となった日以降は投資姿勢を事実上ストップ。取引のキャンセルが相当出ている模様だ。ソブリンファンド（政府系ファンド）のような世界中で投資を行っている投資家から見ると、東京は外せない不動産投資先となっている。まだ賃料上昇余地があり、幅と厚みのある都市であると判断されている。我々が思っている以上に強気のプレーヤーが多い。後退期にあるニューヨークからは資金を引き上げ、東京に投資したいという声も聞く。こうした投資家が今注目している都市は、東京のほか、ベルリンとパリだ。

また、GP I Fや、ゆうちょ銀行、日本郵政といったいわゆるビッグホエール投資家（多額の投資資金を持つ投資家）が不動産市場に参入し、底堅さを感じる。加えて鉄道会社や新聞社などが、将来の人口減による本業不振を補完するために、不動産を購入する傾向も見られる。長期にわたって保有する前提で、

独自基準のもとで購入しているようだ。

商業用不動産の用途の1つであるホテルの動向について（三大都市圏）。ホテル投資の過熱状況は一服した印象だ。京都や大阪では供給過剰でだぶつきが出ている。東京圏は需要吸収余地が大きいものの、新規オペレーターの出店が一巡したこともあり、立地選定も慎重で、賃料も強気の設定ではなくなってきている。物流施設は、投資家の間でコア資産として共有化されてきている。eコマースによる需要増加、そして既存設備の老朽化による新設ニーズも顕在化しており、物流不動産市場への投資余地はかなりあると思われる。ただ、立地については厳選化される傾向にある。高速道路の結節点のような立地が人気だ。取引価格は路線価の6倍前後。従来は考えられなかったような土地価格で取引されている。

続いて住宅用不動産マーケットについて。昨今の「かぼちやの馬車」「TATERU」の問題や「フラット35の不正利用」など、サラリーマン投資家をターゲットとしたマーケットは事実上、消滅した印象だ。それが影響しているのだろうが、全般的に金融機関は不動産融資に対して引き締めモードとなっている。そのため、1億円未満の木造アパートは売却が難しく、価格は下落している。一方でRC造の3億円以上の物件は、個人の資産管理会社などの所得税対策、相続税対策ニーズがあり、底堅い。RC造は意外に売れており、金融機関も融資している。機関投資家向けの1棟賃貸マンションは、商業用不動産と同じく依然として好調。

戸建住宅市場は、エリアによって濃淡はあるものの、概ね順調な需給バランスとなっている模様だ。分譲マンション市場は、立地や駅距離、価格によって売却の好不調の色分けがはっきりしている状況だ。概ね山手線の内側と東側は好調な推移を見せている物件が多い。一方、山手線外側は、駅前再開発、供給がしばらくなかったエリアなど、特徴のある案件以外は苦戦が目立つ。可処分所得が増えていないので、特に郊外型についてはディベロッパーも強気になれない。

一方都心エリアでは、パワーカップルが6000万～7000万円台のマンションを購入しており、利便性が高い立地は販売好調。全般的には供給を絞っている。8月は注目物件の「ハルミフラッグ」の販売が始まり、首都圏の分譲マンションの平均契約率は70%台に回復したが、「ハルミフラッグ」を除くと60%を切る水準であり、好調とはいえないのが今の市場だ。大手ディベロッ

パーだけでなく中堅も用地仕入れは厳選している。

五輪の選手村となる「ハルミフラッグ」は分譲の全4145戸のうち、第1期1次として約600戸が売り出され、申し込みベースで94%が決まった。最高倍率は71倍、平均で2.57倍。今回は広めの住戸が多く、購入者は投資ではなく実需（一次取得者）が多かった。価格（坪単価）は300万円台で出している。200万円台半ばの値付けという話もあったが、今回は良い住戸が多かった。今後は下がる可能性が十分ある。

五輪後は全てスケルトンにして内装をやり直して分譲する予定だが、環境問題もあり再利用できないかという話も出ており、そこをどうするかは課題として今挙がっている。構造など基本スペックは高い物件なので、今後も順調に売れると思う。

《質問コーナー》

- Q. ソブリンファンドなどは、投資資金はあるが投資物件がない状況のようだが、今後どうなるのか。
- A. 例えばノルウェーの年金基金は世界中で投資しており、減らさずに安定的に増やす方針であるため、彼らから見ると東京は安定しているので投資したいようだ。まだ最後が踏み込めず買えていない模様。また、今は低金利で資金調達できているが長期に考えた場合、金利変動は注視する必要がある。変動があると大きなクラッシュが起きる可能性はある。
- Q. 明け渡しの調停はスムーズにいくものか。
- A. 今回紹介したケースはずいぶん前のもので、明け渡し費用として70カ月分を支払って退去してもらった。今は、住宅やオフィスに関しては調停事例や訴訟事例がかなり積まれてきたので、相場が決まっている。そのため各ディベロッパーとも自信を持って、そういった（立ち退きが必要な）物件も買いに行っている。