

## 論文要旨

### 1. 研究の目的及び動機

#### (1) 研究の目的

本稿は、先行研究の考察を踏まえ、J-REIT に上場している投資法人の有価証券届出書等の開示データに分析、検討を試み、その考察過程及び検討結果を明らかにすることにより、オフィスビルのエリア別標準利回り及び個別の利回りに影響を与える要因についての一つの判断材料を提供することを目的としている。

#### (2) 研究の動機

近年、我が国において、民間企業により様々な不動産投資インデックスの開発が行われている。また、国土交通省（旧国土庁）及び財団法人日本不動産研究所による不動産投資家に対するアンケート調査の結果や社団法人東京都不動産鑑定士協会等による利回りに関する論文が公表され、徐々にではあるが収益還元法を精緻化するための情報が開示されつつある。しかし、我が国の不動産投資インデックスに関しては、評価上活用できるデータが我々一般にはあまり公表されていないこと、及び国内及び海外の機関投資家等に厳しい評価がなされているのが現状である。

このような我が国の不動産投資インデックスに対する厳しい評価は、収集可能なデータが不足している現状で、積算ベースの価格とそれに対応する純収益から利回りを求めている点に集約される。

近年の収益物件の取引においては、積算価格は参考程度に留め、収益価格を標準に売買が成立しており、このような状況から、積算ベースの価格とそれに対応する純収益から求めた利回りは、収益性を検討するベンチマークとなり得ていないのが現状である。

このように適正な利回りを求めるための情報が不足している現状において、収益性を検討する指標として活用できる実証的で精度の高いデータはないか、またそのようなデータがあれば、それを統一的な視点で分析、検討すればどのような結果が得られるのか、このような素朴な気持ちが本稿の執筆の動機である。

### 2. 採用するデータ及び考察内容

#### (1) 採用するデータ

本稿では、J-REIT に上場している投資法人の有価証券届出書等の開示データが、現在我々が収集可能な利回りに関する情報として最も実証的で精度の高いデータと考え、これを採用することにした。

## (2) 考察内容

本稿においては、先行研究を踏まえ、次のような点を考察する。

J-REIT に上場している投資法人が取得した、個々の物件のネットの取引利回り

前記 に対応する鑑定評価において採用された還元利回り

不動産投資家に対するアンケート調査による補正率

前記 、 の利回りを、前記 の調査結果をもとに標準化補正した利回り

不動産投資家に対するアンケート調査による期待キャップレート

前記 、 、 の利回り、前記 の利回りとの関係

前記 の検討結果を受けて、前記 、 の利回りに不動産投資家の求めるリスクプレミアムが反映されているか

## 3. 論文構成

第 1 章では、利回り及び個別の利回りに影響を与える要因について考察する。第 1 節では、「利回りの意義とその種類」を取り上げ、利回りの基礎的な概念について考察する。第 2 節では、「利回りの求め方」を取り上げ、我が国の不動産鑑定評価基準における利回りの求め方について考察する。第 3 節では、「個別の利回りに影響を与える要因」を取り上げ、基準の利回りの記述を参考に、地域性、用途、それ以外の個別的要因という 3 区分に分類し、それぞれの項目について詳細に考察する。

第 2 章では、我が国の先行研究を中心に考察する。第 1 節では、「利回りに関する公表資料」を取り上げ、我が国における不動産投資インデックスの概要について考察する。第 2 節では、「国土交通省の投資用不動産の収益価格調査」を取り上げ、その調査結果を明らかにするとともに、各項目のリスクの平均値を参考までに算出してみる。第 3 節では、「財団法人日本不動産研究所の不動産投資家調査」を取り上げ、過去 7 回の調査結果を一覧にまとめるとともに、各項目の補正率及び全体の傾向等についても考察する。

第 3 章では、J-REIT に上場している投資法人の有価証券届出書等の開示データ及び第 2 章のアンケート調査の結果を活用し、オフィスビルのエリア別標準利回り及び個々の利回りに影響を与える要因について考察する。第 1 節では、「実証研究のねらいと分析方法」として、本研究の目的及びその分析方法の概要について明らかにする。第 2 節では、「考察」として、各地域の標準的なオフィスモデルとアンケート調査を活用した各地域の補正率表を作成し、それをもとに J-REIT に上場している投資法人が取得した個々の物件のネットの取引利回りや鑑定評価において採用された還元利回りを標準化補正する。第 3 節では、「検討結果」として、標準化補正した利回りと投資家の期待キャップレートとの関係、取引利回り等に投資家の求めるリスクプレミアムが反映されているかを考察する。

終章では、第 3 章までの検討結果をもとに、考察過程で明らかになったこと及び今後の課題について論ずるものとする。

#### 4. 検討結果

以上の考察により、鑑定評価で採用された還元利回りや取引利回りを不動産投資家のアンケートをベースとした補正率表で標準化補正することにより、不動産投資家の期待キャップレートとかけ離れていくことが明らかになった。すなわち、このことはJ-REITの物件取得及び鑑定評価において、物件の個別的なリスクを不動産投資家調査ほど勘案していない可能性が高いことを意味する。しかし、この検討結果には前提条件もあり、必ずしも断定できる性格のものではないのは明らかである。

しかし、この考察過程をご覧頂ければ、筆者と同じような判断を下す不動産鑑定士及び不動産投資家の数は少なくないと考えられる。したがって、本稿の意義は、この検討結果にあるのではなく、この考察過程及び検討結果を明らかにすることにより、オフィスビルのエリア別標準利回り及び個別の利回りに影響を与える要因についての一つの判断材料を提供することにあると考えている。

#### 5. 今後の課題

今後の課題としてまず挙げられるのが、J-REITの投資法人の公開するデータである。現状でも、かなり詳細なデータが公開されているが、一部の投資法人ではまだ、還元利回り等のデータが公開されていない。これからは、全ての投資法人で、還元利回り等のデータに加え、建築年、建物の延床面積、ワンフロア当たりの賃貸床面積、テナント数、所有形態、最寄駅までの距離等の標準化補正に必要な項目を公開して頂ければ、今後統計的手法で、利回りに関するインデックスを作成するのに役立つはずである。

しかし、別表 4-1 のように地域性については少し説明できる結果となったが、利回りと個別の利回りに影響を与える要因については説明できるものが少なく、また、その相関については決して高いと言えないため、現状でJ-REITの投資法人が公開しているデータを活用し、統計分析により精度の高い利回りに関するインデックスを作成するのは困難と考える。

したがって、今後、不動産鑑定士同士及び不動産鑑定士と不動産投資家の間に、利回り及び個別の利回りに影響を与える要因について、認識の歩み寄りが必要であり、このことが最も本質的な課題と言えるのではないだろうか。そして、これらの課題が解決された時に初めて、精度が高く実証的な利回りに関するインデックスが作成されるのではないだろうか。

## 目 次

序 章 はじめに	1
第 1 章 利回り及び個別の利回りに影響を与える要因	2
第 1 節 利回りの意義とその種類	3
第 2 節 利回りの求め方	4
第 3 節 個別の利回りに影響を与える要因	4
第 2 章 先行研究	11
第 1 節 利回りに関する公表資料	11
第 2 節 国土交通省の投資用不動産の収益価格調査	13
第 3 節 財団法人日本不動産研究所の不動産投資家調査	16
第 3 章 実証研究	19
第 1 節 実証研究のねらいと分析方法	19
第 2 節 考察	20
第 3 節 検討結果	22
終 章 おわりに	25
別表	1～37
サンプルデータの凡例及び補足事項	1～2
サンプルデータ	1～2
参考文献等	1～2

## 序 章 はじめに

本稿は、先行研究の考察を踏まえ、J-REIT に上場している投資法人の有価証券届出書等の開示データに分析、検討を試み、その考察過程及び検討結果を明らかにすることにより、オフィスビルのエリア別標準利回り及び個別の利回りに影響を与える要因についての一つの判断材料を提供することを目的としている。なお、本稿で分析、検討の対象とする利回りは、償却前・税引前の単年度純収益に対応する還元利回りとする。

近年、我が国において、民間企業により様々な不動産投資インデックスの開発が行われている。また、国土交通省（旧国土庁）及び財団法人日本不動産研究所による不動産投資家に対するアンケート調査の結果や社団法人東京都不動産鑑定士協会等による利回りに関する論文が公表され、徐々にではあるが収益還元法を精緻化するための情報が開示されつつある。しかし、我が国の不動産投資インデックスに関しては、評価上活用できるデータが我々一般にはあまり公表されていないこと、及び国内や海外の機関投資家等に厳しい評価がなされているのが現状である。

例えば、松村によると「現在、日本における不動産投資インデックス作成のベースになっているデータは実際の取引ではありません。利回り算出に必要な賃料データが募集ベースの賃料であったり、不動産の評価額にしても、いわゆる公示価格や路線価格といわれているもので、現実に取引された価格ではありません。しかもこれは土地のみの価格ですから、不動産としての評価額はこれに建物の価格も含まれなければなりません。利回りの計算式に当てはめている数値が、別の目的で公表されたものであるにもかかわらず、そうした情報を懸命に集めてアメリカ流のインデックスを作ろうとしているわけです。そのトライアル自体はすばらしいのですが、結局必要とされるデータがないのです。数社がインデックス作成にチャレンジしていますが、どこもベースとなるデータは同じです<sup>1</sup>」とわが国における不動産投資インデックスに対して厳しい評価がなされている。

このような我が国の不動産投資インデックスに対する厳しい評価は、収集可能なデータが不足している現状で、積算ベースの価格とそれに対応する純収益から利回りを求めている点に集約される<sup>2</sup>。

近年の収益物件の取引においては、積算価格は参考程度に留め、収益価格を標準に売買が成立しており、このような状況から、積算ベースの価格とそれに対応する純収益から求めた利回りは、収益性を検討するベンチマークとなり得ていないのが現状である<sup>3</sup>。

---

<sup>1</sup> 「プロパ0012」p.38、ニッセイ基礎研究所 不動産投資分析チーム 主任研究員 松村 徹（敬称略、以下同様）

<sup>2</sup> このようなわが国における不動産投資インデックスと筆者が検討を試みようとするオフィスビルのエリア別標準利回りはその作成の目的は異なるが、利回りに関する指標として実証的なデータが求められている点では同一である。

<sup>3</sup> わが国における不動産投資インデックスは、収益性を検討するとき活用しにくい点はあるが、筆者は、時系列的に

このように適正な利回りを求めるための情報が不足している現状において、収益性を検討する指標として活用できる実証的で精度の高いデータはないか、またそのようなデータがあれば、それを統一的な視点で分析、検討すればどのような結果が得られるのか、このような素朴な気持ちが本稿の執筆の動機である。

そこで、本稿では、J-REIT に上場している投資法人の有価証券届出書等の開示データが、現在我々が収集可能な利回りに関する情報として最も実証的で精度の高いデータと考え、これを採用することにした。

そして、本稿においては、先行研究を踏まえ、次のような点を考察する。

J-REIT に上場している投資法人が取得した、個々の物件のネットの取引利回り<sup>4</sup>

前記 に対応する鑑定評価において採用された還元利回り

不動産投資家に対するアンケート調査による補正率

前記 、 の利回りを、前記 の調査結果をもとに標準化補正した利回り<sup>5</sup>

不動産投資家に対するアンケート調査による期待キャップレート

前記 、 、 の利回りと、前記 の利回りとの関係

前記 の検討結果を受けて、前記 、 の利回りに不動産投資家の求めるリスクプレミアムが反映されているか<sup>6</sup>

## 第 1 章 利回り及び個別の利回りに影響を与える要因

第 1 章では、利回りの基礎的な概念等を考察する。なお、利回りの意義とその種類及び利回りの求め方については、本稿の目的が、利回りの実証的な考察にあることから、必要最小限の記述に留める<sup>7</sup>。ただし、個別の利回りに影響を与える要因については、第 2 章以降の内容に関連性が高いため、より詳細な記述を試みる。

---

分析出来る点、同一尺度で比較出来る点で優れた点を有していると考えている。

<sup>4</sup> ネットの取引利回り = 単年度純収益 / J-REIT に上場している投資法人の取得価格

<sup>5</sup> 個々の利回りに内在する個別性を、統一的な基準で補正しないと、個々の利回りの違いから地域間の格差を把握できないと考え、補正を試みる。

<sup>6</sup> 地域性、用途に関するリスクは除き、築年数、建物の規模、ワンフロア当たりの床面積、新耐震基準、所有形態等

<sup>7</sup> 必要最小限の記述に留めるもう一つの理由は、他の文献「奥田 99」pp.127-162 等に詳細な記述があるため。

## 第1節 利回りの意義とその種類

### 1. 利回りの意義

不動産の利回りは、不動産の収益性を表すもので、その目的、構成要素、適用する収益還元的手法等により様々な分類ができるが、我が国の不動産鑑定評価基準（以下、基準）において、還元利回り、割引率の二つの利回りが規定されている。

「還元利回りは、直接還元法の収益価格及びDCF法の復帰価格の算定において、一定の純収益から対象不動産の価格を直接求める際に使用される率であり、将来の収益に影響を与える要因の変動予測と予測に伴う不確実性を含むものである。

割引率は、DCF法において、ある将来時点の収益を現在時点の価値に割り戻す際に使用される率であり、還元利回りに含まれる変動予測と予測に伴う不確実性のうち、収益見通しにおいて考慮された連続する複数の期間に発生する純収益や復帰価格の変動予測に係るものを除くものである。<sup>8</sup>」

このように還元利回りに、収益の変動予測を反映させているのは、DCF法が投資期間の年度毎に収益を変化させることができ、割引率に収益の変動予測を反映させる必要がないのに対し、還元利回りは単年度の純収益を単一の利回りで資本還元するため、収益の変動予測を何らかの形で反映させる必要があるためである。ただし、収益の変動予測を反映させた標準化純収益採用する場合、将来の収益に影響を与える要因の変動予測を利回りに反映させると、純収益の変動を二重に反映させることになるので注意が必要である。

### 2. 利回りの種類

「米国における利回り例<sup>9</sup>」

総合還元利回り、資産（総合）収益率、土地還元利回り、土地収益率、建物還元利回り、建物収益率、借入金還元利回り、借入金収益率、自己資本還元利回り、自己資本収益率、賃貸還元利回り、賃貸収益率、賃借権還元利回り、賃借権収益率、サンドウィッチ還元利回り、サンドウィッチ収益率、転借権還元利回り、転借権収益率、インカム収益率、復帰収益率、転売時還元利回り・復帰還元利回り

なお、本論分で主な分析対象にしているのが、上記「総合還元利回り」である。

総合還元利回り（OVERALL CAPITALIZATION RATE）は、単年度純収益と資産価値（価格）との関係を表すものであって、全不動産に対する収益の利回りを指し、単年度純収益から全資産の価値を求めるために使われる<sup>10</sup>。

---

<sup>8</sup> 「基準 02」 p.28

純収益の変動と元本価値の変動が、同一という前提なら、「還元利回り = 割引率 - 純収益の変動率」が成り立つ。

<sup>9</sup> 「奥田 01」 p.6、英語表記部分は省略した。

<sup>10</sup> 「奥田 99」 p.127、「単年度純収入」を「単年度純収益」と変更した。

また、「価値」は評価として求めるもの、「価格」は取引で成立するものである点に留意「奥田 99」 p.118

## 第2節 利回りの求め方

基準において、還元利回り及び割引率の求め方について次のような記述がある<sup>11</sup>。

### 1. 還元利回りを求める方法

類似の不動産の取引事例との比較から求める方法

借入金と自己資金に係る還元利回りから求める方法

土地と建物に係る還元利回りから求める方法

割引率との関係から求める方法

### 2. 割引率を求める方法

類似の不動産の取引事例との比較から求める方法

借入金と自己資金に係る割引率から求める方法

金融資産の利回りに不動産の個別性を加味して求める方法

この方法は、対象不動産と類似の不動産の取引事例から求められる利回りをもとに、取引時点及び取引事情並びに地域要因及び個別的要因の違いに応じた補正を行うことにより求めるものである<sup>12</sup>。

なお、基準において、利回りを求める際の留意点について、次のような記述がある。

還元利回り及び割引率は、共に比較可能な他の資産の収益性や金融市場における運用利回りと密接な関連があるので、その動向に留意しなければならない。

さらに、還元利回り及び割引率は、地方別、用途的地域別、品等別等によって異なる傾向を持つため、対象不動産に係る地域要因及び個別的要因の分析を踏まえつつ適切に求めることが必要である<sup>13</sup>。

すなわち、利回りはその不動産の所在する地域によって異なり、住居系用途か、商業系用途か、建物のグレードはどうか等によって異なる傾向を持つため、それを利回りに適切に反映させることが必要である。

## 第3節 個別の利回りに影響を与える要因

個別の利回りに影響を与える要因について、様々な分類ができるが、基準の利回りの記述を参考に、地域性、用途、それ以外の個別的要因という区分けで考察していく。

### 1. 地域性

不動産の価格水準は、その地域ごとに異なる。しかし、個々の利回りがその地域ごとに異なることとは合い入れない。なぜなら、その地域の品等、最寄駅への接近性等の要因は、

---

<sup>11</sup> 「基準 02」 pp.28-29

<sup>12</sup> 「基準 02」 p.28

<sup>13</sup> 「基準 02」 p.28



すでに賃料水準に織り込まれており、それを利回りに反映させる場合、その要因を二重に反映させることになるからである。

したがって、不動産の地域性を利回りに反映させる合理的な根拠が必要となる。そして、その根拠は、「地域ごとのリスクプレミアムの相違」として捉えられるであろう。よく、外資系の機関投資家が「地方リスク」と話しているのを耳にしたことがあるが、このことがそれに当てはまると考えられる。

そして、このような地域ごとのリスクプレミアムの相違の具体例として、次のようなものが挙げられる<sup>14</sup>。

大都市圏か地方都市か

都心部か交通ターミナルの周辺か、あるいは郊外のロードサイドか

交通網の状態や交通機関へのアクセス状況はどうか<sup>15</sup>

地域や地区としての集積度（オフィス街や商業地としての集積度）はどうか  
不動産開発や再開発の計画があるかどうか（あるいはその可能性があるかどうかを含む）

交通網の整備計画があるかどうか（不動産開発や再開発に伴って行われるものを含む）

上記、は、ゾーンの分類であり、は立地、性質の分類であり、は地域の発展性に関する分類である<sup>16</sup>。そして、このような地域性の違いによって、その地域ごとのリスクプレミアムが異なってくるのである。

上記「大都市圏か地方都市か」に関して、その具体的理由として地方のオフィスは、東京のオフィスと比較して以下のリスク要因があるとされている<sup>17</sup>。

高い空室率<sup>18</sup>

小さい賃貸マーケット規模

低い賃貸マーケット成長性

小さい売買マーケット規模（低い流動性）

---

<sup>14</sup> 「三國 01」 pp.137-138、「BELCA 01」 p.182 も参考になる。

<sup>15</sup> オフィスピルの選好基準の近、新、大の「近」に該当する。

<sup>16</sup> は、立地、性質の分類に区分けすることも考えられる。

<sup>17</sup> 「プライム HP」

日本プライムリアルティ投資法人のホームページで、「地方オフィス投資のリスク」の質問に対して、東京のオフィスと比較して以下のリスク要因があることを認識していると回答している。

<sup>18</sup> 「高い空室率」が「高リスク」につながるという点は、検討の余地があると考えられる。なぜなら、「高い空室率」は、純収益の減少要因として既に織り込まれているため、高いこと自体がはたして高リスクと言えるのであろうか。例えば、現在 10% の空室率で、将来的に現状維持の物件と、現在 5% の空室率で、将来的に悪化する見込みの物件では、後者のほうがリスクは高いと考えられるからである。

## 2. 用途

用途の格差については、「不良債権の担保不動産の鑑定評価の利回りについて」の東京の不動産各種収益物件の純収益ベースの一般投資利回り（平均）が参考になる<sup>19</sup>。

「区分所有建物及びその敷地以外」	利回り	格差率
戸建住宅	7.3%	91/100
木造賃貸マンション・アパート	7.3%	91/100
小売店舗・事務所	7.9%	99/100
ゲタバキ住宅	7.9%	99/100
オフィスビル	8.0%	100/100
工場・倉庫・立体駐車場	8.0%	100/100
店舗事務所ビル	8.3%	104/100
専門学校・塾	9.0%	113/100
パチンコ、ゲームセンター、カラオケボックス	10.0%	125/100
ロードサイド（ファミリーレストラン）ホームセンター	10.0%	125/100
飲食店ビル	10.8%	135/100
ソシアルビル	11.0%	138/100

「区分所有建物及びその敷地」	利回り	格差率
ゲタバキ住宅	8.0%	100/100
木造賃貸マンション・アパート	8.0%	100/100
店舗事務所ビル	8.0%	100/100
オフィスビル	8.3%	104/100
小売店舗・事務所	8.3%	104/100
工場・倉庫・立体駐車場	8.5%	106/100

<sup>19</sup> 「担保 99」参考資料 2、各種収益物件の順番は、その格差率の順番に並べ替えた。

格差率は、区分所有の状態にないオフィスビルを 100 とした場合の、各種収益物件の格差率である。

「収益 01」.pp35-36 にも用途別格差率に関する多数の例示がある。ただし、「不良債権の担保不動産の鑑定評価の利回りについて」の東京の不動産各種収益物件の純収益ベースの一般投資利回り（平均）が最も詳細である。

前記格差率より、区分所有の状態にないオフィスビルを基準に見れば、住居系の格差率が低くなり、店舗、商業系の格差率が高くなっている。すなわち、それだけ店舗、商業系のリスクが高いと読み取れる。そして、その具体的理由として商業施設は、オフィスと比較して以下のリスク要因があるとされている<sup>20</sup>。

低いテナント代替性

一括借テナントの信用リスクの影響力

小さい売買マーケット規模（低い流動性）

確かにこのようなことは、全体の傾向としては言えるかもしれない。しかし、「2003年問題を抱えた東京や、オフィス需給の悪化している大阪の設備の劣った古めのオフィスビルよりも立地が良くイトーヨーカ堂や東急ハンズのような優良なテナントに長期賃貸されているほうがリスクは低いと考えるべき<sup>21</sup>」との考え方のように、店舗はオフィスよりリスクが高いと単純に比較できるものではなく、用途間の格差を一般論で議論するのは、少し注意が必要と考える。

また、同じように用途間の格差はその地域によって異なる可能性があることにも注意しなければならない。例えば、筆者が入手した外資系金融機関のキャップレート表を見ると、東京都のオフィスと大阪のオフィスで2.5%の格差があっても、東京の共同住宅と大阪の共同住宅では同じ2.5%の格差となっていないのである。すなわち、各地域のオフィスの利回りに、用途間の格差を加算すれば、その地域の各用途の利回りが求められるという単純なものではないということである。

---

<sup>20</sup> 「プライム HP」

<sup>21</sup> 「プロパ 0206」.pp68-72、三菱商事・ユービーエス・リアルティ株式会社 荻久保 直志

### 3. それ以外の個別的要因

個別の利回りに影響を与える要因の「それ以外の個別的要因」として、築年数、建物の規模、ワンフロアの賃貸床面積、新耐震基準対応、テナントの質と数、所有形態の6項目を取り上げ考察していく<sup>22</sup>。

#### (1) 築年数<sup>23</sup>

オフィスビル等の複合不動産の建物部分は、新築直後を頂点に年々劣化していく。このような建物の物理的な劣化（劣化リスク<sup>24</sup>）は、あらかじめ予想できる変動部分であり、会計上減価償却費として計上されている。すなわちコストと考えられているのである。そして、このような劣化リスクは、純収益を求める段階で減価償却費として費用計上した場合、利回りに反映させる必要はないが、償却前純収益を採用した場合<sup>25</sup>、何らかの形で建物の劣化を利回りに反映させなくてはならない。そして、その反映方法として、定額法、償還基金率による建物の償却率を利回りに加算する方法が基準の留意事項に規定されている<sup>26</sup>。

そこで、築年数が個別の利回りにどのような影響を与えるかを、この償却率を加算する考え方、及び土地・建物投資一団法の考え方を活用して<sup>27</sup>、考察してみることにする。

まず、次のような仮定を置く。

- ・ 土地価格は、建物新築時点の価格で一定
- ・ 建物の設備部分は、費用項目において更新が行われる
- ・ 建物の主体部分の経済的残存耐用年数が尽きた時、設備部分も同時にその経済的残存耐用年数が尽きる
- ・ 建物の積算価格は、定額法の減価率で減価する
- ・ 土地と建物の基本利率は同一
- ・ 純収益の変動率は一定

---

<sup>22</sup> それ以外の個別的要因については、OA対応、ゾーン空調、維持管理、24時間対応など他にもいくつかあるが、第2章以降に関連性が高い築年数、建物の規模、ワンフロアの賃貸床面積、新耐震基準対応、テナントの質と数、所有形態の6項目を取り上げ考察する。

<sup>23</sup> オフィスビルの選好基準の近、新、大の「新」に該当する。

<sup>24</sup> 「川口 01」.p27 参照

<sup>25</sup> 「留意 02」.p11、複合不動産の純収益の算定においては、償却前純収益を採用することを奨励している。

<sup>26</sup> 「留意 02」.p12、「減価償却費の算定方法には、定額法、償還基金率を用いる方法等があり、適切に用いることが必要である。」、新基準及びその留意事項には、建物の償却率の加算について、明確に規定されていない。

<sup>27</sup> 「奥田 01」.参考資料 4、土地・建物投資一団法は、土地、建物の還元利回りを土地、建物の積算価格割合により按分して求める手法で、次式が成り立つ。

$$\text{総合還元利回り} = \text{土地還元利回り} \times \text{土地の構成割合} + \text{建物還元利回り} \times \text{建物の構成割合}$$

「償却率として、定額法を採用する場合」

まず、建物の年度毎の償却率を求め、初年度との償却率の差を求める。そして、その償却率の差に建物の価格構成割合を乗じることにより、初年度を基準とした場合の年度毎の建物の劣化リスクが求められる。ここで、建物の価格構成割合を乗じているのは、土地・建物投資一団法の求め方より、建物の利回り部分の影響は、建物の価格構成割合に比例すると考えたからである。

償却率：定額法を採用  
初年度建物構成割合：60%（積算価格比）

		× -2.5%	1/		千万円	千万円	千万円		×
年度	残存耐用年数	建物の減価率	建物の償却率	建物償却率1年目との差	土地の積算価格	建物の積算価格	土地+建物積算価格	建物の構成割合	劣化リスク
40	0	-100%	-	-	40	0	40	0.00%	-
35	5	-88%	20.0%	17.50%	40	8	48	15.79%	2.8%
30	10	-75%	10.0%	7.50%	40	15	55	27.27%	2.0%
25	15	-63%	6.7%	4.17%	40	23	63	36.00%	1.5%
20	20	-50%	5.0%	2.50%	40	30	70	42.86%	1.1%
15	25	-38%	4.0%	1.50%	40	38	78	48.39%	0.7%
10	30	-25%	3.3%	0.83%	40	45	85	52.94%	0.4%
5	35	-13%	2.9%	0.36%	40	53	93	56.76%	0.2%
初年度	40	0	2.5%		40	60	100	60.00%	

表 1-1：建物の劣化リスク

表 1-1 より、初年度を基準に建築後 5 年目から 35 年目までの劣化リスクが求められた。これは、建物新築時点の建物の価格構成割合を 60% として求めたもので、この建物価格構成割合は、物件毎に異なるだけでなく<sup>28</sup>、建築後経過した年数によっても異なる点に注意が必要である<sup>29</sup>。（詳細は別表 1-1～1-3 参照）

「償却率として、償還基金率を採用する場合」

定額法とほぼ同一の結果が得られた<sup>30</sup>。（詳細は別表 1-4～1-6 参照）

<sup>28</sup> 「オリックス有価」.pp200-226、J-REIT のオリックス投資法人の取得物件で再調達原価が把握できる 5 物件の建物構成割合(新築時)は次の通りである。東陽MKビル(69%)、日交一番町ビル(45%)、日交元代々木ビル(67%)、オリックス生命西新宿ビル(24%)、ランディック赤坂ビル(27%)

<sup>29</sup> 陳腐化リスクについては、築後経過年数に比例する傾向があると思われるが、別途利回りに反映させる必要がある点に注意が必要である。

<sup>30</sup> 建物の積算価格を求める段階で定額法の減価率を採用していることが影響している点に留意頂きたい。

## (2) 建物の規模、ワンフロアの賃貸床面積

建物の規模、ワンフロアの賃貸床面積は、オフィスのグレードを決定する一つの基準になっている。例えば、生駒 CB リチャードエリスは、「A クラスビル」として、「延床面積 10,000 坪以上、フロア面積 200 坪以上<sup>31</sup>」という基準を設けている。

このような基準が設けられているのは、マーケットにおいて、規模の大きなオフィスが選好されているからであろう。そしてその選好理由として、使い勝手のよさ、一人当たり床面積の拡大基調<sup>32</sup>、ステータス等が考えられるが、その理由を格差率につなげるものは見当たらない。なお、建物の規模が大きいくほど、ワンフロアの賃貸床面積が大きくなる傾向にあることから、両要因の格差率については、過度に反映することのないように留意する必要がある。

## (3) 新耐震基準対応

現在の耐震基準は、1981 年（昭和 56 年）に出来たもので、以前の耐震基準と区別するために「新耐震基準」と呼ばれており、現在の建物はこの新耐震基準に沿って建てられている<sup>33</sup>。しかし、昭和 56 年の建築基準法改正以前に建築された建物は、現在の耐震基準に対応できていない可能性が高いため、その後耐震補強がなされたかどうか十分に注意する必要がある。

このような点に注意する必要があるのは、我が国が、他の先進国と比べて地震発生の可能性が高いからであり、新耐震基準に対応出来ない物件の取得に当たっては、将来地震が発生した場合発生する被害「地震リスク<sup>34</sup>」を考慮に入れなければならない。

このような状況を受けて、新耐震基準に対応しているか否かは、J-REIT における物件の取得基準にもなっている。例えば、日本ビルファンド投資法人は、「新耐震基準(昭和 56 年に改正された建築基準法に基づく基準を指します。)又はそれと同水準以上の性能の確保を取得していること等<sup>35</sup>」を要件としている。

このことから、昭和 56 年以前に竣工した物件は、それ以降に竣工した物件との間に一つの境界が出来ている可能性がある点に注意が必要である。

また、新耐震基準に対応していない物件は、同時に建築後 20 年以上経過しているため、物理的劣化を利回りに過度に反映した上で、地震リスクを反映させると、築年数を過度に利回りに反映させるきらいがあることに留意すべきである。

---

<sup>31</sup> 「生駒 CB02」.p12、他にも地域、竣工年、天井高、空調、床配線、電気容量、入退出時間にも基準がある。

<sup>32</sup> 「アーク HP」、森ビル株式会社 渡辺宗一、アーク都市塾の講義（不動産投資コース）より

<sup>33</sup> 「建築 HP」

<sup>34</sup> 「浅利 99」.pp28-33

<sup>35</sup> 「日本ビルファンド HP」

#### (4) テナントの質と数

テナントの質については、日本ビルファンド投資法人が、「テナントの信用力、テナントの使用目的及び形態並びに賃料収納状況等<sup>36</sup>」を取得の際に考慮に入れているように、テナントが上場企業か、あるいは成長産業かは物件の将来の収益見通し(賃料改定、増床)等に影響を与える要因であり、リスクを判定するに当たって重要な要因の一つである。また、テナントの数については、特にシングルテナントの場合、代替テナントを見つけることが困難なため、そのリスクは高いと考えられる。

#### (5) 所有形態

前記2の「東京の不動産各種収益物件の純収益ベースの一般投資利回り」で、同じ用途内において区分所有の状態の有無を比較すると、区分所有の状態にあるほうが利回りは僅かに高くなっている<sup>37</sup>。これは、区分所有や共有の物件は、単独所有の物件と比較して、法的に様々な制約を伴うからであり、特にその処分、建替えが自由に行えない点には注意が必要である<sup>38</sup>。ところで宮田は、不動産の売買に関連した評価の経験から、「共同ビルのマーケットバリューは20~30%落ちる」<sup>39</sup>と見ている。このリスクプレミアムは、今まで検討してきた中でもかなり高い数値だが、トラブルの発生が多い共有物件については、この位リスクを見るのが現実的なものかもしれない<sup>40</sup>。

このことは区分所有ビルについても同様に留意すべきである。

## 第2章 先行研究

第2章では、国土交通省の投資用不動産の収益価格調査及び日本不動産研究所の不動産投資家調査等の利回りに関する先行研究(公表資料等)について考察する。

### 第1節 利回りに関する公表資料

#### 1. 海外の不動産投資インデックス

不動産投資インデックスは、実物不動産投資を合理的に判断し、投資成果を評価するための指標をさし、不動産投資の収益性を平均して収益率で表し、指数化したものである<sup>41</sup>。

このような不動産投資インデックスは、我が国より海外のほうが歴史は古く、その内容

---

<sup>36</sup> 「日本ビルファンドHP」

<sup>37</sup> 理由は不明だが、店舗事務所ビルだけは区分所有の状態にあるほうが格差率は低くなっている。

<sup>38</sup> 「日本ビル有価」.pp30-32 参照

<sup>39</sup> 「宮田01」.p79

<sup>40</sup> ただし、J-REITのような優良な収益物件では、ここまで共有のリスクが高くなるとは限らない。

<sup>41</sup> 「CRES02」.p127

も充実している。特に有名なのが、イギリスの IPD インデックスとアメリカの NCREIF インデックスである。（詳細は別表 2-1 参照）

このような海外の不動産投資インデックスは、実際の投資案件について収益や資産価値に関するデータの提供を受けて作成されており<sup>42</sup>、採用しているデータが質、量ともに我が国のものとは異なっている。

## 2. 我が国の不動産投資インデックス

我が国においても、1996 年以降、民間企業により多数の不動産投資インデックスが作成されている。大きく分類すれば、オフィス系の 4 つのインデックスと、共同住宅系の 2 つのインデックスに分けられる。（詳細は別表 2-2～2-4 参照）

これらのインデックスで採用するデータについては、後者の共同住宅系のインデックスは、売買価格等の市場データをベースにしているのに対し、前者のオフィス系のインデックスは公的価格等をベースとしている。そして、このような我が国のインデックスに対して、機関投資家等の様々な批評を目にするが、そのほとんどが前者のオフィス系インデックスの採用するデータに向けられている<sup>43</sup>。

## 3. その他の利回りに関する公表資料

利回りに関しては、さらに次のような公表資料がある。

- ・ 国土交通省の投資用不動産の収益価格調査
- ・ 財団法人日本不動産研究所の不動産投資家調査
- ・ 不動産鑑定士評価システム共同組合の東京マンション利回り
- ・ 社団法人日本不動産鑑定協会による純収益ベースの一般投資利回り<sup>44</sup>
- ・ 社団法人東京都不動産鑑定士協会による不動産の用途別・類型別利回り
- ・ 社団法人東京都不動産鑑定士協会による収益還元法と利回り

---

<sup>42</sup> 「研究所 00」.p264 参照

<sup>43</sup> 「プロパ 0012」.pp6-42 参照

<sup>44</sup> 第 1 章 第 3 節 2.用途の「不良債権の担保不動産の鑑定評価の利回りについて」参考資料 2



## 第2節 国土交通省の投資用不動産の収益価格調査

### 1. 期待されるグロスの年間賃貸収入利回り及び経費率

国土交通省（国土庁）は、平成11年11月から12月にかけて、大手機関投資家170社に対して郵送によるアンケート調査を行い、次のような結果を得ている。

地域	日本橋・八重洲地域（東京都中央区）に所在
主な用途	事務所（高層）
フロア面積	ワンフロア500㎡以上（賃貸対象有効面積）
竣工年	築5年程度（新耐震基準に基づく耐震構造）
天井高	2.6m以上
空調	1フロア以下の単位で調整が可能なもの
床配線	3WAY（電力・電話・データ用）、フリーアクセス採用のもの（OA対応）
入退室時間	24時間可能なもの
維持管理の状況	良好
駐車場設備	屋内機械式駐車場設備有り
テナント	テナント数が5社以上で、大部分が上場企業
賃料水準	ビルの立地及び品等から適正な家賃水準（新規市場賃料並）を設定

表2-1：投資対象オフィスビル（賃貸用）の基準モデル<sup>45</sup>

表2-1のような条件を満たすオフィスビルを投資用不動産として検討する場合

- ・ 期待されるグロスの年間賃貸収入利回り（粗利回り）：8%～11%
- ・ 年間賃貸収入に対して考えられる経費率<sup>46</sup>：30%～40%

$$\begin{aligned} \text{以上より、総合還元利回り} &= [\text{粗利} 8\% \sim 11\%] \times [1 - \text{経費率} (30\% \sim 40\%)] \\ \text{総合還元利回り} &= 4.8\% \sim 7.7\% (\text{中庸値} 6.0\%) \end{aligned}$$

### 2. 不動産投資リスクの影響の程度

表2-1のような条件を満たす日本橋・八重洲地域に所在オフィスビルを基準とした場合、下記の(1)から(8)の項目は不動産投資のリスクとしてどの程度の影響を与えるか<sup>47</sup>。

- リスクが低くなる場合     : A（-2%～±0のリスク減少と定義）
- 変わらない場合     : B（±0）
- やや高くなる場合   : C（±0～+1%のリスク上昇と定義）
- 高くなる場合       : D（+1%超～+2%のリスク上昇と定義）

<sup>45</sup> 「国土交通省 HP-1」

<sup>46</sup> 経費は、「維持管理費、固定資産税・都市計画税、損害保険料、貸倒準備費」と規定されている。

<sup>47</sup> 「国土交通省 HP-1」、それぞれの設問以外の項目は固定していると仮定

(1) 地域の比較

日本橋・八重洲地域に対して

地域	有効数	A	B	C	D	リスク
麹町・永田町・霞ヶ関等	52	14	34	3	1	-0.2
六本木・赤坂等	16	2	11	1	2	0.1
新宿・渋谷等	16	5	8	3	0	-0.2
上野・池袋・品川等	16	0	4	11	1	0.4
横浜・川崎等	52	0	3	15	34	1.1
大宮・千葉等	49	1	1	4	43	1.3
名古屋（名古屋駅前地区等）	50	1	3	18	28	1.0
大阪（梅田地区等）	51	2	6	22	21	0.8

(2) 規模の比較

(ワンフロア) 500 m<sup>2</sup> ~ に対して

規模	有効数	A	B	C	D	リスク
300 ~ 500 m <sup>2</sup>	50	1	19	26	4	0.4
300 m <sup>2</sup> 未満	50	1	5	14	30	1.0

(3) 設備等の比較

設備等	有効数	A	B	C	D	リスク
個別空調ではない	51	0	0	25	26	1.0
非OA対応	51	0	1	20	30	1.1
耐震構造ではない	50	0	2	15	33	1.1
駐車場設備がない	51	0	4	18	29	1.0

(4) 主用途の比較

事務所に対して

主用途	有効数	A	B	C	D	リスク
店舗	50	4	7	19	20	0.7

(5) 築年の比較

築5年程度に対して

築後	有効数	A	B	C	D	リスク
5 ~ 10年未満	51	3	36	11	1	0.1
10 ~ 20年未満	50	0	7	32	11	0.7
20 ~ 30年未満	49	0	1	12	36	1.2
30年以上	49	0	0	3	46	1.4

(6) 維持管理の比較

維持管理が良好に対して

維持管理の良否	有効数	A	B	C	D	リスク
維持管理が劣る	50	0	1	18	31	1.1

### (7) テナントの比較

テナント数が複数で大部分が上場企業に対して

テナント	有効数	A	B	C	D	リスク
多くが非上場企業	52	0	10	32	10	0.6
テナント数が1社	51	3	5	23	20	0.8

### (8) (現行) 平均賃料水準の比較

平均賃料水準が新規賃料程度に対して

賃料水準	有効数	A	B	C	D	リスク
平均賃料が新規賃料を下回る	52	2	12	21	17	0.7
平均賃料が新規賃料を上回る	52	12	27	9	4	0

以上の項目のうち、「リスク」は筆者が加筆したもので、A: 1、B:0、C:+0.5、D:+1.5<sup>48</sup>として、(1)から(8)の各項目について、リスクの平均値を求めたものである。

投資用不動産の収益価格調査は、我が国初の投資家に対する調査であるため<sup>49</sup>、大宮・千葉等が日本橋・八重洲地域に対してリスクが低いと回答するケースもあり、一部その回答には不自然な箇所が見られる。また、上記リスクの平均値については、概ね妥当な結果が得られていると考えられるが、設備等の比較で4項目全て満たさない物件は、それだけでリスクが+4<sup>50</sup>加算となり、ややリスクが大きすぎるきらいがある。

## 3. 収益価格及び割引率

ビル所有者の協力を得て、60棟の賃貸用の不動産の情報(実際支払賃料や建物の長期計画修繕費等)を収集し、キャッシュフローを正確に把握の上、収益価格及び割引率を査定した結果が(別表2-5~2-7)である。なお、この割引率の算定に当たっては、「上記アンケート結果をもとに暫定的な割引率を求め、現実の投資家の投資行動や割引率と還元利回りとの関係を踏まえ、数値間の論理的整合性を図りながら最終的な数値を決定<sup>51</sup>」している。そして、国土交通省(旧国土庁)は、このアンケート調査の結果に対して次のようなコメントをしている<sup>52</sup>。

賃貸可能床面積当たりの評価額では、600,000円/m<sup>2</sup>未満の物件が全体の約7割を占める中、東京都区部の銀座、青山・原宿等の高度商業地に立地し、建物の品等が優れている場合には、1,000,000円/m<sup>2</sup>を超える物件も多い。

48 「+1%超~+2%」なら「+1.5%」のように、中央の値とした。

49 「国土交通省 HP-3」(このような本格的なアンケート調査は初めて)とある。

50 1.0 + 1.1 + 1.1 + 1.0 = 4

51 「国土交通省 HP-3」

52 「国土交通省 HP-3」

割引率は、その過半が7～8%の範囲であったが、東京都区部では6%台が多く、これは東京都区部の商業地域としての収益性に関する相対的なリスクの低さが反映されている。

なお、ビルオーナーによる情報提供の協力を得られた賃貸用不動産のみを対象としていることから、地域の標準的な建物仕様や賃料水準のビルの収益性を必ずしも反映した結果とはなっていない点に注意が必要である。

### 第3節 財団法人日本不動産研究所の不動産投資家調査

財団法人日本不動産研究所は、中立的な立場で不動産投資インデックスの開発・実用化を図りたいとの考えから、基礎となるデータの収集を平成11年4月より開始した。その一つがこの機関投資家に対する投資利回り等の調査、すなわち「不動産投資家調査」である。

#### 1. 不動産投資家調査の回収率等の推移

表2-2は、過去7回の回収率等の推移をまとめたもので、第1回目に比べ、第7回目のほうが回収率は高くなり、このような調査に対する投資家の理解の増進が伺える。

	調査時点	調査対象	回収数	回収率
第1回	平成11年 4月1日	126社	34社	27.0%
第2回	平成12年 4月1日	128社	40社	31.3%
第3回	平成12年 10月1日	118社	37社	31.4%
第4回	平成13年 4月1日	120社	45社	37.5%
第5回	平成13年 10月1日	151社	63社	41.7%
第6回	平成14年 4月1日	145社	56社	38.6%
第7回	平成14年 10月1日	146社	65社	44.5%

表2-2：不動産投資家調査の回収率等の推移

#### 2. 調査結果の概要

別表2-8～2-11は、過去7回の不動産投資家調査<sup>53</sup>の結果をまとめたものである。

そして、過去7回のアンケート調査により次のようなことが言える<sup>54</sup>。

##### (1) 不動産投資の環境について

- ・ 積極的に物件を探している投資家の割合が増え、優良な収益物件に対する需要は改善されつつある。

##### (2) 利回り等について

- ・ 期待する総合還元利回りは、5.0%～5.5%が一つの目安になっている。

<sup>53</sup> 「調査9904」、「調査0004」、「調査0010」、「調査0104」、「調査0110」、「調査0204」、「調査0210」

<sup>54</sup> 以下の判断は、過去の推移を見るとともに、直近の数カ年の動向を重視した。

- ・ 想定リスクプレミアムは、3.0%が一つの目安になっている。
- ・ 投資収益性の比較となる基準利回り（中央値）は、第4回（H13.4）と第5回（H13.10）の間に大きな変動が見られ、現在は1.7%程度である。
- ・ 借入金の金利も、第4回（H13.4）と第5回（H13.10）の間に大きな変動が見られ、現在は2.5%程度である。
- ・ 借入金割合は、第3回（H12.10）と第4回（H13.4）の間に大きな変動が見られ、現在は70%程度である。
- ・ 自己資金に対する期待収益率は、8%から9%の間を上下している。
- ・ DCF法の想定投資期間は、10年が一つの目安になっている。
- ・ 内部収益率IRR（中央値）は、5%～6%の間で推移し、現在は5.8%程度である。
- ・ ターミナルキャップレートは、6%が一つの目安になっている。

### （3）立地条件について

- ・ 丸の内・大手町地域と比較して、日本橋、虎ノ門・新橋、西新宿、渋谷・恵比寿、六本木、汐留は、0.5%程度リスクが高い。
- ・ 丸の内・大手町地域と比較して、上野は、1.0%～1.5%程度リスクが高い。
- ・ 丸の内・大手町地域と比較して、港南は、0.6%～1.1%程度リスクが高い。
- ・ 最寄駅からの距離は、5分を境に0.5%程度の格差がある。

### （4）建物の状況について

- ・ 築5年未満と比較した場合、築5年以上、10年未満で0.3%～0.5%程度の格差がある。
- ・ 築5年未満と比較した場合、築10年以上、20年未満で0.7%～1.0%程度の格差がある。
- ・ 築5年未満と比較した場合、築20年以上で1.5%程度の格差がある。
- ・ 築5年未満と比較した場合、築30年以上で2.0%～3.0%程度の格差がある。
- ・ 総延床面積が5万㎡以上と比較した場合、1万㎡以上、5万㎡未満は、0.1%程度のリスクがある。
- ・ 総延床面積が5万㎡以上と比較した場合、3千㎡以上、1万㎡未満は、0.5%程度のリスクがある。
- ・ 総延床面積が5万㎡以上と比較した場合、3千㎡未満は、1.0%程度のリスクがある。
- ・ ワンフロアー1,500㎡以上のビルと比較した場合、500㎡以上、1,500㎡未満は、0.1%程度のリスクがある。
- ・ ワンフロアー1,500㎡以上のビルと比較した場合、300㎡以上、500㎡未満は、0.5%程度のリスクがある。

- ・ ワンフロアー1,500 m<sup>2</sup>以上のビルと比較した場合、300 m<sup>2</sup>未満は、1.0%程度のリスクがある。
- ・ 建物の構造が新耐震基準に対応していない場合、1.0%程度のリスクがある
- ・ OA 対応でない場合、1.0%前後のリスクがある。
- ・ フリーアクセス床でない場合、0.5%程度のリスクがある。
- ・ ゾーン空調でない場合、0.5%程度のリスクがある。
- ・ 維持管理が明らかに劣る場合、1.0%程度のリスクがある。
- ・ 24 時間対応でない場合、0.5%程度のリスクがある。

(5) テナントの状況について

- ・ 非上場テナントは、上場テナントと比較し、0.2%程度のリスクがある。
- ・ 2~9 社のテナントは、10 社以上のテナントと比較し、0.2%程度のリスクがある。
- ・ シングルテナントは、10 社以上のテナントと比較し、0.5%程度のリスクがある。

(6) 賃料水準について

- ・ 現行賃料が新規市場賃料を上回る場合、0.2%程度のリスクがある。
- ・ 現行賃料が新規市場賃料を下回る場合、リスクは±0である。

(7) 地方都市におけるオフィスビルに対する期待キャップレートについて

- ・ 札幌：駅前通りは、8.0%程度である。
- ・ 仙台：青葉通りは、7.5%程度である。
- ・ 名古屋：名駅地区は、7.0%程度である。
- ・ 大阪：御堂筋沿いは、7.0%程度である。
- ・ 神戸：三宮地区は、7.5%程度である。
- ・ 広島：紙屋町、八丁堀は、7.5%程度である。
- ・ 福岡：天神地区は、7.5%程度である。
- ・ 上記以外の地方中核市は、8.5%程度である。

## 第3章 実証研究

第3章では、J-REITに上場している投資法人の有価証券届出書等の開示データ及び第2章のアンケート調査の結果（補正率等）を活用して利回りの標準化補正を試みる。

### 第1節 実証研究のねらいと分析方法

#### 1. 実証研究のねらい

第3章のねらいは、J-REITに上場している投資法人のうち、オフィスビルの還元利回り、純収益、取得価格等の情報が公開されている3法人の有価証券届出書等のデータを活用し<sup>55</sup>、下記、  
、  
、  
、  
を考察することにある。

J-REITに上場している投資法人が取得した、個々の物件のネットの取引利回り  
前記に対応する鑑定評価において採用された還元利回り

不動産投資家に対するアンケート調査による補正率<sup>56</sup>

前記、の利回りを、前記の調査結果をもとに標準化補正した利回り

不動産投資家に対するアンケート調査による期待キャップレート<sup>57</sup>

前記、の利回り、前記の利回りとの関係

前記の検討結果を受けて、前記、の利回りに不動産投資家の求めるリスクプレミアムが反映されているか

#### 2. 分析方法

まず、分析対象とした利回りを標準化補正するため、各地域の標準的なオフィスモデルを設定する。そして、そのオフィスモデルをベースに、第2章のアンケート調査を活用した各地域の補正率表を作成する。そして当該補正率表により利回りを標準化補正し、前記の期待キャップレートとの関係、リスクプレミアムの利回りへの反映の状況を考察する。

---

<sup>55</sup> 日本プライムリアルティ投資法人、プレミア投資法人、オリックス投資法人

<sup>56</sup> 第2章第3節で考察

<sup>57</sup> 第2章第3節で考察

東京都内の期待利回りは、丸の内・大手町地域に所在するトップクラスのオフィスビルに期待する総合還元利回りの中央値に3. 立地条件の格差(丸の内・大手町地域と比較した場合)を加算したもの、地方都市の期待利回りは、7. 地方都市におけるオフィスビルに対する期待キャップレートとする。

## 第2節 考察

### 1. データ

前記の「ネットの取引利回り」及び「還元利回り」については、55サンプル収集できたが<sup>58</sup>、前記の「エリア別期待利回り」を活用し、機関投資家の期待する利回りとの比較、検討を試みるため、分析対象をさらに以下の19サンプルに絞り込んだ。

NO	物件名称	所在地
P-1	ランディック新橋ビル	東京都港区西新橋 3-8-3
P-2	ランディック第2新橋ビル	東京都港区西新橋 3-7-1
O-3	赤坂協和ビル	東京都港区赤坂 1-6-14
O-18	ダヴィンチ赤坂見附	東京都港区赤坂 3-9-18
O-20	ランディック赤坂ビル	東京都港区赤坂 2-3-4
O-21	ランディック第2赤坂ビル	東京都港区赤坂 2-10-9
O-22	ランディック第3赤坂ビル	東京都港区赤坂 2-3-2
O-11	オリックス生命西新宿ビル	東京都新宿区西新宿 1-18-17
P-3	フジビル 37	東京都渋谷区道玄坂 1-18-3
P-4	KN 渋谷 3	東京都渋谷区桜丘町 9-8
N-18	NORTH33 ビル	札幌市中央区北三条西 3-1-47 他
N-19	パークイースト札幌	札幌市中央区南一条東 1-2-2 他
O-9	オー・エックス芭蕉の辻ビル	仙台市青葉区一番町 3-3-16
N-10	新潟駅南センタービル	新潟市米山 1-24
N-7	JPR 千葉ビル	千葉市中央区新町 1-7 他
N-21	損保ジャパン和歌山ビル	和歌山市美園町 3-31-1 他
O-10	OX 大津ビル	大津市梅林 1-3-24
N-14	朝日生命高松第二ビル	香川県高松市寿町 1-2-5
N-22	天神 121 ビル	福岡市中央区天神 1-3-38

表 3-1：分析対象 19 サンプル（詳細は、別表 3-1 及びサンプルデータ 1 参照）

### 2. 標準化補正項目

標準化補正に当たっては、前記アンケート調査及び収集できた J-REIT に上場している投資法人の有価証券届出書等の開示データより、以下の 5 項目につき補正を行う。

	築年数	建物の延床面積	1F 賃貸床面積	テナント数	新耐震基準
1	築 5 年未満	5 万㎡以上	1,500 ㎡以上	10 社以上	対応
2	築 5 年以上 10 年未満	1 万㎡以上 5 万㎡未満	500 ㎡以上 1,500 ㎡未満	2~9 社	非対応
3	築 10 年以上 20 年未満	3 千㎡以上 1 万㎡未満	300 ㎡以上 500 ㎡未満	シングルテナント	
4	築 20 年以上 30 年未満	3 千㎡未満	300 ㎡未満		
5	築 30 年以上				

表 3-2：標準化補正項目の分類基準

<sup>58</sup> 還元利回りについては、53 サンプル



### 3. 各地域の標準的なオフィスモデルの設定

前記の「ネットの取引利回り」及び、「還元利回り」を標準化補正するため、各地域の標準的なオフィスモデルを設定する。なお、本稿では、次の3区分を採用した。

- ・ 東京都主要5区<sup>59</sup>
- ・ 東京都18区<sup>60</sup>
- ・ 地方都市<sup>61</sup>

そして、有価証券届出書等の開示データ55サンプルを上記3区分に分類し<sup>62</sup>、前記2の「標準化補正項目」の代表値を抽出し<sup>63</sup>（別表3-3～3-4参照）、それをもとに別表3-5のような各地域の標準的なオフィスモデルを設定した。ただし、今回の19サンプルの内訳は、東京都主要5区が10、地方都市が9で、東京都18区のサンプルはなかった。

### 4. 補正率表の作成

第2章の不動産投資家に対するアンケート調査による補正率を活用し、別表3-6のような補正率表を作成した。ただし、この補正率表は、最もリスクの低いカテゴリーとの比較により、それぞれのカテゴリーの格差を算出しているため、建物の延床面積、1F賃貸床面積の補正率は、不動産投資家の考えているものとは、異なる可能性がある<sup>64</sup>。

### 5. 利回りの標準化補正

別表3-6の補正率表に基づき、19サンプルの「ネットの取引利回り」及び「還元利回り」について、標準化補正を行った。（別表3-7～3-8参照）

なお、標準化補正に当たっては、前記4の状況を受けて以下の2ケースとした。

- ・ 5項目を標準化補正するケース
- ・ 建物の延床面積、1F賃貸床面積を除く3項目を標準化補正するケース

---

<sup>59</sup> 千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区

<sup>60</sup> 東京23区内、主要5区を除く区

<sup>61</sup> 今回の分析では、東京23区以外の地方の中核都市（県庁所在地の都市等）とした。本来はもっと細分類すべき。

<sup>62</sup> 各地域の標準的なオフィスモデルの設定に当たっては、19サンプルではなく、55サンプルとした。

<sup>63</sup> 原則、最頻値を採用し、データのばらつきの状況に応じ中央値を採用した。ただし、築年数だけは、経過年数が古いものを代表とするのは、不適切と判断し、「築5年以上、10年未満」に統一した。

<sup>64</sup> 厳密に見れば、他の3項目についても、不動産投資家の考えているものとは、異なる可能性がある。

### 第3節 検討結果

以上の考察により、別表 3-9 のような結果が得られた。結論から先に述べると、次のようなことが言える。

- ・ 標準化補正した利回りは、不動産投資家の期待キャップレートとかなり異なる

当初の予想と異なり、標準化補正することにより取引利回り等は、不動産投資家の期待キャップレートとかけ離れた値となり、オフィスビルのエリア別標準利回り（利回りのインデックス）を作成することはできなかった。

本稿では、その原因を探ることにより不動産投資家及び不動産鑑定士の利回りに関する判断材料を提供出来れば、このような検討を試みた一つの目的は達成できると考える。

標準化補正した利回りが、不動産投資家の期待キャップレートとかなり異っているのは、次のような要因が考えられる。

各地域の標準的なオフィスモデルの設定が正しくない

不動産投資家の期待キャップレートと取引利回り等の性質が異なる

利回りを標準化補正する補正率表が正しくない

区分所有など標準化補正において考慮されていない項目がある

鑑定評価において、物件の個別的なリスクを不動産投資家調査ほど勘案していない

J-REIT の物件取得において、物件の個別的なリスクを不動産投資家調査ほど勘案していない

については、その要因の影響度は軽微だと考える。それは、筆者が設定した各地域の標準的なオフィスモデルが、サンプルの代表値を採用し、利回りの標準化補正を必要最小限に留めたこと。また、各地域においてグレード A の最もリスクの低いオフィスのモデルを設定すれば、標準化補正した利回りは、さらに不動産投資家の期待キャップレートとかけ離れた値となったからである。

についてであるが、取引利回りは、売買当事者の合意で成立したキャップレートであるのに対し、不動産投資家の期待キャップレートは、買手サイドの期待キャップレートと考えられることから<sup>65</sup>、どうしても不動産投資家の期待キャップレートのほうが、高くなる傾向にある<sup>66</sup>。したがって、このように性質の異なるキャップレートを一律に比較することに問題点は認められる<sup>67</sup>。

---

<sup>65</sup> やや買手サイドの期待キャップレートと考えられる。（明確な根拠は無く、筆者の予想である。）

<sup>66</sup> 別表 3-9 参照 地方都市においては、不動産投資家の期待キャップレートのほうが全体的に高い水準にある

<sup>67</sup> ただし、一定の傾向が読めれば比較も可能だと考える。また、東京都主要 5 区の不動産投資家の期待キャップレ-

については、まず考えられるのが、アンケート調査の結果が、買手サイドの補正率となっており<sup>68</sup>、その補正率自体が実際の取引で成立するものと比較し高い数値となっている可能性があるということである。

また前述の通り、ベースとした不動産投資家のアンケート調査による補正率表が、最もリスクの低いカテゴリーとの比較により、それぞれのカテゴリーの格差を算出しているため、各地域の標準的なオフィスモデルをベースにした補正率表が投資家の期待を適正に反映しなくなった可能性も考えられる<sup>69</sup>。

ただし、不動産投資家のアンケート調査のように各地域においてグレードが高く、リスクの最も低いオフィスのモデルを設定し、そのモデルに基づく補正率表を作成した場合、前記の通り標準化補正した利回りは、不動産投資家の期待キャップレートと更にかげ離れた値となることから、各地域の標準的なオフィスモデルの補正率表を作成したことは間違っていないと考える。

について、今回の分析では、土地の所有形態（土地の単独所有、共有、借地）や建物の所有形態（単独所有、共有、区分所有）を標準化補正していない。ただし、この項目を標準化補正すれば<sup>70</sup>、標準化補正した利回りが、更に不動産投資家の期待キャップレートとかげ離れた値となることから<sup>71</sup>、この要因の影響は軽微だと考える。

について、次のような前提が必要となる。それは、不動産投資家に対するアンケート調査による期待キャップレートが、当該地域の標準的なオフィスの利回りの水準である<sup>72</sup>。以下具体的な例を示して検証したい。

---

トは、取引利回りに近く、売手、買手双方の期待キャップレートと言えるかも知れない。

<sup>68</sup> 不動産投資家の期待キャップレートと同様に、買手サイドのものとなっている可能性がある。

実物不動産市場では、J-REITで取得の対象となるような優良な収益物件は取り合いになっており、特に東京都主要5区においてはその加熱が強く、売り手が強いマーケットの状況が考えられる。したがって、マーケットの状況（売り手優位又は買い手優位）によって、物件のリスクプレミアムの大きさが異なってくる可能性があるのではないかと。

<sup>69</sup> ただし、3章では、5項目の標準化補正、3項目の標準化補正と区別して補正を試み、前述の影響を少なくする工夫を行っている。

標準化補正するに当たって、その物件の存する地域によって、格差率が異なる可能性が高いことから、地域ごとに標準的なオフィスのモデルを設定し、アンケートをして頂ければ、より精度の高い格差率表ができるかもしれない。

<sup>70</sup> 土地及び建物の単独所有が標準的と考えられることから、土地及び建物の単独所有に標準化補正することである。

<sup>71</sup> 利回りが低くなりすぎる。

<sup>72</sup> この前提には、少し無理があると考えられるが、東京都主要5区はそれほど乖離していると考えていない。

NO	所在地	物件名称
P-2	東京都港区西新橋 3-7-1	ランディック第2新橋ビル

竣工時期	延床面積	1F床	T数	耐震
S53.12	8,332.65	634	10	旧法

築年数	建物の延床面積	1F賃貸床面積	テナント数	新耐震基準	総和
1.1%	0.0%	-0.4%	-0.2%	1.0%	1.5%

CR1 <sup>73</sup>	CR3 <sup>74</sup>	CR5 <sup>75</sup>	CR7 <sup>76</sup>
5.8%	5.8%	3.9%	4.3%

(上より順番に、サンプルデータ1、別表3-1、別表3-7、別表3-9からの抜粋である。)

ランディック第2新橋ビルは、東京都港区の西新橋に存し、不動産投資家調査より、期待キャップレートは、 $5.3\% + 0.5\% = 5.8\%$ <sup>77</sup>となる。一方、各地域の標準的なオフィスモデルをベースに標準化補正すれば、当該ビルは1.5%のリスクプレミアムが認められる。よって、不動産投資家の期待する当該ビルのキャップレートは、 $5.8\% + 1.5\% = 7.3\%$ となるはずである。しかし、鑑定評価で採用された還元利回りは、5.8%となっている。

このことをどう考えるべきか。もともと東京都港区西新橋の標準的なオフィスのキャップレートが4.3%で、それに1.5%のリスクプレミアムが加算されて、5.8%の還元利回りが設定されたというより、鑑定評価において、物件の個別的なリスクを不動産投資家調査ほど勘案していないと考えたほうが適切ではないだろうか。このことは、今回分析した19サンプルの全体の傾向でも言えることである<sup>78</sup>。

についても、前述の還元利回りと同様に、J-REITの物件取得において、物件の個別的なリスクを不動産投資家調査ほど勘案していないと考えられる<sup>79</sup>。

<sup>73</sup> CR1：不動産投資家調査による期待キャップレート

<sup>74</sup> CR3：還元利回り（J-REITの開示データより）

<sup>75</sup> CR5：還元利回りを3項目で標準化補正した、標準的なオフィスのモデルの利回り

<sup>76</sup> CR7：還元利回りを5項目で標準化補正した、標準的なオフィスのモデルの利回り

<sup>77</sup> 丸の内・大手町地域に所在するトップクラスのオフィスビルに期待する総合還元利回りの中央値5.3%に、丸の内・大手町地域と比較した場合の格差0.5%を加算

<sup>78</sup> 特に東京都主要5区で明らかな結果となった。

<sup>79</sup> J-REITの収益物件を分析対象としているため、その物件が安定的なキャッシュフローを期待できる優良な収益物件ということで、買手が要求するリスクプレミアムを利回りに上乗せして売買を交渉しても、取引が成立しないとあった要素も影響しているかもしれない。

前記 ~ の要因は、利回りを標準化補正する以前から考えられた問題点であり、分析以前からその影響は考えられた。しかし前述のように、 の要因の影響は軽微であり、 については、その要因の影響は認められるものの、最も本質的な要因は<sup>80</sup>、 、 、 ではないかと考える。

以上により、還元利回りや取引利回りを標準化補正することにより、不動産投資家の期待キャップレートとかけ離れていったのは、J-REIT の鑑定評価や、その物件取得で不動産投資家調査ほど、その不動産のリスクプレミアムを勘案していないのが<sup>81</sup>、大きな要因となっていると言えるのではないだろうか<sup>82</sup>。

## 終 章 おわりに

以上の考察により、鑑定評価で採用された還元利回りや取引利回りを不動産投資家のアンケートをベースとした補正率表で標準化補正することにより、不動産投資家の期待キャップレートとかけ離れていくことが明らかになった。すなわち、このことは J-REIT の物件取得及び鑑定評価において、物件の個別的なリスクを不動産投資家調査ほど勘案していない可能性が高いことを意味する<sup>83</sup>。しかし、この検討結果には前提条件もあり、必ずしも断定できる性格のものではないのは明らかである<sup>84</sup>。

しかし、この考察過程をご覧頂ければ、筆者と同じような判断を下す不動産鑑定士及び不動産投資家の数は少なくないと考える。したがって、本稿の意義は、この検討結果にあるのではなく、この考察過程及び検討結果を明らかにすることにより、オフィスビルのエ

---

<sup>80</sup> 標準化補正した利回りが、不動産投資家の期待キャップレートとかなり異っている最も本質的な要因

と、 は対になっている点に留意

<sup>81</sup> 地域性、用途に関するリスクは除き、築年数、建物の規模、ワンフロア当たりの床面積、新耐震基準、所有形態等

<sup>82</sup> 前述のように、不動産投資家に対するアンケート調査によるエリア別期待利回りが、当該地域の標準的なオフィスの利回りの水準であることが前提となる。また、建物のグレード、維持管理等考慮されていない要因があるが、それは考慮外ということも前提となる。

<sup>83</sup> もちろんこの内容は、不動産投資家に対するアンケート調査による期待キャップレートが、当該地域の標準的なオフィスの利回りの水準であることが前提となる。また、誤解ないように補足させて頂くなら、鑑定評価等において、個々の物件の個別的要因について、J-REIT の鑑定評価で考慮していないと言っているのではなく、その個別的要因について、不動産投資家のアンケート調査の結果ほど反映していない可能性が高いと言っているのである。

<sup>84</sup> 本来は、現地にて個々の物件の詳細な調査をすべきであり、当然、今回の分析で考慮されていない事項もある点にはご留意頂きたい。

リア別標準利回り及び個別の利回りに影響を与える要因についての一つの判断材料を提供することにあると考えている。

そして、最後に今後の課題について論じ、本稿の結びとしたい。

今後の課題としてまず挙げられるのが、J-REITの投資法人の公開するデータである。現状でも、かなり詳細なデータが公開されているが、一部の投資法人ではまだ、還元利回り等のデータが公開されていない。これからは、全ての投資法人で、還元利回り等のデータに加え、建築年、建物の延床面積、ワンフロア当たりの賃貸床面積、テナント数、所有形態、最寄駅までの距離<sup>85</sup>等の標準化補正に必要な項目を公開して頂ければ、今後統計的手法で、利回りに関するインデックスを作成するのに役立つはずである<sup>86</sup>。

しかし、別表4-1のように地域性については少し説明できる結果となったが、利回りと個別の利回りに影響を与える要因については説明できるものが少なく、また、その相関については決して高いと言えないため、現状でJ-REITの投資法人が公開しているデータを活用し、統計分析により精度の高い利回りに関するインデックスを作成するのは困難と考える<sup>87</sup>。

したがって、今後、不動産鑑定士同士及び不動産鑑定士と不動産投資家の間に、利回り及び個別の利回りに影響を与える要因について、認識の歩み寄りが必要であり、このことが最も本質的な課題と言えるのではないだろうか。そして、これらの課題が解決された時に初めて、精度が高く実証的な利回りに関するインデックスが作成されるのではないだろうか。本稿で考察してきたことが、その一助となれば幸いである。

---

<sup>85</sup> 今回、19サンプルの標準化補正には採用していない。理由は、エリアを細分すると最寄駅まで5分以内が標準的とは言えないと判断したこと、5分超のデータが「6～7分」であり、ほとんど5分以内と差がなかったため。

<sup>86</sup> 「国土交通02」.p7参照

<sup>87</sup> 参考までに、目的変数を取引利回り、説明変数を地域区分、築年数、延床面積、ワンフロア当たりの賃貸床面積、テナント数、耐震基準、最寄駅までの距離、土地の借地及び共有、建物の区分所有又は共有として重回帰分析・数量化 類でサンプルデータを分析したが、地域性については興味深い結果が得られたが、個別的要因については、あまり説明できる結果は得られなかった。

別表4-1参照

## 建物の劣化リスク

(定額法を採用)

償却率：定額法を採用

建物の耐用年数：40年

初年度建物構成割合：20%（積算価格比）

		× -2.5%	1/		千万円	千万円	千万円		×
年度	残存耐用年数	建物の減価率	建物の償却率	建物償却率1年目との差	土地の積算価格	建物の積算価格	土地+建物積算価格	建物の構成割合	劣化リスク
40	0	-100%	-	-	80	0	80	0.00%	-
35	5	-88%	20.0%	17.50%	80	3	83	3.03%	0.5%
30	10	-75%	10.0%	7.50%	80	5	85	5.88%	0.4%
25	15	-63%	6.7%	4.17%	80	8	88	8.57%	0.4%
20	20	-50%	5.0%	2.50%	80	10	90	11.11%	0.3%
15	25	-38%	4.0%	1.50%	80	13	93	13.51%	0.2%
10	30	-25%	3.3%	0.83%	80	15	95	15.79%	0.1%
5	35	-13%	2.9%	0.36%	80	18	98	17.95%	0.1%
初年度	40	0	2.5%		80	20	100	20.00%	

償却率：定額法を採用

建物の耐用年数：40年

初年度建物構成割合：30%（積算価格比）

		× -2.5%	1/		千万円	千万円	千万円		×
年度	残存耐用年数	建物の減価率	建物の償却率	建物償却率1年目との差	土地の積算価格	建物の積算価格	土地+建物積算価格	建物の構成割合	劣化リスク
40	0	-100%	-	-	70	0	70	0.00%	-
35	5	-88%	20.0%	17.50%	70	4	74	5.08%	0.9%
30	10	-75%	10.0%	7.50%	70	8	78	9.68%	0.7%
25	15	-63%	6.7%	4.17%	70	11	81	13.85%	0.6%
20	20	-50%	5.0%	2.50%	70	15	85	17.65%	0.4%
15	25	-38%	4.0%	1.50%	70	19	89	21.13%	0.3%
10	30	-25%	3.3%	0.83%	70	23	93	24.32%	0.2%
5	35	-13%	2.9%	0.36%	70	26	96	27.27%	0.1%
初年度	40	0	2.5%		70	30	100	30.00%	

## 建物の劣化リスク

(定額法を採用)

償却率：定額法を採用

建物の耐用年数：40年

初年度建物構成割合：40% (積算価格比)

		× -2.5%	1/		千万円	千万円	千万円		×
年度	残存耐用年数	建物の減価率	建物の償却率	建物償却率1年目との差	土地の積算価格	建物の積算価格	土地+建物積算価格	建物の構成割合	劣化リスク
40	0	-100%	-	-	60	0	60	0.00%	-
35	5	-88%	20.0%	17.50%	60	5	65	7.69%	1.3%
30	10	-75%	10.0%	7.50%	60	10	70	14.29%	1.1%
25	15	-63%	6.7%	4.17%	60	15	75	20.00%	0.8%
20	20	-50%	5.0%	2.50%	60	20	80	25.00%	0.6%
15	25	-38%	4.0%	1.50%	60	25	85	29.41%	0.4%
10	30	-25%	3.3%	0.83%	60	30	90	33.33%	0.3%
5	35	-13%	2.9%	0.36%	60	35	95	36.84%	0.1%
初年度	40	0	2.5%		60	40	100	40.00%	

償却率：定額法を採用

建物の耐用年数：40年

初年度建物構成割合：50% (積算価格比)

		× -2.5%	1/		千万円	千万円	千万円		×
年度	残存耐用年数	建物の減価率	建物の償却率	建物償却率1年目との差	土地の積算価格	建物の積算価格	土地+建物積算価格	建物の構成割合	劣化リスク
40	0	-100%	-	-	50	0	50	0.00%	-
35	5	-88%	20.0%	17.50%	50	6	56	11.11%	1.9%
30	10	-75%	10.0%	7.50%	50	13	63	20.00%	1.5%
25	15	-63%	6.7%	4.17%	50	19	69	27.27%	1.1%
20	20	-50%	5.0%	2.50%	50	25	75	33.33%	0.8%
15	25	-38%	4.0%	1.50%	50	31	81	38.46%	0.6%
10	30	-25%	3.3%	0.83%	50	38	88	42.86%	0.4%
5	35	-13%	2.9%	0.36%	50	44	94	46.67%	0.2%
初年度	40	0	2.5%		50	50	100	50.00%	



## 建物の劣化リスク

(定額法を採用)

償却率：定額法を採用

建物の耐用年数：40年

初年度建物構成割合：60% (積算価格比)

		× -2.5%	1/		千円	千円	千円		×
年度	残存耐用年数	建物の減価率	建物の償却率	建物償却率1年目との差	土地の積算価格	建物の積算価格	土地+建物積算価格	建物の構成割合	劣化リスク
40	0	-100%	-	-	40	0	40	0.00%	-
35	5	-88%	20.0%	17.50%	40	8	48	15.79%	2.8%
30	10	-75%	10.0%	7.50%	40	15	55	27.27%	2.0%
25	15	-63%	6.7%	4.17%	40	23	63	36.00%	1.5%
20	20	-50%	5.0%	2.50%	40	30	70	42.86%	1.1%
15	25	-38%	4.0%	1.50%	40	38	78	48.39%	0.7%
10	30	-25%	3.3%	0.83%	40	45	85	52.94%	0.4%
5	35	-13%	2.9%	0.36%	40	53	93	56.76%	0.2%
初年度	40	0	2.5%		40	60	100	60.00%	

償却率：定額法を採用

建物の耐用年数：40年

初年度建物構成割合：70% (積算価格比)

		× -2.5%	1/		千円	千円	千円		×
年度	残存耐用年数	建物の減価率	建物の償却率	建物償却率1年目との差	土地の積算価格	建物の積算価格	土地+建物積算価格	建物の構成割合	劣化リスク
40	0	-100%	-	-	30	0	30	0.00%	-
35	5	-88%	20.0%	17.50%	30	9	39	22.58%	4.0%
30	10	-75%	10.0%	7.50%	30	18	48	36.84%	2.8%
25	15	-63%	6.7%	4.17%	30	26	56	46.67%	1.9%
20	20	-50%	5.0%	2.50%	30	35	65	53.85%	1.3%
15	25	-38%	4.0%	1.50%	30	44	74	59.32%	0.9%
10	30	-25%	3.3%	0.83%	30	53	83	63.64%	0.5%
5	35	-13%	2.9%	0.36%	30	61	91	67.12%	0.2%
初年度	40	0	2.5%		30	70	100	70.00%	

## 建物の劣化リスク

(償還基金率を採用)

償却率：償還基金率（基本利率5%）を採用

建物の耐用年数：40年

初年度建物構成割合：20%（積算価格比）

		× -2.5%	償還 基金率		千万円	千万円	千万円		×
年度	残存 耐用 年数	建物の 減価率	建物の 償却率	建物償却 率1年目 との差	土地の 積算価格	建物の 積算価格	土地+建物 積算価格	建物の 構成割合	劣化 リスク
40	0	-100%	-	-	80	0	80	0.00%	-
35	5	-88%	18.10%	17.27%	80	3	83	3.03%	0.5%
30	10	-75%	7.95%	7.12%	80	5	85	5.88%	0.4%
25	15	-63%	4.63%	3.81%	80	8	88	8.57%	0.3%
20	20	-50%	3.02%	2.20%	80	10	90	11.11%	0.2%
15	25	-38%	2.10%	1.27%	80	13	93	13.51%	0.2%
10	30	-25%	1.51%	0.68%	80	15	95	15.79%	0.1%
5	35	-13%	1.11%	0.28%	80	18	98	17.95%	0.1%
初年度	40	0	0.83%		80	20	100	20.00%	

償却率：償還基金率（基本利率5%）を採用

建物の耐用年数：40年

初年度建物構成割合：30%（積算価格比）

		× -2.5%	償還 基金率		千万円	千万円	千万円		×
年度	残存 耐用 年数	建物の 減価率	建物の 償却率	建物償却 率1年目 との差	土地の 積算価格	建物の 積算価格	土地+建物 積算価格	建物の 構成割合	劣化 リスク
40	0	-100%	-	-	70	0	70	0.00%	-
35	5	-88%	18.10%	17.27%	70	4	74	5.08%	0.9%
30	10	-75%	7.95%	7.12%	70	8	78	9.68%	0.7%
25	15	-63%	4.63%	3.81%	70	11	81	13.85%	0.5%
20	20	-50%	3.02%	2.20%	70	15	85	17.65%	0.4%
15	25	-38%	2.10%	1.27%	70	19	89	21.13%	0.3%
10	30	-25%	1.51%	0.68%	70	23	93	24.32%	0.2%
5	35	-13%	1.11%	0.28%	70	26	96	27.27%	0.1%
初年度	40	0	0.83%		70	30	100	30.00%	

## 建物の劣化リスク

(償還基金率を採用)

償却率：償還基金率（基本利率5%）を採用

建物の耐用年数：40年

初年度建物構成割合：40%（積算価格比）

		× -2.5%	償還 基金率		千万円	千万円	千万円		×
年度	残存 耐用 年数	建物の 減価率	建物の 償却率	建物償却 率1年目 との差	土地の 積算価格	建物の 積算価格	土地+建物 積算価格	建物の 構成割合	劣化 リスク
40	0	-100%	-	-	60	0	60	0.00%	-
35	5	-88%	18.10%	17.27%	60	5	65	7.69%	1.3%
30	10	-75%	7.95%	7.12%	60	10	70	14.29%	1.0%
25	15	-63%	4.63%	3.81%	60	15	75	20.00%	0.8%
20	20	-50%	3.02%	2.20%	60	20	80	25.00%	0.5%
15	25	-38%	2.10%	1.27%	60	25	85	29.41%	0.4%
10	30	-25%	1.51%	0.68%	60	30	90	33.33%	0.2%
5	35	-13%	1.11%	0.28%	60	35	95	36.84%	0.1%
初年度	40	0	0.83%		60	40	100	40.00%	

償却率：償還基金率（基本利率5%）を採用

建物の耐用年数：40年

初年度建物構成割合：50%（積算価格比）

		× -2.5%	償還 基金率		千万円	千万円	千万円		×
年度	残存 耐用 年数	建物の 減価率	建物の 償却率	建物償却 率1年目 との差	土地の 積算価格	建物の 積算価格	土地+建物 積算価格	建物の 構成割合	劣化 リスク
40	0	-100%	-	-	50	0	50	0.00%	-
35	5	-88%	18.10%	17.27%	50	6	56	11.11%	1.9%
30	10	-75%	7.95%	7.12%	50	13	63	20.00%	1.4%
25	15	-63%	4.63%	3.81%	50	19	69	27.27%	1.0%
20	20	-50%	3.02%	2.20%	50	25	75	33.33%	0.7%
15	25	-38%	2.10%	1.27%	50	31	81	38.46%	0.5%
10	30	-25%	1.51%	0.68%	50	38	88	42.86%	0.3%
5	35	-13%	1.11%	0.28%	50	44	94	46.67%	0.1%
初年度	40	0	0.83%		50	50	100	50.00%	

## 建物の劣化リスク

(償還基金率を採用)

償却率：償還基金率（基本利率5%）を採用

建物の耐用年数：40年

初年度建物構成割合：60%（積算価格比）

		× -2.5%	償還 基金率		千万円	千万円	千万円		×
年度	残存 耐用 年数	建物の 減価率	建物の 償却率	建物償却 率1年目 との差	土地の 積算価格	建物の 積算価格	土地+建物 積算価格	建物の 構成割合	劣化 リスク
40	0	-100%	-	-	40	0	40	0.00%	-
35	5	-88%	18.10%	17.27%	40	8	48	15.79%	2.7%
30	10	-75%	7.95%	7.12%	40	15	55	27.27%	1.9%
25	15	-63%	4.63%	3.81%	40	23	63	36.00%	1.4%
20	20	-50%	3.02%	2.20%	40	30	70	42.86%	0.9%
15	25	-38%	2.10%	1.27%	40	38	78	48.39%	0.6%
10	30	-25%	1.51%	0.68%	40	45	85	52.94%	0.4%
5	35	-13%	1.11%	0.28%	40	53	93	56.76%	0.2%
初年度	40	0	0.83%		40	60	100	60.00%	

償却率：償還基金率（基本利率5%）を採用

建物の耐用年数：40年

初年度建物構成割合：70%（積算価格比）

		× -2.5%	償還 基金率		千万円	千万円	千万円		×
年度	残存 耐用 年数	建物の 減価率	建物の 償却率	建物償却 率1年目 との差	土地の 積算価格	建物の 積算価格	土地+建物 積算価格	建物の 構成割合	劣化 リスク
40	0	-100%	-	-	30	0	30	0.00%	-
35	5	-88%	18.10%	17.27%	30	9	39	22.58%	3.9%
30	10	-75%	7.95%	7.12%	30	18	48	36.84%	2.6%
25	15	-63%	4.63%	3.81%	30	26	56	46.67%	1.8%
20	20	-50%	3.02%	2.20%	30	35	65	53.85%	1.2%
15	25	-38%	2.10%	1.27%	30	44	74	59.32%	0.8%
10	30	-25%	1.51%	0.68%	30	53	83	63.64%	0.4%
5	35	-13%	1.11%	0.28%	30	61	91	67.12%	0.2%
初年度	40	0	0.83%		30	70	100	70.00%	

別表 2-1

		海外のインデックス	
インデックスの名称		IPDインデックス（イギリス）	NCREIFインデックス（アメリカ）
作成機関		IPD (Investment Property Databank Ltd.)	NCREIF (National Council of Real Estate Investment Fiduciaries) 全米不動産投資運用業者協議会
算 出 ベ ー ス	不動産価値の 算出方法	土 地	・ 内部鑑定士による各年の鑑定 ・ 外部鑑定士による4年毎の鑑定 時価合計の背景があり、インデックスの作 成のために特別に評価したものではない
		建 物	
賃料データ		機関投資家（実質的所有者）からの 成約賃料実績値	会員である年金基金等のファンド (実質的所有者)における成約賃料実績値
ア ウ ト プ ッ ト	エリアカテゴリー		・ 英国全域 ・ スコットランド、北アイルランド等を含む カウンティ（県） ・ ロンドンシティ他4地区
	対象不動産 カテゴリー	用途等	オフィスビル、商業施設、工業施設
		規模	各用途に応じて面積規模により5段階に分類
	公表	公表開始	85年
		頻度・始点	月次報告書、年次報告書の形で公表
実績データのカバリング度		・ サンプル数13,900 ・ 総資産額750億ポンド（約13兆円） 英国機関投資家保有不動産の90%以上 2000年2月時点	・ サンプル数2,469 ・ 総資産額774.3億ドル（約7.9兆円） 99年12月時点

出典：「不動産証券化ハンドブック2002」、不動産シンジケーション協議会 .p127

別表 2-2

		国内のインデックス	
インデックスの名称		住生総研インデックス	STIX (住友信託銀行不動産投資インデックス)
作成機関		住友生命総合研究所	住友信託銀行 住友基礎研究所 共同開発
算 出 ベ ー ス	不動産価値 の算出方法	土 地	公示地価、基準地価、路線価を基に算出
		建 物	公示地価を基に算出
	賃料データ	新規実質賃料(各種資料データ) を基に算出	オフィスビル工事費単価 (建設統計月報)に基づき算出
ア ウ ト プ ツ ト	エリアカテゴリー	首都圏、名古屋圏、近畿圏、 地方主要都市の57地点	東京5区(千代田、港、中央、新宿、渋谷) の8エリア(丸の内、神田等)および 大阪中心9エリア(梅田、堂島等)
	対象不動産 カテゴリー	用途等	オフィスビル
		規模	公表賃料には規模分類なし
	公表	公表開始	96年10月
		頻度・始点	97年8月
実績データのカバリング度	年2回・85年	1年毎・76年	
実績データのカバリング度		実績データを集計(平均)する方法をとっていない。	

出典：「不動産証券化ハンドブック2002」、不動産シンジケーション協議会 .p128

別表 2-3

		国内のインデックス	
インデックスの名称		MTB- IKOMA不動産投資インデックス	KRRIX (KEN-REI住宅投資インデックス)
作成機関		三菱信託銀行(株) (株)生駒データサービスシステム 共同開発	(株)ケン・コーポレーション (財)日本不動産研究所 共同開発
算 出 ベ ー ス	不動産価値 の算出方法	土地	標準地の公示地価  売買事例データから価格査定モデルを構築し、賃料事例に係る市場価格評価を行う
		建物	
賃料データ		重回帰分析による賃料モデル(約12,000件の成約賃料を統計的に処理、対象標準地の想定土地建物の属性に対応した実質成約賃料を推計)	賃料事例データを整理し、経費率等の査定基準を設定後、賃貸純収益の査定を行う
エリアカテゴリー		全国13都市73ゾーン (丸の内、梅田、栄等)	東京9区(千代田、港、新宿、文京、品川、目黒、大田、世田谷、渋谷)
ア ウ ト プ ツ ト	対象不動産 カテゴリー	用途等	オフィスビル  高級賃貸住宅 (賃料30万円以上または契約面積30坪以上の集合住宅と定義)
		規模	・ 500坪未満 ・ 500坪～1,000坪未満 ・ 1,000坪～3,000坪未満 ・ 3,000坪以上
公表	公表開始	98年11月	99年11月
	頻度・始点	3ヶ月毎・70年	半年毎・98年
実績データのカバリング度		実績データを集計(平均)する方法をとっていない。	

出典：「不動産証券化ハンドブック2002」、不動産シンジケーション協議会 .pp128-129

別表 2-4

		国内のインデックス	
		RENEX	RRPI (リクルート住宅価格インデックス)
インデックスの名称			
作成機関		みずほアセット信託銀行(株) (株)都市未来総合研究所	(株)リクルート
算 出 ベ ー ス	不動産価値 の算出方法	土地	東京都地価動向調査における調査地点 (基準値)の正常価格に基づき算定
		建物	竣工時点の建築費データの実績値、直接把握することが、困難な場合は、類似の事例の建物建築費を採用
	賃料データ	みずほアセット信託銀行の管理不動産の賃料収支データ実績値を採用	・「週刊住宅情報」「週刊住宅情報(賃貸版)」を通して収集される市場価格情報 (「取引が成約された」などの経緯から掲載が停止された市場価格情報)に基づく ・ヘドニック価格法に基づき品質調整
ア ウ ト プ ツ ト	エリアカテゴリー		東京11区(主要5区、周辺6区)  首都圏 (東京区部、埼玉、千葉、都下、神奈川)
	対象不動産 カテゴリー	用途等	オフィスビル  ・中古マンション価格インデックス ・賃貸マンション賃料インデックス ・マンション総合収益率
		規模	公表賃料には規模分類なし  公表資料には規模分数なし
	公表	公表開始	2000年7月  2001年3月
頻度・始点		3ヶ月毎・94年1月  1ヶ月毎・89年4月	
実績データのカバリング度		・58ポイント	・マンション価格 年間約5万件 ・マンション賃料 年間約19万件 ・戸建て住宅価格 年間約7万件

出典：「不動産証券化ハンドブック2002」、不動産シンジケート協議会 .p129

注：安田信託銀行は、みずほアセット信託銀行に名称を変更した。



## 国土交通省の投資用不動産の収益価格調査

都府県	地域	築後 経過年数	主用途	階層	延床 面積	賃貸可能床面積 当りの評価額	割引率	用途地域	指定 容積 率
東京都	麹町・永田町	15年程度	事務所	高層	小規模	532,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	700%
		20年程度	店舗	中層	小規模	493,000 円/m <sup>2</sup>	8%台	商業地域	800%
	銀座	10年程度	事務所	中層	小規模	1,270,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	700%
		5年程度	事務所	高層	中規模	1,060,000 円/m <sup>2</sup>	6%台	商業地域	600%
		15年程度	店舗	高層	小規模	1,080,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	700%
	日本橋	25年程度～	事務所	高層	中規模	543,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	800%
		10年程度	事務所	高層	小規模	949,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	700%
		15年程度	事務所	高層	小規模	661,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	800%
		10年程度	事務所	高層	中規模	659,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	700%
	八重洲	20年程度	事務所	高層	中規模	1,100,000 円/m <sup>2</sup>	6%台	商業地域	800%
		10年程度	事務所	中層	小規模	359,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	600%
	青山・原宿	25年程度～	店舗	高層	大規模	912,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	700%
		10年程度	事務所	高層	中規模	1,070,000 円/m <sup>2</sup>	6%台	商業地域	500%
	六本木・赤坂	10年程度	店舗	高層	小規模	885,000 円/m <sup>2</sup>	8%台	商業地域	700%
		20年程度	店舗	中層	小規模	858,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	500%
	新宿	10年程度	事務所	高層	中規模	926,000 円/m <sup>2</sup>	6%台	商業地域	900%
		25年程度～	事務所	高層	大規模	1,130,000 円/m <sup>2</sup>	6%台	商業地域	1000%
	渋谷	5年程度	事務所	高層	大規模	765,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	500%
		20年程度	事務所	高層	中規模	797,000 円/m <sup>2</sup>	6%台	商業地域	800%
	品川	10年程度	事務所	高層	中規模	469,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	800%
		5年程度	事務所	高層	中規模	479,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	500%
	池袋	20年程度	事務所	高層	中規模	447,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	800%
		25年程度～	事務所	高層	中規模	497,000 円/m <sup>2</sup>	8%台	商業地域	800%
		10年程度	事務所	高層	中規模	828,000 円/m <sup>2</sup>	8%台	商業地域	800%
	上野	15年程度	事務所	高層	中規模	524,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	600%
		5年程度	事務所	高層	中規模	579,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	800%
		5年程度	事務所	高層	中規模	533,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	600%
		10年程度	事務所	高層	中規模	509,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	600%
	神田	5年程度	事務所	高層	小規模	599,000 円/m <sup>2</sup>	6%台	商業地域	700%
		15年程度	事務所	高層	中規模	535,000 円/m <sup>2</sup>	6%台	商業地域	700%
世田谷	15年程度	事務所	中層	小規模	478,000 円/m <sup>2</sup>	9%台	近隣商業	300%	

出典：国土交通省、<http://www.mlit.go.jp/tochimizushigen/tocchi/bessi3.htm>、1999年

## 国土交通省の投資用不動産の収益価格調査

都府県	地域	築後 経過年数	主用途	階層	延床 面積	賃貸可能床面積 当りの評価額	割引率	用途地域	指定 容積 率
神奈川県	横浜	20年程度	事務所	高層	中規模	443,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	600%
		10年程度	事務所	高層	大規模	241,000 円/m <sup>2</sup>	8%台	商業地域	600%
	川崎	15年程度	事務所	高層	大規模	481,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	800%
		10年程度	事務所	高層	大規模	763,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	800%
千葉県	千葉	25年程度～	事務所	高層	中規模	269,000 円/m <sup>2</sup>	8%台	商業地域	800%
		5年程度	事務所	高層	中規模	345,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	600%
		15年程度	事務所	高層	中規模	379,000 円/m <sup>2</sup>	8%台	近隣商業	400%
		5年程度	事務所	高層	大規模	415,000 円/m <sup>2</sup>	8%台	商業地域	600%
埼玉県	大宮	25年程度～	事務所	高層	中規模	340,000 円/m <sup>2</sup>	10%台 以上	商業地域	400%
		20年程度	事務所	中層	小規模	484,000 円/m <sup>2</sup>	9%台	商業地域	400%
		10年程度	事務所	高層	中規模	450,000 円/m <sup>2</sup>	9%台	商業地域	400%
		25年程度～	事務所	高層	中規模	263,000 円/m <sup>2</sup>	10%台 以上	商業地域	400%
愛知県	栄	25年程度～	事務所	超高層	大規模	501,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	1000%
		20年程度	事務所	高層	中規模	449,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	800%
		15年程度	事務所	高層	大規模	508,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	800%
	名古屋駅前	25年程度～	事務所	高層	大規模	257,000 円/m <sup>2</sup>	8%台	商業地域	800%
		20年程度	事務所	高層	中規模	190,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	800%
京都府	烏丸	15年程度	事務所	高層	大規模	521,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	700%
		25年程度～	事務所	中層	中規模	289,000 円/m <sup>2</sup>	8%台	商業地域	700%
大阪府	淀屋橋	25年程度～	事務所	高層	大規模	434,000 円/m <sup>2</sup>	8%台	商業地域	800%
	梅田	10年程度	事務所	超高層	大規模	1,210,000 円/m <sup>2</sup>	6%台	商業地域	1000%
		25年程度～	事務所	高層	小規模	415,000 円/m <sup>2</sup>	10%台 以上	商業地域	600%
		15年程度	店舗	中層	小規模	398,000 円/m <sup>2</sup>	10%台 以上	商業地域	1000%
	心斎橋	15年程度	事務所	高層	大規模	639,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	800%
	船場	20年程度	事務所	高層	中規模	237,000 円/m <sup>2</sup>	10%台 以上	商業地域	800%
		10年程度	事務所	高層	小規模	237,000 円/m <sup>2</sup>	7%台	商業地域	800%
		10年程度	事務所	高層	小規模	386,000 円/m <sup>2</sup>	8%台	商業地域	1000%
京都	10年程度	事務所	高層	小規模	305,000 円/m <sup>2</sup>	10%台 以上	商業地域	600%	
兵庫県	三宮	10年程度	事務所	高層	中規模	440,000 円/m <sup>2</sup>	8%台	商業地域	700%

出典：国土交通省、<http://www.mlit.go.jp/tochimizushigen/tocchi/bessi3.htm>、1999年

## 国土交通省の投資用不動産の収益価格調査

## 対象不動産の概要

	具体的内容	棟数
主用途	事務所	54
	店舗	6
規模 (延床面積)	大規模 (10,000 m <sup>2</sup> 以上)	14
	中規模 (3,000 m <sup>2</sup> ~ 10,000 m <sup>2</sup> 未満)	29
	小規模 (3,000 m <sup>2</sup> 未満)	17
築後年数	5年程度	8
	10年程度	18
	15年程度	12
	20年程度	10
	25年程度	12

## 凡例

階層	中層	3~6階 (地階を除く)
	高層	7~14階 (地階を除く)
	超高層	15階以上 (地階を除く)
延床面積	小規模	3,000 m <sup>2</sup> 未満
	中規模	3,000 m <sup>2</sup> 以上 ~ 10,000 m <sup>2</sup> 未満
	大規模	10,000 m <sup>2</sup> 以上
用途地域・容積率		主たる用途地域・容積率を記載

出典：国土交通省、<http://www.mlit.go.jp/tochimizushigen/tocchi/kekka.htm>、1999年

出典：国土交通省、<http://www.mlit.go.jp/tochimizushigen/tocchi/bessi3.htm>、1999年

## 財団法人日本不動産研究所の不動産投資家調査

下記、1～7は、過去7回の不動産投資家調査の結果をまとめたものである。

## 1. 不動産投資に関する方針と過去6ヶ月間の取引の有無について

	第1回 <sup>1</sup>	第2回	第3回	第4回	第5回	第6回	第7回
積極的に物件を探している	3社	6社	6社	9社	17社	17社	22社
	-	-	-	-	28.3%	34%	36%
条件にあう物件があれば検討する	16社	19社	14社	20社	25社	19社	24社
	-	-	-	-	41.7%	38%	39%
しばらくは不動産投資を行う予定はない	13社	14社	15社	15社	18社	14社	15社
	-	-	-	-	30%	28%	25%
直近の6ヶ月間に実物不動産の取引を行った	-	-	-	-	-	-	40社
	-	-	-	-	-	-	62%

## 2. 利回り

丸の内・大手町地域に所在するトップクラスのオフィスビル：直接収益還元法による場合

	第1回	第2回	第3回	第4回	第5回	第6回	第7回
期待する総合還元利回りの中央値	-	-	5.9%	5.5%	5.4%	5.1%	5.3%
期待する総合還元利回りの平均値	6.3%	5.8%	-	-	5.5%	5.5%	5.4%
期待する総合還元利回りの最頻値	-	-	-	-	5.0%	5.0%	5.0%
上記アンケートに関する有効回答率	-	-	-	63.8%	92.1%	94.6%	94%

リスク・プレミアムと資金調達について

	第1回	第2回	第3回	第4回	第5回	第6回	第7回
想定リスク・プレミアム（中央値）	-	-	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
想定リスク・プレミアム（平均値）	3.5%	2.8%	-	-	-	-	3.4%
投資収益性の比較となる基準利回り（中央値）	-	-	2.8%	2.5%	1.7%	1.6%	1.7%
投資収益性の比較となる基準利回り（平均値）	3.0%	2.7%	-	-	-	-	2.1%
借入金の割合	-	57%	52%	70%	70%	70%	70%
借入金の金利	-	3.1%	3.1%	3.0%	2.5%	2.5%	2.5%
自己資金への期待収益率	-	8.2%	9.4%	8.0%	9.0%	8.0%	9.0%
上記アンケートに関する有効回答率	-	-	-	63.8%	70.6%	68.2%	70%

<sup>1</sup> 「第1回」は「第1回不動産投資家調査」という意味で、第2回～第7回も同様に省略

## 別表 2-9

## DCF法の想定投資期間と期間中期待収益について

	第1回	第2回	第3回	第4回	第5回	第6回	第7回
想定投資期間(最頻値)	10年	10年	10年	10年	10年	10年	10年
想定投資期間(平均値)	-	-	-	-	-	8年	7.9年
想定投資期間(中央値)	-	-	-	-	-	8.8年	-
期待:内部収益率IRR(中央値)	-	-	6.0%	5.0%	5.5%	5.8%	5.8%
期待:内部収益率IRR(平均値)	6.7%	5.6%	-	-	-	-	7.0%
想定:売却時のキャップレート(中央値)	-	-	6.7%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
想定:売却時のキャップレート(平均値)	7.4%	6.1%	-	-	-	-	5.8%
上記アンケートに関する有効回答率	-	-	-	63.8%	79.4%	85.7%	87%

## 3. 立地条件に関して(キャップレートの格差)

立地条件の格差:丸の内・大手町地域と比較した場合<sup>2</sup>

	第1回	第2回	第3回	第4回	第5回	第6回	第7回
日本橋	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
虎ノ門・新橋	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
西新宿	-	-	-	-	0.5%	0.5%	0.5%
渋谷・恵比寿	-	-	-	-	0.5%	0.5%	0.5%
六本木	-	-	-	-	0.5%	0.5%	0.5%
上野	1.4%	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.5%
港南(品川周辺)	1.1%	0.9%	0.9%	1.0%	0.6%	0.8%	0.6%
汐留	-	-	-	-	0.6%	0.5%	0.5%
上記アンケートに関する有効回答率	-	-	-	75.1%	89.8%	90.6%	95%

## 最寄駅からの距離の格差

	第1回	第2回	第3回	第4回	第5回	第6回	第7回
「5分以上」は「5分以内」に対し	-	-	-	-	0.5%	0.5%	0.5%
上記アンケートに関する有効回答率	-	-	-	-	76.2%	71.4%	86%

<sup>2</sup> 第1回は「虎ノ門・日本橋」0.5%、「新橋・赤坂」0.7%、「神田神保町・上野」1.4%、「品川・大崎」1.1%  
 第2回は「虎ノ門・日本橋」0.4%、「新橋・赤坂」0.7%、「神田神保町・上野」1.2%、「品川・大崎」0.9%  
 第3回は「虎ノ門・日本橋」0.4%、「新橋・赤坂」0.6%、「神田神保町・上野」1.2%、「品川・大崎」0.9%  
 第4回は「虎ノ門・日本橋」0.5%、「新橋・赤坂」0.6%、「神田神保町・上野」1.0%、「品川・大崎」1.0%  
 第6回は「品川・港南・汐留」0.6%

別表 2-10

## 4. 建物状況に関して

築年数による格差：築5年未満と比較した場合<sup>3</sup>

	第1回	第2回	第3回	第4回	第5回	第6回	第7回
築5年以上、10年未満	0.4%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.5%	0.4%
築10年以上、20年未満	0.8%	1.0%	0.7%	0.8%	0.7%	0.9%	0.8%
築20年以上	1.7%	1.8%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
築30年以上	2.8%	3.0%	2.2%	2.0%	-	-	-
上記アンケートに関する有効回答率	-	-	-	75.1%	60.3%	85.7%	91%

建物の規模による格差：総延床面積が5万㎡以上と比較した場合

	第1回	第2回	第3回	第4回	第5回	第6回	第7回
1万㎡以上、5万㎡未満	-	-	-	-	0.1%	0.1%	0.1%
3千㎡以上、1万㎡未満	-	-	-	-	0.5%	0.4%	0.5%
3千㎡未満	-	-	-	-	1.0%	0.8%	1.0%
上記アンケートに関する有効回答率	-	-	-	-	83.1%	83.9%	93%

ワンフロアの賃貸床面積による格差：ワンフロア1,500㎡以上のビルと比較した場合<sup>4</sup>

	第1回	第2回	第3回	第4回	第5回	第6回	第7回
500㎡以上、1,500㎡未満	-	-	-	-	0.2%	0.1%	0.1%
300㎡以上、500㎡未満	0.9%	0.6%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
300㎡未満	1.9%	1.1%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
上記アンケートに関する有効回答率	-	-	-	75.1%	84.1%	85.1%	91%

建物の構造が新耐震基準に対応しているか否かの格差

	第1回	第2回	第3回	第4回	第5回	第6回	第7回
対応していない場合		2.2%	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
上記アンケートに関する有効回答率		-	-	75.1%	77.8%	76.8%	88%

維持管理及び設備に関わる格差<sup>5</sup>

	第1回	第2回	第3回	第4回	第5回	第6回	第7回
OA対応ではない	1.0%	1.5%	1.0%	0.8%	-	-	-
フリーアクセス床ではない	-	-	-	-	0.5%	0.5%	0.5%
ゾーン空調ではない	1.3%	1.2%	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
維持管理状況は明らかに劣る	1.7%	1.2%	1.2%	-	1.0%	1.0%	1.0%
24時間対応でない	0.9%	0.4%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
上記アンケートに関する有効回答率	-	-	-	75.1%	83.7%	87.1%	92%

<sup>3</sup> 第1回は「築10年以上、15年未満」で0.8%、「築15年以上、30年未満」で1.7%

第2回は「築10年以上、15年未満」で1.0%、「築15年以上、30年未満」で1.8%

第3回は「築10年以上、15年未満」で0.7%、「築15年以上、30年未満」で1.3%

<sup>4</sup> 第2回、第3回、第4回はワンフロア500㎡以上のビルと比較した場合

<sup>5</sup> 第3回、第4回は「個別空調ではない」という表現が使われている。

## 別表 2-11

## 5. テナント、賃料状況に関して

テナントによる格差：テナントが10社以上で、主として上場企業のテナントと比較した場合

	第1回	第2回	第3回	第4回	第5回	第6回	第7回
主として非上場のテナントである	1.0%	0.6%	0.5%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%

テナント数による格差：テナントが10社以上と比較した場合

	第1回	第2回	第3回	第4回	第5回	第6回	第7回
2~9社の場合	0.7%	0.3%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
シングルテナントの場合	1.3%	0.7%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
上記及びのアンケートに関する有効回答率	-	-	-	75.1%	79.4%	80.4%	85%

## 6. 新規市場賃料と現行賃料との不均衡による格差

	第1回	第2回	第3回	第4回	第5回	第6回	第7回
現行賃料が新規市場賃料を上回る場合	0.7%	0.1%	0.3%	0.0%	0.2%	0.3%	0.2%
現行賃料が新規市場賃料を下回る場合	0.5%	0.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0%	0%
上記アンケートに関する有効回答率	-	-	-	75.1%	72.1%	71.4%	83%

7. 地方都市におけるオフィスビルに対する期待キャップレート<sup>6</sup>

	第1回	第2回	第3回	第4回	第5回	第6回	第7回
札幌：駅前通り	-	7.5%	9.1%	8.0%	7.5%	7.9%	8.0%
仙台：青葉通り	-	7.3%	9.1%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
名古屋：名駅地区	-	6.9%	8.2%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
大阪：御堂筋沿い	-	6.7%	8.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
神戸：三宮地区	-	-	-	-	7.5%	7.5%	7.5%
広島：紙屋町、八丁堀	-	7.4%	9.2%	7.5%	7.8%	8.0%	8.0%
福岡：天神地区	-	7.0%	8.8%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
上記以外の地方中核市 <sup>7</sup>	-	-	9.2%	8.3%	8.5%	8.5%	8.5%
上記アンケートに関する有効回答率	-	-	-	62.1%	71.9%	76.3%	78%

<sup>6</sup> 上記キャップレートは、主要オフィス地区にあるトップクラスのオフィスビルに対するものである。  
本件においては、賃料変動の予測、賃貸マンション、商業施設のキャップレートには触れていない。

<sup>7</sup> 秋田市、新潟市、宇都宮市、静岡市等の県庁所在地

## 分析対象 19 サンプルの概要

NO	所在地	竣工時期	延床面積	賃貸床面積	テナント数	耐震	還元利回り	取引利回り
P-1	東京都港区西新橋	S57.6	6,914.84	621	9	旧法	5.5%	5.6%
P-2	東京都港区西新橋	S53.12	8,332.65	634	10	旧法	5.8%	5.8%
O-3	東京都港区赤坂	S53.6	6,951.11	497	6	旧法	6.2%	6.4%
O-18	東京都港区赤坂	S63.2	1,526.01	147	8		5.5%	5.7%
O-20	東京都港区赤坂	S48.1	16,272.05	960	19	旧法	5.7%	5.7%
O-21	東京都港区赤坂	S53.10	3,288.83	310	11	旧法	6.1%	6.1%
O-22	東京都港区赤坂	S56.6	1,065.67	90	8	旧法	6.1%	5.7%
O-11	東京都新宿区西新宿	H11.6	1,319.09	96	6		5.1%	5.4%
P-3	東京都渋谷区道玄坂	H3.6	2,721.71	238	8		6.8%	6.9%
P-4	東京都渋谷区桜丘町	H5.2	7,737.27	1,456	2		6.8%	7.6%
N-18	札幌市中央区北三条西	H4.2	10,568.23	549	9		6.3%	6.3%
N-19	札幌市中央区南一条東	S60.11	10,865.75	956	18		7.3%	8.2%
O-9	仙台市青葉区一番町	H3.7	3,514.67	321	3		6.8%	7.0%
N-10	新潟市米山	H8.3	19,950.42	868	18		6.6%	7.0%
N-7	千葉市中央区新町	H3.1	9,072.57	427	20		6.4%	7.0%
N-21	和歌山市美園町	H8.7	6,715.07	550	16		8.4%	8.4%
O-10	大津市梅林	S60.3	1,644.68	228	2		7.4%	7.4%
N-14	香川県高松市寿町	S56.8	3,471.55	317	21		7.5%	8.2%
N-22	福岡市中央区天神	H12.7	8,690.95	470	7		6.1%	6.2%



## 標準化補正項目の分類基準

NO	築年数	建物の延床面積	1F 賃貸床面積	テナント数	新耐震基準
1	築 5 年未満	5 万㎡以上	1,500 ㎡以上	10 社以上	対応
2	築 5 年以上 10 年未満	1 万㎡以上 5 万㎡未満	500 ㎡以上 1,500 ㎡未満	2 ~ 9 社	非対応
3	築 10 年以上 20 年未満	3 千㎡以上 1 万㎡未満	300 ㎡以上 500 ㎡未満	シングルテナント	
4	築 20 年以上 30 年未満	3 千㎡未満	300 ㎡未満		
5	築 30 年以上				

## 標準化補正項目の代表値の抽出

## 1. 東京都主要 5 区

NO	築年数	建物の延床面積	1F 賃貸床面積	テナント数	新耐震基準	所在地
N-1	2	2	2	1	1	東京都中央区京橋
N-2	2	3	4	3	1	東京都中央区京橋
N-3	3	3	3	2	1	東京都中央区日本橋人形町
N-4	3	3	3	2	1	東京都千代田区麹町
N-5	1	3	3	2	1	東京都千代田区神田錦町
P-1	4	3	2	2	2	東京都港区西新橋
P-2	4	3	2	1	2	東京都港区西新橋
P-3	3	4	4	2	1	東京都渋谷区道玄坂
P-4	3	3	2	2	1	東京都渋谷区桜丘町
P-5	3	3	2	2	1	東京都新宿区高田馬場
O-3	4	3	3	2	2	東京都港区赤坂
O-4	3	3	3	3	1	東京都千代田区神田富山町
O-6	2	3	3	2	1	東京都千代田区一番町
O-7	2	3	4	2	1	東京都新宿区岩戸町
O-8	3	4	4	3	1	東京都中央区日本橋茅場町
O-11	1	4	4	2	1	東京都新宿区西新宿
O-13	3	3	3	2	1	東京都渋谷区神宮前
O-15	2	4	3	2	1	東京都新宿区馬場下町
O-16	3	3	4	2	1	東京都中央区東日本橋
O-17	3	4	4	1	1	東京都渋谷区千駄ヶ谷
O-18	3	4	4	2	1	東京都港区赤坂
O-19	2	4	4	2	1	東京都港区芝
O-20	4	2	2	1	2	東京都港区赤坂
O-21	4	3	3	1	2	東京都港区赤坂
O-22	4	4	4	2	2	東京都港区赤坂
O-23	3	3	3	2	1	東京都港区芝
O-24	3	3	4	3	1	東京都港区芝大門

上記数値（1～4のカテゴリーの数値）は、サンプルデータ1を、別表3-1の「標準化補正項目の分類基準」に基づき分類したもので、下表はその集計結果である。

NO	築年数	建物の延床面積	1F 賃貸床面積	テナント数	新耐震基準
1	2	0	0	5	21
2	6	2	6	18	6
3	13 <sup>8</sup>	17	10	4	-
4	6	8	11	-	-
5	0	-	-	-	-

上記数値は、サンプル数である。

<sup>8</sup> 最頻のカテゴリーの数を、赤文字に色分けした。

（代表値と必ずしも一致していないことに注意）

## 標準化補正項目の代表値の抽出

## 2. 東京都 18 区

NO	築年数	建物の延床面積	1F 賃貸床面積	テナント数	新耐震基準	所在地
N-6	2	2	2	2	1	東京都墨田区錦糸
N-9	4	3	2	2	2	東京都豊島区東池袋
P-6	3	4	4	2	1	東京都文京区本郷
O-2	2	2	2	3	1	東京都荒川区荒川
O-5	2	2	2	2	1	東京都江東区東陽
O-12	3	4	2	2	1	東京都品川区西五反田
O-14	3	3	2	2	1	東京都江東区木場
O-25	2	3	4	3	1	東京都品川区東五反田

1	0	0	0	0	7
2	4	3	6	6	1
3	3	3	0	2	-
4	1	2	2	-	-
5	0	-	-	-	-

上記数値は、サンプル数である。

## 3. 地方都市

NO	築年数	建物の延床面積	1F 賃貸床面積	テナント数	新耐震基準	所在地
N-7	3	3	3	1	1	千葉市中央区新町
N-8	3	3	2	2	1	横浜市中区日本大通
N-10	2	2	2	1	1	新潟市米山
N-11	1	1	2	1	1	大阪市北区梅田
N-12	3	3	4	2	1	大阪市北区浪花町
N-13	5	2	2	1	2	大阪市中央区本町
N-14	4	3	3	1	1	香川県高松市寿町
N-15	3	3	2	1	1	香川県高松市寿町
N-16	3	3	2	1	1	福岡市博多区博多駅前
N-17	3	3	3	1	1	那覇市松山
N-18	3	2	2	2	1	札幌市中央区北三条西
N-19	3	2	2	1	1	札幌市中央区南一条東
N-20	2	2	2	2	1	仙台市宮城野区榴岡
N-21	2	3	2	1	1	和歌山市美園町
N-22	1	3	3	2	1	福岡市中央区天神
P-7	3	3	2	2	1	神奈川県横浜市西区北幸
P-8	3	1	1	1	1	神奈川県川崎市高津区坂戸
O-1	2	2	2	2	1	東京都三鷹市下連雀
O-9	3	3	3	2	1	仙台市青葉区一番町
O-10	3	4	4	2	1	大津市梅林

1	2	2	1	11	19
2	4	6	12	9	1
3	12	11	5	0	-
4	1	1	2	-	-
5	1	-	-	-	-

上記数値は、サンプル数である。

## 各地域の標準的なオフィスモデル

## 1. 東京都主要 5 区

地域	東京都主要 5 区 (千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区)
主な用途	事務所
築年数	築 5 年以上、10 年未満
建物の延床面積	3 千㎡以上、1 万㎡未満
1F 賃貸床面積	300 ㎡以上、500 ㎡未満
テナント数	2~9 社
新耐震基準	対応

## 2. 東京都 18 区

地域	東京 23 区の内、主要 5 区を除く区
主な用途	事務所
築年数	築 5 年以上、10 年未満
建物の延床面積	3 千㎡以上、1 万㎡未満
1F 賃貸床面積	500 ㎡以上、1500 ㎡未満
テナント数	2~9 社
新耐震基準	対応

## 3. 地方都市

地域	地方の中核都市 (県庁所在地の都市等)
主な用途	事務所
築年数	築 5 年以上、10 年未満
建物の延床面積	3 千㎡以上、1 万㎡未満
1F 賃貸床面積	500 ㎡以上、1500 ㎡未満
テナント数	10 社以上
新耐震基準	対応

## 補正率表

## 1. 不動産投資家のアンケート結果による補正率表

NO <sup>9</sup>	築年数 <sup>10</sup>	建物の延床面積	1F 賃貸床面積	テナント数	新耐震基準
1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2	0.4%	0.1%	0.1%	0.2%	1.0%
3	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	
4	1.5%	1.0%	1.0%		
5	2.0%				

## 2. 東京都主要 5 区の補正率表

NO	築年数	建物の延床面積	1F 賃貸床面積	テナント数	新耐震基準
1	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-0.2%	0.0%
2	0.0%	-0.4%	-0.4%	0.0%	1.0%
3	0.4%	0.0%	0.0%	0.3%	
4	1.1%	0.5%	0.5%		
5	1.6%				

## 3. 東京都 18 区の補正率表

NO	築年数	建物の延床面積	1F 賃貸床面積	テナント数	新耐震基準
1	-0.4%	-0.5%	-0.1%	-0.2%	0.0%
2	0.0%	-0.4%	0.0%	0.0%	1.0%
3	0.4%	0.0%	0.4%	0.3%	
4	1.1%	0.5%	0.9%		
5	1.6%				

## 4. 地方都市の補正率表

NO	築年数	建物の延床面積	1F 賃貸床面積	テナント数	新耐震基準
1	-0.4%	-0.5%	-0.1%	0.0%	0.0%
2	0.0%	-0.4%	0.0%	0.2%	1.0%
3	0.4%	0.0%	0.4%	0.5%	
4	1.1%	0.5%	0.9%		
5	1.6%				

<sup>9</sup> NO は、別表 3-1 に対応

<sup>10</sup> 第 1 章の定額法、初年度建物構成割合（積算価格比）50%と類似した結果である。

また、国土交通省のアンケート結果は、1：0%、2：0.1%、3：0.7%、4：1.2%、5：1.4%で、第 1 章の定額法、初年度建物構成割合（積算価格比）40%と類似した結果である。

なお、本論分では初年度建物構成割合が不明なため第 1 章の検討結果は採用しない。

## 利回りの標準化補正

対象：取引利回り

エリア：東京都主要 5 区

標準化補正：5 項目

NO	所在地	築年数	建物の延床面積	1F 賃貸床面積	テナント数	新耐震基準	総和
P-1	東京都港区西新橋	1.1%	0.0%	-0.4%	0.0%	1.0%	1.7%
P-2	東京都港区西新橋	1.1%	0.0%	-0.4%	-0.2%	1.0%	1.5%
O-3	東京都港区赤坂	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	2.1%
O-18	東京都港区赤坂	0.4%	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	1.4%
O-20	東京都港区赤坂	1.1%	-0.4%	-0.4%	-0.2%	1.0%	1.1%
O-21	東京都港区赤坂	1.1%	0.0%	0.0%	-0.2%	1.0%	1.9%
O-22	東京都港区赤坂	1.1%	0.5%	0.5%	0.0%	1.0%	3.1%
O-11	東京都新宿区西新宿	-0.4%	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.6%
P-3	東京都渋谷区道玄坂	0.4%	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	1.4%
P-4	東京都渋谷区桜丘町	0.4%	0.0%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

対象：還元利回り<sup>11</sup>

エリア：東京都主要 5 区

標準化補正：5 項目

NO	所在地	築年数	建物の延床面積	1F 賃貸床面積	テナント数	新耐震基準	総和
P-4	東京都渋谷区桜丘町	0.0%	0.0%	-0.4%	0.0%	0.0%	-0.4%

対象：取引利回り

エリア：東京都主要 5 区

標準化補正：3 項目

NO	所在地	築年数	テナント数	新耐震基準	総和
P-1	東京都港区西新橋	1.1%	0.0%	1.0%	2.1%
P-2	東京都港区西新橋	1.1%	-0.2%	1.0%	1.9%
O-3	東京都港区赤坂	1.1%	0.0%	1.0%	2.1%
O-18	東京都港区赤坂	0.4%	0.0%	0.0%	0.4%
O-20	東京都港区赤坂	1.1%	-0.2%	1.0%	1.9%
O-21	東京都港区赤坂	1.1%	-0.2%	1.0%	1.9%
O-22	東京都港区赤坂	1.1%	0.0%	1.0%	2.1%
O-11	東京都新宿区西新宿	-0.4%	0.0%	0.0%	-0.4%
P-3	東京都渋谷区道玄坂	0.4%	0.0%	0.0%	0.4%
P-4	東京都渋谷区桜丘町	0.4%	0.0%	0.0%	0.4%

対象：還元利回り

エリア：東京都主要 5 区

標準化補正：3 項目

NO	所在地	築年数	テナント数	新耐震基準	総和
P-4	東京都渋谷区桜丘町	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

<sup>11</sup> 取引利回りの築年数は、新築時から取引時点まで、還元利回りの築年数は、新築時から価格時点までとしたため、P-4 のみ築年数の格差率が還元利回りと取引利回りで異なった。P-4 以外は、取引利回りとは同一である。

## 利回りの標準化補正

対象：取引利回り  
 エリア：地方都市  
 標準化補正：5項目

NO	所在地	築年数	建物の 延床面積	1F賃貸 床面積	テナント数	新耐震基準	総和
N-18	札幌市中央区北三条西	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
N-19	札幌市中央区南一条東	0.4%	-0.4%	0.0%	0.2%	0.0%	0.2%
O-9	仙台市青葉区一番町	0.4%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
N-10	新潟市米山	0.4%	0.0%	0.4%	0.2%	0.0%	1.0%
N-7	千葉市中央区新町	0.0%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.4%
N-21	和歌山市美園町	0.4%	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.8%
O-10	大津市梅林	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
N-14	香川県高松市寿町	0.4%	0.5%	0.9%	0.2%	0.0%	2.0%
N-22	福岡市中央区天神	1.1%	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	1.5%

対象：取引利回り  
 エリア：地方都市  
 標準化補正：3項目

NO	所在地	築年数	テナント数	新耐震基準	総和
N-18	札幌市中央区北三条西	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
N-19	札幌市中央区南一条東	0.4%	0.2%	0.0%	0.6%
O-9	仙台市青葉区一番町	0.4%	0.0%	0.0%	0.4%
N-10	新潟市米山	0.4%	0.2%	0.0%	0.6%
N-7	千葉市中央区新町	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
N-21	和歌山市美園町	0.4%	0.0%	0.0%	0.4%
O-10	大津市梅林	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
N-14	香川県高松市寿町	0.4%	0.2%	0.0%	0.6%
N-22	福岡市中央区天神	1.1%	0.0%	0.0%	1.1%

## 不動産投資家の期待キャップレートとの比較

## 1. 東京都主要 5 区

NO	所在地	CR1 <sup>12</sup>	CR2 <sup>13</sup>	CR3 <sup>14</sup>	CR4 <sup>15</sup>	CR5 <sup>16</sup>	CR6 <sup>17</sup>	CR7 <sup>18</sup>
P-1	東京都港区西新橋	5.8%	5.6% <sup>19</sup>	5.5%	3.5%	3.4%	3.9%	3.8%
P-2	東京都港区西新橋	5.8%	5.8%	5.8%	3.9%	3.9%	4.3%	4.3%
O-3	東京都港区赤坂	5.9%	6.4%	6.2%	4.3%	4.1%	4.3%	4.1%
O-18	東京都港区赤坂	5.9%	5.7%	5.5%	5.3%	5.1%	4.3%	4.1%
O-20	東京都港区赤坂	5.9%	5.7%	5.7%	3.8%	3.8%	4.6%	4.6%
O-21	東京都港区赤坂	5.9%	6.1%	6.1%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
O-22	東京都港区赤坂	5.9%	5.7%	6.1%	3.6%	4.0%	2.6%	3.0%
O-11	東京都新宿区西新宿	5.8%	5.4%	5.1%	5.8%	5.5%	4.8%	4.5%
P-3	東京都渋谷区道玄坂	5.8%	6.9%	6.8%	6.5%	6.4%	5.5%	5.4%
P-4	東京都渋谷区桜丘町	5.8%	7.6%	6.8%	7.2%	6.8%	7.6%	7.2%

## 2. 地方都市

NO	所在地	CR1	CR2	CR3	CR4	CR5	CR6	CR7
N-18	札幌市中央区北三条西	8.0%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
N-19	札幌市中央区南一条東	8.0%	8.2%	7.3%	7.6%	6.7%	8.0%	7.1%
O-9	仙台市青葉区一番町	7.5%	7.0%	6.8%	6.6%	6.4%	7.0%	6.8%
N-10	新潟市米山	8.5%	7.0%	6.6%	6.4%	6.0%	6.0%	5.6%
N-7	千葉市中央区新町	8.5%	7.0%	6.4%	7.0%	6.4%	7.4%	6.8%
N-21	和歌山市美園町	8.5%	8.4%	8.4%	8.0%	8.0%	7.6%	7.6%
O-10	大津市梅林	8.5%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
N-14	香川県高松市寿町	8.5%	8.2%	7.5%	7.6%	6.9%	6.2%	5.5%
N-22	福岡市中央区天神	7.5%	6.2%	6.1%	5.1%	5.0%	4.7%	4.6%

<sup>12</sup> CR1：不動産投資家の期待キャップレート

<sup>13</sup> CR2：取引利回り = 取得価格 / 償却前純収益（J-REITの開示データより）

<sup>14</sup> CR3：還元利回り（J-REITの開示データより）

<sup>15</sup> CR4：取引利回りを3項目で標準化補正した、標準的なオフィスのモデルの利回り

<sup>16</sup> CR5：還元利回りを3項目で標準化補正した、標準的なオフィスのモデルの利回り

<sup>17</sup> CR6：取引利回りを5項目で標準化補正した、標準的なオフィスのモデルの利回り

<sup>18</sup> CR7：還元利回りを5項目で標準化補正した、標準的なオフィスのモデルの利回り

<sup>19</sup> 黄色で色分けしているのは、不動産投資家の期待キャップレートに近い利回り



## 統計分析の検討結果（参考）

## 1. 地域格差

	地域区分	格差
1	東京都主要 5 区（港区、千代田区、中央区）	0.0
2	東京都主要 5 区（渋谷区、新宿区）	0.6
3	東京都区内（主要 5 区以外）	1.0
4	首都圏（東京都区内を除く）	1.2
5	大阪市（北区、中央区）	1.6
6	地方都市（上記以外）	1.7

表の見方：東京都主要 5 区（渋谷区、新宿区）は、東京都主要 5 区（港区、千代田区、中央区）と比較し取引利回りは、0.6%高い

注：大阪市（北区、中央区）は、大阪市北区梅田、大阪市中央区本町である。

## 2. テナント数の格差

	テナント数	格差
1	シングル	0.0
2	2～9 社	-0.3
3	10 社以上	-0.3

表の見方：シングルテナントと比較し、テナント数 2～9 社及び 10 社以上は取引利回りが、0.3%低い

t 値は、高くないので説明できていないが、シングルと 2～9 社及び 10 社以上は格差があるが、2～9 社と 10 社以上の間には格差はあまりない。この分析には、テナントの質（上場企業か、IT 産業か）は反映されていないので注意が必要である。

## 3. 建築後経過年数の格差

築年数(年)	0.04
--------	------

表の見方：建築後経過年数が、10 年増えれば、取引利回りは、0.4%上がる。

今回分析した、REIT の収益物件は、築年数はあまり利回りに影響を与えていない。

ただし、この分析結果には、大規模修繕などの経緯が反映されていない点に注意が必要である。すなわち、築年数が古くてもメンテナンスの良い収益物件は、立地が優れていれば収益性が劣らない可能性があり、今回の分析サンプルでは、そのような影響が反映されている可能性がある。

また、地域によって、このような要因の影響が変わるのではないかと考える。すなわち、実物不動産市場では、J-REIT で取得の対象となるような優良な収益物件は取り合いになっており、特に東京都主要 5 区においてはその加熱が強く、売り手が強いマーケットの状況が考えられる。したがって、マーケットの状況（売り手優位又は買い手優位）によって、物件のリスクプレミアムの大きさが異なってくる可能性があるのではないかと考える。

#### 4. 最寄駅までの道路距離の格差

道路距離 (m) LOG	0.4
--------------	-----

表の見方：最寄駅までの道路距離が、1桁増えれば、取引利回りは、0.4%上がる。

すなわち、100 mと1,000 mの格差は、0.4%である。

注：また、数量化 類で、最寄駅までの徒歩分数で5分を境に区分して分析したが、あまり相関は見られなかった。

道路距離 (m)	LOG
100	2.00
500	2.70
1,000	3.00
10,000	4.00
100,000	5.00

#### 5. 総賃貸可能床面積の格差

総賃貸可能面積 (㎡) LOG	-0.1
-----------------	------

表の見方：総賃貸可能面積が、1桁増えれば、取引利回りは、0.1%下がる。

総賃貸可能面積 (㎡)	LOG
100	2.00
500	2.70
1,000	3.00
10,000	4.00
100,000	5.00

すなわち、1,000 ㎡と10,000 ㎡の格差は、0.1%である。

ただし、今回の分析では、t 値は-0.323 と高くないので全く説明できていない。

なお、筆者は、延床面積、賃貸可能面積、ワンフロア当たりの賃貸床面積について、実数、対数変換<sup>20</sup>した数値を採用し、分析を試みたが、ほとんど相関が見られなかった。

---

<sup>20</sup>「量的尺度」は共通して平均値を有効に活用する統計手法であるが、そのためにはデータが「正規分布」していないと駄目であり、重回帰分析の場合、その対象データ（正確にはその母集団）は正規分布しないと、そのデータから導かれた結果は正しいとは言えないと言われている。そのため、「正規分布」するように操作するのがこの対数変換である。

しかしその変換によって、重回帰分析にとっては有効なデータになるかも知れないが、それは本来のデータを結局歪めてしまった「別のデータ」になってしまったのではないかという考えがある。他方、対数変換によって確かに元データとは異なる数値になるが、そのデータの数値の関係性はある程度は保たれているからいいのではないかという考えもある。結局、どの立場に立つかで、変換法への態度は全く異なる。筆者の知るところでは、土地価格の統計分析では、駅距離等を対数変換 (LOG) するのが一般的に行われており、対数変換しても特に問題はないと考え、これを活用した。

## 補足事項

利回りを目的変数にして分析する場合、それを説明する変数は、概ね以下の3つに分類できると考える。

地域性

用途

それ以外の個別的要因

「それ以外の個別的要因」のみで分析するというのは、筆者の理想である。具体的には、例えば、東京都港区に50のオフィスビルの取引利回り、東京都品川区に50のオフィスビルの取引利回りのサンプルがあり、それぞれを個別的要因のみで説明するというものである。この分析ができれば、地域（例えば東京都港区と東京都品川区）ごとに個別的要因の影響がどのくらい違うか分析できる。先ほど、実物不動産市場では、J-REITで取得の対象となるような優良な収益物件は取り合いになっており、特に東京都主要5区においてはその加熱が強く、売り手が強いマーケットの状況が考えられる。したがって、マーケットの状況（売り手優位又は買い手優位）によって、物件のリスクプレミアムの大きさが異なってくる可能性があるのではないかと問題提起したが、このような地域ごとの個別的要因の影響の度合いの分析も同一エリアでサンプルが多数収集できれば可能である。

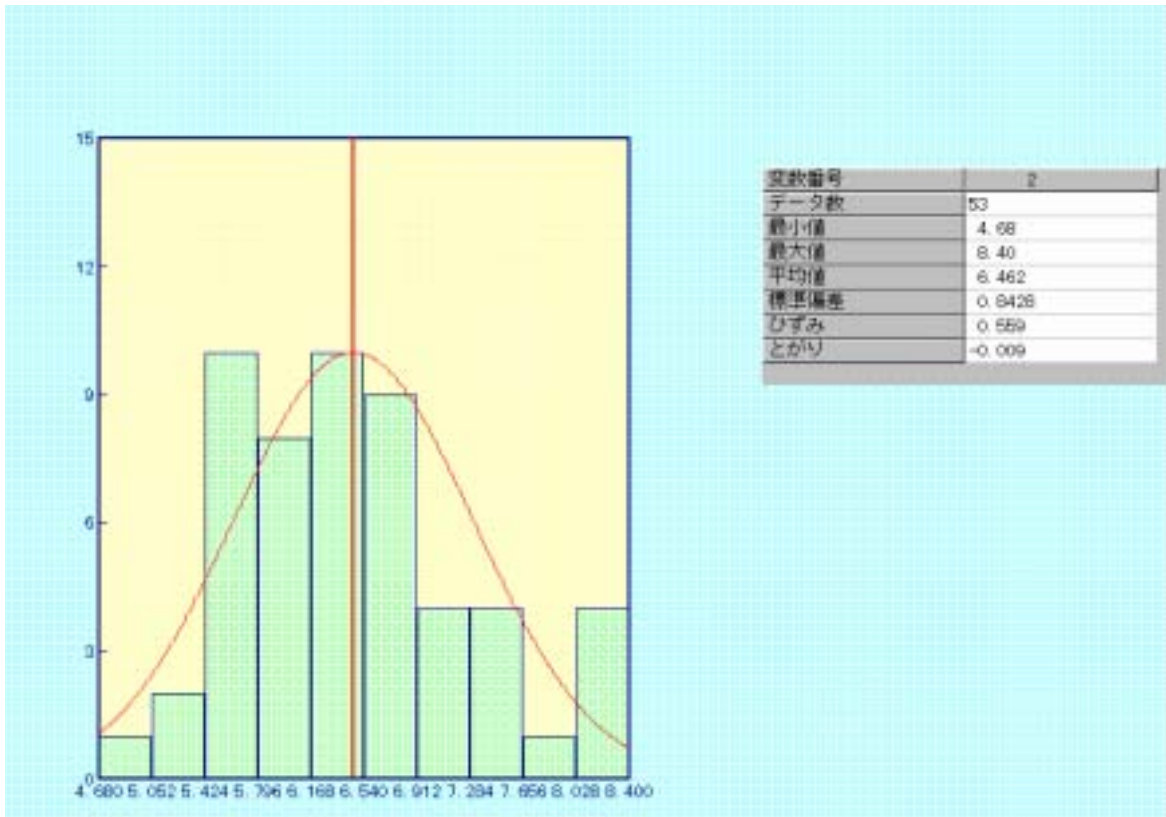
今回の分析は、「地域性」、「それ以外の個別的要因」を説明変数とした。筆者の分析はまだ不十分であるが、今後優れた利回りのモデル式が出てくることを期待している。

「地域性」、「用途」、「それ以外の個別的要因」で分析するやり方も有効と考える。

今回、オフィスビルのみを分析サンプルとしたので、用途間の格差は求めていない。ただし、この分析方法には、一つだけ注意が必要と考える。それは、マンションもオフィスも商業施設も個別的要因の格差が全て同じという前提で分析がなされるということである。

なお今回、上記分析結果の要因以外にも、「土地の共有、借地」、「建物の共有」、「建物の区分所有」、「新耐震基準」等についても分析を試みたが、いずれも当初予想した相関関係と逆の分析結果（逆の相関関係）となり、採用しなかった。

## オフィスの取引利回り



グラフの横軸は、オフィスの取引利回りである。(以下同様)

また、グラフは53サンプル全てのデータを分析対象としている。(以下同様)

### 基本統計量：全データ

No	変数名	データ数	合計	最小値	最大値	平均値	標準偏差	変動係数	ひずみ	とがり
2	取引利回り	53	342.51	4.68	8.4	6.462	0.8428	0.1304	0.559	-0.009
24	延床面積	53	521655.5	1065.67	83500.67	9842.557	13719.8683	1.3939	3.806	17.163
26	総賃貸可能面積	53	293461	812	56180	5537	8239	1.488	5.056	29.027
14	総賃貸可能面積 (㎡) LOG	53	188.81	2.91	4.75	3.562	0.3574	0.1003	0.651	1.524
28	道路距離	53	14230	10	1140	268.5	232.09	0.8644	1.312	2.651
16	道路距離 (m) LOG	53	117.66	1	3.06	2.22	0.4835	0.2178	-0.514	-0.747
17	築年数(年)	53	658	2	32	12.4	6.71	0.5404	0.835	0.584
18	テナント数(数)	53	482	1	42	9.1	7.72	0.8493	1.989	5.6

### 回帰係数

目的変数名	残差平方和	重相関係数	寄与率 R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup>	R <sup>**2</sup>	残差自由度	残差標準偏差
取引利回り	11.75	0.826	0.682	0.606	0.533	42	0.529
変数名	偏回帰係数	標準誤差	t 値	標準偏回帰	トレランス		
定数項	4.942	0.976	5.064				
築年数(年)	0.039	0.013	3.02	0.312	0.709		
道路距離 (m) LOG	0.387	0.162	2.382	0.222	0.873		
総賃貸可能面積 (㎡) LOG	-0.092	0.285	-0.323	-0.039	0.518		

## 変数選択

	目的変数名	残差平方和	重相関係数	寄与率 R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup>
	取引利回り	11.75	0.826	0.682	0.606
		R <sup>2</sup>	残差自由度	残差標準偏差	
		0.533	42	0.529	
vNo	説明変数名	残差平方和	変化量	分散比	偏回帰係数
0	定数項	18.924	7.173	25.6399	4.942
3	地域区分 DM	28.418	16.668	11.9152	
	カテゴリ1: 東京都主要5区(港区、千代田区、中央区)				0
	カテゴリ2: 東京都主要5区(渋谷区、新宿区)				0.635
	カテゴリ3: 東京都区内(主要5区以外)				0.956
	カテゴリ4: 首都圏(東京都区内を除く)				1.201
	カテゴリ5: 大阪市(北区、中央区)				1.571
	カテゴリ6: 地方都市(上記以外)				1.650
19	テナント数 DM	12.097	0.347	0.6193	
	カテゴリ1: シングル				0
	カテゴリ2: 2~9社				-0.29
	カテゴリ3: 10社以上				-0.27
17	築年数(年)	14.302	2.552	9.1213	0.039
16	道路距離(m) LOG	13.337	1.587	5.6723	0.387
14	総賃貸可能面積(m <sup>2</sup> ) LOG	11.78	0.029	0.1044	-0.092

## 地域区分 DM

カテゴリ名	カテゴリ1	カテゴリ2	カテゴリ3	カテゴリ4	カテゴリ5	カテゴリ6
カテゴリ1		2.636	4.009	4.02	3.582	7.241
カテゴリ2	0.635		1.141	1.702	1.982	3.902
カテゴリ3	0.956	0.321		0.762	1.318	2.528
カテゴリ4	1.201	0.566	0.245		0.808	1.469
カテゴリ5	1.571	0.936	0.615	0.37		0.183
カテゴリ6	1.650	1.015	0.694	0.45	0.079	

表右上: 対応する t 値、表左下: カテゴリストアの差

## テナント数 DM

カテゴリ名	カテゴリ1	カテゴリ2	カテゴリ3
カテゴリ1		-1.099	-0.753
カテゴリ2	-0.29		0.092
カテゴリ3	-0.27	0.02	

表右上: 対応する t 値、表左下: カテゴリストアの差

基本統計量：東京都主要5区（港区、千代田区、中央区）

No	変数名	データ数	合計	最小値	最大値	平均値	標準偏差	変動係数	ひずみ	とがり
2	取引利回り	19	110.03	4.68	6.48	5.791	0.4484	0.0774	-0.542	0.968
24	延床面積	19	99375.38	1065.67	16272.05	5230.283	4140.9751	0.7917	1.808	3.014
26	総賃貸可能面積	19	68027	812	10560	3580.4	2851.83	0.7965	1.528	1.655
14	総賃貸可能面積 (m <sup>2</sup> ) LOG	19	65.33	2.91	4.02	3.438	0.3224	0.0938	0.175	-0.427
28	道路距離	19	3550	30	510	186.8	160.73	0.8602	0.726	-0.943
16	道路距離 (m) LOG	19	39.75	1.48	2.71	2.092	0.4186	0.2001	0.13	-1.666
17	築年数(年)	19	282	3	29	14.8	6.87	0.4626	0.484	-0.536
18	テナント数(数)	19	131	1	19	6.9	4.74	0.6869	0.68	0.845

基本統計量：東京都主要5区（渋谷区、新宿区）

No	変数名	データ数	合計	最小値	最大値	平均値	標準偏差	変動係数	ひずみ	とがり
2	取引利回り	8	49.32	5.39	7.6	6.165	0.7142	0.1158	1.388	1.529
24	延床面積	8	34452.56	1319.09	9906.83	4306.57	2968.8049	0.6894	1.261	0.528
26	総賃貸可能面積	8	24893	1248	6303	3111.6	1894.88	0.609	1.165	-0.254
14	総賃貸可能面積 (m <sup>2</sup> ) LOG	8	27.45	3.1	3.8	3.431	0.244	0.0711	0.601	-0.581
28	道路距離	8	1950	10	540	243.8	219.54	0.9007	0.321	-1.96
16	道路距離 (m) LOG	8	16.65	1	2.73	2.081	0.6683	0.3211	-0.7	-1.15
17	築年数(年)	8	79	3	15	9.9	3.4	0.3442	-0.876	2.67
18	テナント数(数)	8	51	2	13	6.4	3.34	0.5232	0.888	1.831

基本統計量：東京都区内（主要5区以外）

No	変数名	データ数	合計	最小値	最大値	平均値	標準偏差	変動係数	ひずみ	とがり
2	取引利回り	8	53.13	6.42	6.9	6.641	0.172	0.0259	0.502	-0.84
24	延床面積	8	97830.51	1822.33	34281.86	12228.814	12191.5943	0.997	1.012	-0.396
26	総賃貸可能面積	8	33930	1186	9808	4241.3	2971.86	0.7007	1	0.256
14	総賃貸可能面積 (m <sup>2</sup> ) LOG	8	28.25	3.07	3.99	3.531	0.315	0.0892	0.033	-1.12
28	道路距離	8	2680	50	840	335	260.38	0.7773	0.946	0.909
16	道路距離 (m) LOG	8	19.01	1.7	2.92	2.376	0.4215	0.1774	-0.612	-0.673
17	築年数(年)	8	75	5	22	9.4	5.78	0.6166	1.708	3.285
18	テナント数(数)	8	37	1	8	4.6	2.67	0.5771	-0.305	-1.259

基本統計量：首都圏（東京都区内を除く）

No	変数名	データ数	合計	最小値	最大値	平均値	標準偏差	変動係数	ひずみ	とがり
2	取引利回り	5	34.7	6.23	7.63	6.94	0.5146	0.0741	-0.1	0.624
24	延床面積	5	128988.76	7562.9	83500.67	25797.752	32619.9327	1.2644	2.119	4.534
26	総賃貸可能面積	5	77897	4622	56180	15579.4	22702.28	1.4572	2.233	4.99
14	総賃貸可能面積 (m <sup>2</sup> ) LOG	5	19.67	3.66	4.75	3.934	0.4582	0.1165	2.185	4.825
28	道路距離	5	2640	30	1140	528	412.64	0.7815	0.62	0.75
16	道路距離 (m) LOG	5	12.56	1.48	3.06	2.512	0.6083	0.2422	-1.668	3.27
17	築年数(年)	5	60	8	16	12	2.92	0.243	0	0.893
18	テナント数(数)	5	82	6	42	16.4	15.45	0.9423	1.579	2.04

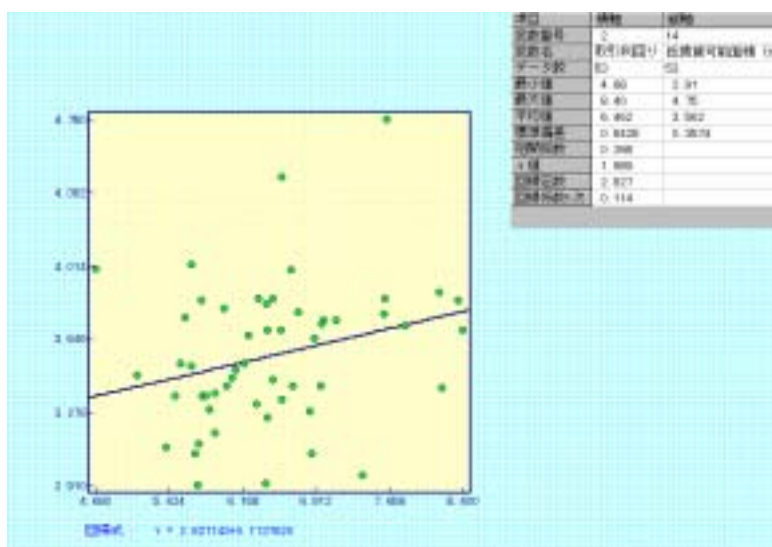
基本統計量：大阪市（北区、中央区）

No	変数名	データ数	合計	最小値	最大値	平均値	標準偏差	変動係数	ひずみ	とがり
2	取引利回り	2	14.93	6.57	8.36	7.465	1.2657	0.1696	-	-
24	延床面積	2	67602.46	14619.52	52982.94	33801.23	27127.0344	0.8025	-	-
26	総賃貸可能面積	2	35703	6922	28781	17851.5	15456.65	0.8658	-	-
14	総賃貸可能面積 (m <sup>2</sup> ) LOG	2	8.3	3.84	4.46	4.15	0.4384	0.1056	-	-
28	道路距離	2	590	170	420	295	176.78	0.5992	-	-
16	道路距離 (m) LOG	2	4.85	2.23	2.62	2.425	0.2758	0.1137	-	-
17	築年数(年)	2	34	2	32	17	21.21	1.2478	-	-
18	テナント数(数)	2	31	11	20	15.5	6.36	0.4106	-	-

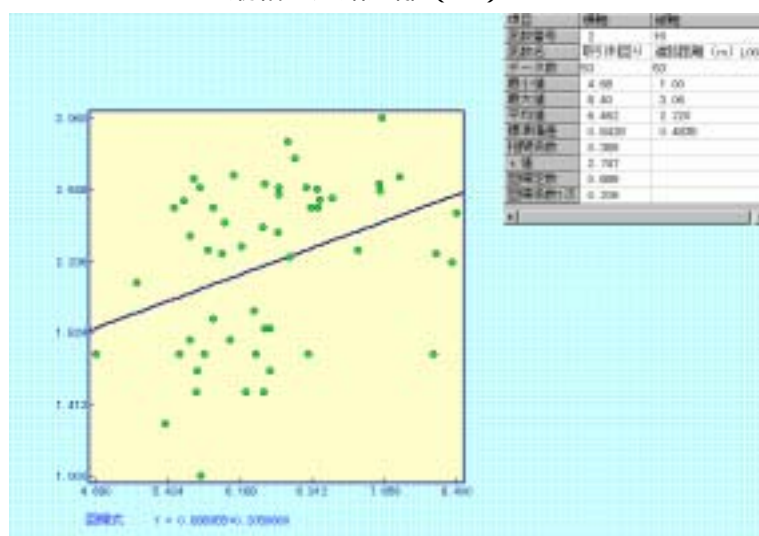
基本統計量：地方都市（上記以外）

No	変数名	データ数	合計	最小値	最大値	平均値	標準偏差	変動係数	ひずみ	とがり
2	取引利回り	11	80.4	6.18	8.4	7.309	0.7947	0.1087	-0.106	-1.482
24	延床面積	11	93405.83	1644.68	19950.42	8491.439	4994.1559	0.5881	0.946	1.957
26	総賃貸可能面積	11	53011	911	7645	4819.2	2225.83	0.4619	-0.387	-1.043
14	総賃貸可能面積 (m <sup>2</sup> ) LOG	11	39.81	2.96	3.88	3.619	0.2783	0.0769	-1.442	2.104
28	道路距離	11	2820	30	530	256.4	174.66	0.6813	0.121	-1.304
16	道路距離 (m) LOG	11	24.84	1.48	2.72	2.258	0.4348	0.1925	-0.842	-0.772
17	築年数(年)	11	128	2	20	11.6	6.38	0.5479	-0.084	-1.677
18	テナント数(数)	11	150	2	29	13.6	8.3	0.6085	0.218	-0.54

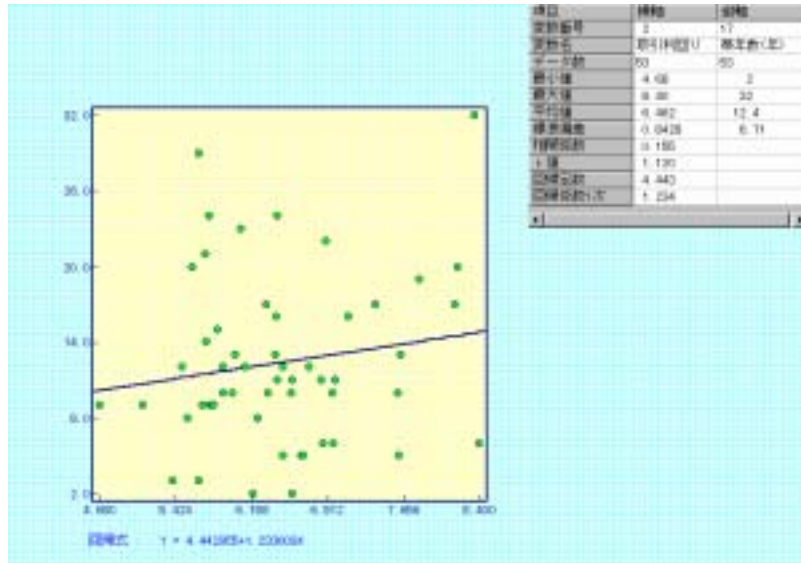
縦軸：総賃貸可能面積 (m<sup>2</sup>) LOG



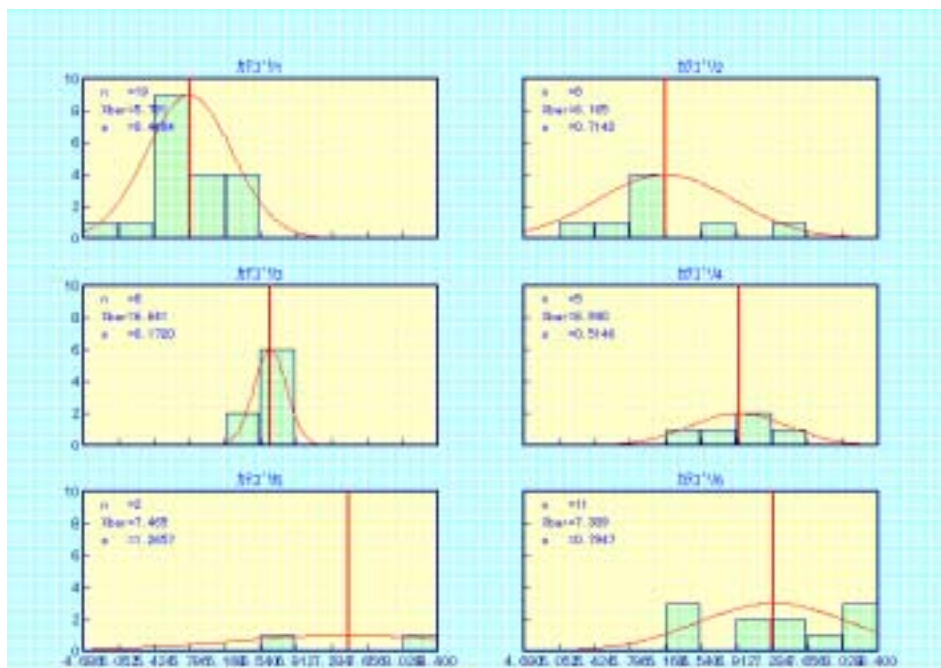
縦軸：道路距離 (m) LOG



縦軸：築年数(年)



地域区分



地区1：東京都主要5区（港区、千代田区、中央区）

地区2：東京都主要5区（渋谷区、新宿区）

地区3：東京都区内（主要5区以外）

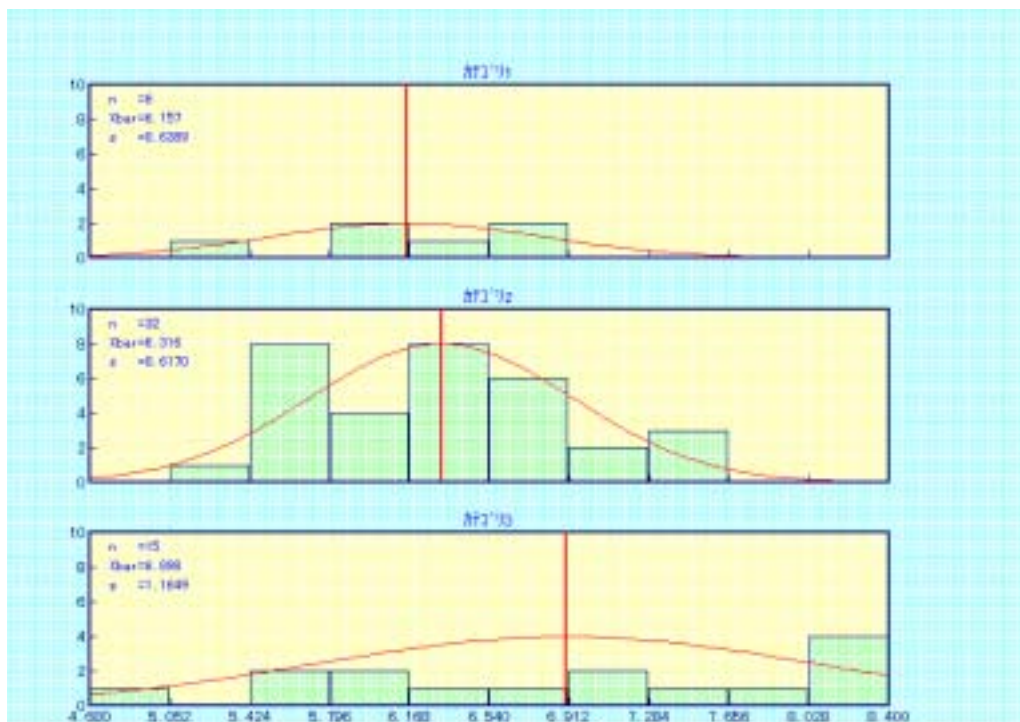
地区4：首都圏（東京都区内を除く）

地区5：大阪市（北区、中央区）

地区6：地方都市（上記以外）



## テナント数

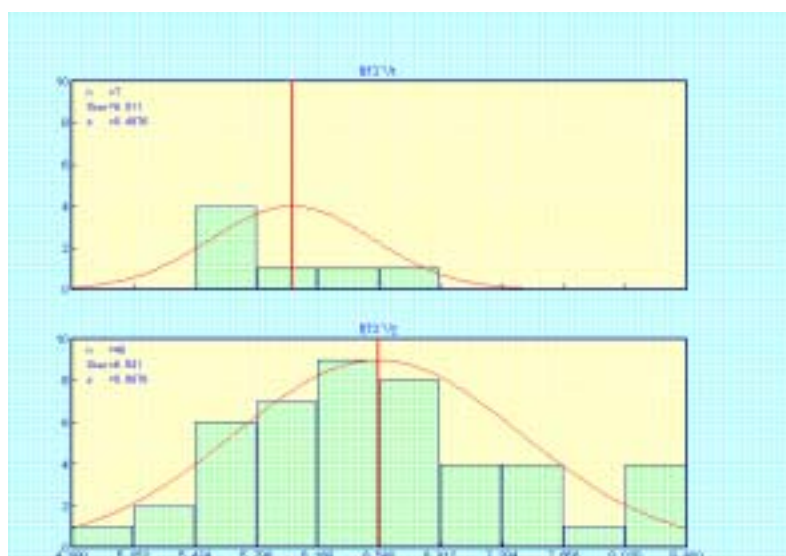


カテゴリー1：シングル

カテゴリー2：2～9社

カテゴリー3：10社以上

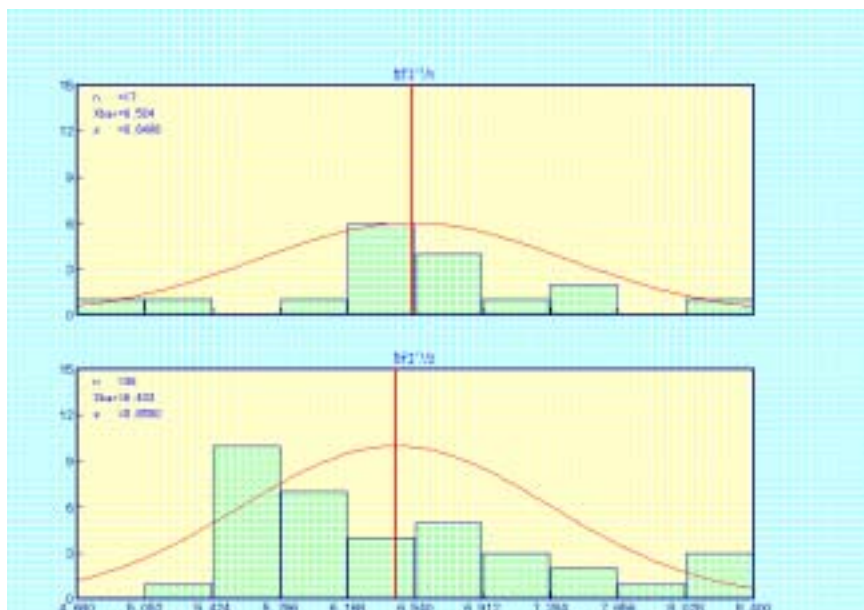
## 耐震基準



カテゴリー1：基準以前（対応していない物件）

カテゴリー2：基準以降（耐震補強物件も含む）

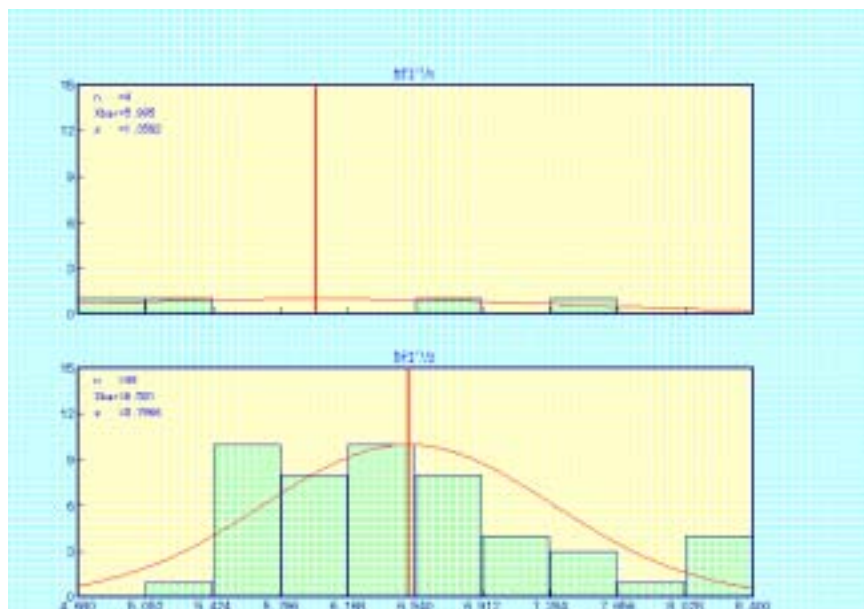
## 土地共有、借地



カゴリ1：土地が共有、あるいは借地

カゴリ2：土地が単独所有

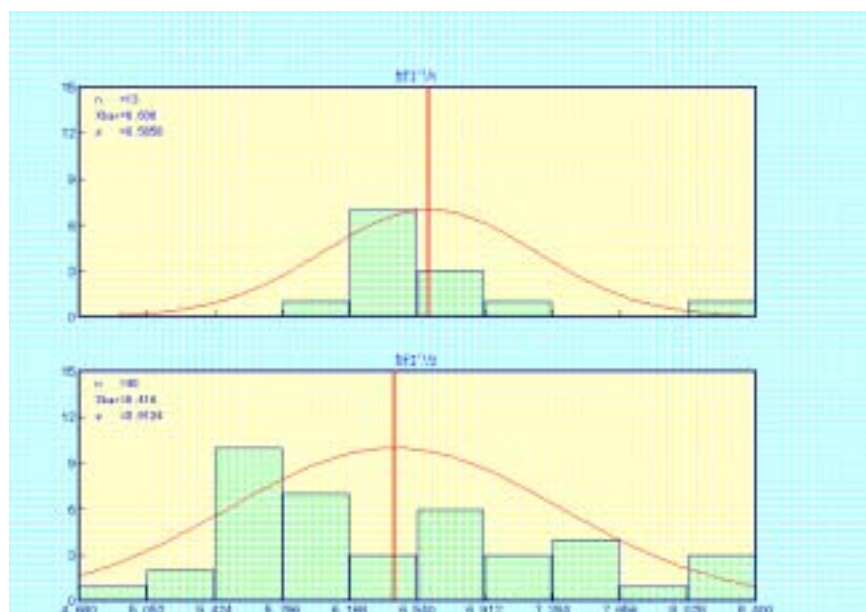
## 建物共有



カゴリ1：建物が共有

カゴリ2：建物が単独所有

## 建物区分所有



カテゴリ1：建物が区分所有

カテゴリ2：建物が単独所有

収集できた 55 サンプルのうち、以下の 2 サンプルは分析対象から外した。

安田生命那覇ビル：那覇に存し地域的特性が異なること、最寄駅への距離が、那覇空港 4.5km で比較の対象とならないため。

安田生命天六ビル：大阪市のサンプルが 3 サンプルだったので採用したかったが、取引利回りが 9.4% と最も高く、還元利回りとの乖離が最も大きい。大阪市の他の 2 物件と地域的特性が異なる。

## サンプルデータの凡例

NO	筆者による物件の管理番号 <sup>1</sup>
所在地	原則住居表示、住居表示なき場合は地番
物件名称	ビル名
CR2	取得時点の取引利回り <sup>2</sup>
CR3	価格時点の還元利回り <sup>3</sup>
純収益	鑑定評価で採用した純収益の種類 <sup>4</sup>
取得時点	物件を取得した日
価格時点	鑑定評価の価格時点 <sup>5</sup>
取得価格	物件の取得価格 <sup>6</sup>
建物構造・階高	- <sup>7</sup>
延床面積	一棟の建物の延床面積 (㎡)
総賃貸床	総賃貸可能床面積 (㎡)
1F床	ワンフロア当りの賃貸床面積 (㎡) <sup>8</sup>
竣工時期	-
耐震	新耐震基準 <sup>9</sup>
土地	土地の所有形態 <sup>10</sup>
建物	建物の所有形態 <sup>11</sup>
T数	テナント数
最寄駅徒歩	最寄駅までの徒歩分数 <sup>12</sup>
鑑定機関	- <sup>13</sup>

<sup>1</sup> N：日本プライムリアルティ投資法人、P：プレミア投資法人、O：オリックス投資法人

<sup>2</sup> 取引利回りは、純収益を取得価格で除して求めた。なお、純収益が開示されていない場合は、直接還元法による収益価格に還元利回りを乗じて査定した。

<sup>3</sup> オリックス投資法人のみ価格調査の時点の還元利回り

<sup>4</sup> NOI：初年度予想純収入、NCF(初)：初年度純収益、NCF(標)：標準化純収益

<sup>5</sup> ただし、オリックス投資法人のみは価格調査の時点（価格時点が新しいため）

<sup>6</sup> 価格の単位は、百万円

<sup>7</sup> SRC：鉄骨鉄筋コンクリート、RC:鉄筋コンクリート、S:鉄骨

<sup>8</sup> 原則、総賃貸可能床面積 / 地上階数

<sup>9</sup> 新耐震基準が旧法の場合のみ、「旧法」と記載

<sup>10</sup> 単独：土地の単独所有、共有：土地の共有、借地：土地の借地

<sup>11</sup> 単独：建物の単独所有、共有：建物の共有、区分：建物の区分所有

<sup>12</sup> 原則、有価証券届出書等のデータ、不明な場合は、Z-Mapで測定した距離を80m / 1分で除した分

<sup>13</sup> 日土地：日本土地建物株式会社、研究所：財団法人日本不動産研究所、谷澤鑑：株式会社谷澤総合鑑定所

## サンプルデータの補足事項

- ・ CR3 は、オリックス投資法人以外は鑑定評価の還元利回りで、オリックス投資法人のみ価格調査の時点の還元利回りである。オリックス投資法人は平成 13 年の鑑定評価の後、価格調査として時点修正をしているため、最新のデータを記載した。なお、鑑定評価時の還元利回りは価格調査のものと同様である。
- ・ ワンフロア当りの賃貸床面積は、原則として、総賃貸可能床面積を地上階数で除して求めた。なお、ワンフロア当りの賃貸床面積については、標準化補正項目のカテゴリーに分類するための目的で作成した数値であり、データが正確でないので注意頂きたい。ただし、カテゴリーを分類する際の影響はほとんどないと思われる。  
共有、区分所有等については実態にあわせて適宜修正した。  
例：共有については、総賃貸可能床面積を共有持分で割り戻し、地上階で除するなど
- ・ 「耐震」については、概ね正確であると考えられるが、確実なデータではありません。
- ・ 最寄駅までの徒歩分数については、ほとんど公開されていないのでゼンリンの Z-Map のデータより作成している。Z-Map で測定した距離を 80 m で除して、徒歩分数を求める。なお、1 分以下は全て 1 分とした。  
測定方法は<sup>14</sup>
  - 最寄駅を調べる
  - 最寄駅の中で一番物件に近い出口を決める（不明な場合は最寄り駅の中で一番物件に近い部分とする）
  - 対象物件の入口が分かれば入口とし、不明な場合はメインの道路に面する間口の真中とする
  - 最寄駅の出口と対象物件の入口を道路距離で測定する
- ・ なお、鑑定評価等においてこのデータを活用される場合は、このデータの内容については、参考に留め、最終的に、その元データである有価証券届出書等でその内容をご確認下さい。

---

<sup>14</sup> ただし、安田生命那覇ビルは、那覇空港まで 4.5 km のため徒歩分数は測定しなかった。





## 参考文献等

### 引用文献

1. 「奥田 01」：奥田かつ枝「社団法人京都府不動産鑑定士協会定例研修会資料：不動産の利回りについて」、2001 年
2. 「奥田 99」：奥田かつ枝「不動産の利回り入門」、住宅新報社、1999 年
3. 「三國 01」：三國仁司「不動産投資ファンド」、東洋経済、2001 年
4. 「基準 02」：「不動産鑑定評価基準」、国土交通省、2002 年 7 月 3 日に全部改正、2003 年 1 月 1 日施行
5. 「担保 99」：「不良債権の担保不動産の鑑定評価の利回りについて」、社団法人日本不動産鑑定協会、1999 年
6. 「宮田 01」：宮田勝弘「不動産キャップレート」、清文社、2001 年
7. 「CRES02」：「不動産証券化ハンドブック 2002」、不動産シンジケーション協議会、2002 年
8. 「研究所 00」：財団法人日本不動産研究所「投資不動産の分析と評価」、東洋経済新報社、2000 年
9. 「生駒 CB02」：「オフィス マーケット リポート 2002 summer Vol.22」、生駒 CB リチャードエリス、2002 年
10. 「プロバ 0012」：「月刊プロパティマネジメント 2000 年 12 月」、総合ユニコム株式会社
11. 「プロバ 0206」：「月刊プロパティマネジメント 2002 年 6 月」、総合ユニコム株式会社

### 参考文献

1. 「収益 01」：「収益還元法と利回り」、社団法人東京都不動産鑑定士協会研究委員会、2001 年 3 月
2. 「川口 01」：川口有一郎「入門不動産金融工学」、ダイヤモンド社、2001 年
3. 「留意 02」：「不動産鑑定評価基準運用上の留意事項」、国土交通省、2002 年 7 月 3 日に全部改正
4. 「浅利 99」：岡内幸策/浅利隆文「入門不動産再生ビジネス」、東洋経済新報社、1999 年
5. 「長場 01」：長場信夫「証券化不動産評価の手法と実践」、日本経済新聞社、2001 年 11 月 15 日
6. 「岡内 01」：岡内幸策「不動産流動化入門」、東洋経済新報社、2001 年 10 月 11 日
7. 「佐藤 02」：佐藤一雄「不動産証券化の実践」、ダイヤモンド社、2002 年 1 月 31 日
8. 「要説 98」：鑑定評価理論研究会「要説不動産鑑定評価基準」、住宅新報社、1998 年 9 月 30 日
9. 「住信 02」：住信基礎研究所「不動産投資ファンドの分析と評価」、東洋経済新報社、2002 年 3 月 5 日
10. 「高瀬 97」：高瀬博司「収益還元法の理論と実務」、清文社、1997 年 1 月
11. 「塚本 96」：塚本勲「これからの不動産価格はこう決まる」、東洋経済新報社、1996 年
12. 「三國 02」：三國仁司「不動産鑑定評価にももの申す」、近畿地域連絡協議会の研修会資料、2002 年 12 月 10 日
13. 「議事録 01」：「不動産投資インデックス整備検討会第 1 回委員会議事概要」、国土交通省、2001 年 6 月
14. 「議事録 02」：「不動産投資インデックス整備検討会第 2 回委員会議事概要」、国土交通省、2002 年 4 月
15. 「議事録 03」：「不動産投資インデックス整備検討会第 3 回委員会議事概要」、国土交通省、2002 年 11 月
16. 「BELCA 01」：「不動産投資・取引におけるエンジニアリング・レポート作成の考え方」、BELCA、2000 年
17. 「国土交通 02」：「不動産投資インデックスガイドライン」、国土交通省、2002 年 12 月
18. 「実務補習 98」：「第 34 期実務補習第 1 期テキストその 1」、社団法人日本不動産鑑定協会、1998 年
19. 「プロバ 0107」：「月刊プロパティマネジメント 2001 年 7 月」、総合ユニコム株式会社



20. 「プロパ 0111」：「月刊プロパティマネジメント 2001 年 11 月」、総合ユニコム株式会社
21. 「プロパ 0203」：「月刊プロパティマネジメント 2002 年 3 月」、総合ユニコム株式会社
22. 「プロパ 0208」：「月刊プロパティマネジメント 2002 年 8 月」、総合ユニコム株式会社
23. 「プロパ 0210」：「月刊プロパティマネジメント 2002 年 10 月」、総合ユニコム株式会社
24. 「プライム有価」：「有価証券報告書」、日本プライムリアルティ投資法人、2002 年 9 月 27 日関東財務局接受
25. 「日本ビル有価」：「有価証券報告書」、日本ビルファンド投資法人、2002 年 9 月 26 日関東財務局接受
26. 「オリックス有価」：「有価証券届出書」、オリックス投資法人、2002 年 5 月東京証券取引所上場部受付

#### 分析に採用した資料

1. 「調査 9904」：財団法人日本不動産研究所「第 1 回不動産投資家調査」、1999 年
2. 「調査 0004」：財団法人日本不動産研究所「第 2 回不動産投資家調査」、2000 年
3. 「調査 0010」：財団法人日本不動産研究所「第 3 回不動産投資家調査」、2000 年
4. 「調査 0104」：財団法人日本不動産研究所「第 4 回不動産投資家調査」、2001 年
5. 「調査 0110」：財団法人日本不動産研究所「第 5 回不動産投資家調査」、2001 年
6. 「調査 0204」：財団法人日本不動産研究所「第 6 回不動産投資家調査」、2002 年
7. 「調査 0210」：財団法人日本不動産研究所「第 7 回不動産投資家調査」、2002 年
8. 「プライム目論」：「新投資口発行及び投資口売届出目論見書」、日本プライムリアルティ投資法人、2002 年 5 月
9. 「プライム有価」：「有価証券報告書」、日本プライムリアルティ投資法人、2002 年 9 月 27 日関東財務局接受
10. 「プレミア有価」：「有価証券届出書」、プレミア投資法人、2002 年 8 月 7 日東京証券取引所上場部受付
11. 「プレミア資産」：「資産取得のお知らせ」、プレミア投資法人、2002 年 9 月 11 日
12. 「オリックス有価」：「有価証券届出書」、オリックス投資法人、2002 年 5 月東京証券取引所上場部受付
13. 「オリックス目論」：「投資口売届出目論見書」、オリックス投資法人、2002 年 5 月東京証券取引所上場部受付

#### ホームページ

1. 「国土交通省 HP-1」：国土交通省、<http://www.mlit.go.jp/tochimizushigen/tocchi/bessi1.htm>
2. 「国土交通省 HP-2」：国土交通省、<http://www.mlit.go.jp/tochimizushigen/tocchi/bessi3.htm>
3. 「国土交通省 HP-3」：国土交通省、<http://www.mlit.go.jp/tochimizushigen/tocchi/kekka.htm>
4. 「日本ビルファンド HP」：日本ビルファンド投資法人、[http://www.nbf-m.com/nbf/html/faq\\_f.htm](http://www.nbf-m.com/nbf/html/faq_f.htm)
5. 「プライム HP」：日本プライムリアルティ投資法人、<http://www.jpr-reit.co.jp/faq/faqu.html>
6. 「アーク HP」：渡辺宗一、[http://www.academyhills.com/qijiroku/toshi/toshi\\_11.html](http://www.academyhills.com/qijiroku/toshi/toshi_11.html)
7. 「建築 HP」：社団法人日本建築学会、<http://www.aij.or.jp/jpn/seismj/lecture/lec9.htm>