

2016
10
October

Topics

不動産トピックス

トピックス1

企業変革における不動産の役割…………… 2

トピックス2

大量供給を迎える都心5区のオフィスビル市場の
需給バランス…………… 6

マンスリーウォッチャー

オフィスビルの取引額が減少するも三大都市圏に
おける賃貸オフィスビルの価格は依然上昇…………… 8

熊本地震で被災された皆様に御見舞いを申し上げます。
被災された地域が一刻も早く復興できますよう、心より
お祈り申し上げます。

企業変革における不動産の役割

企業寿命30年説がいわれる中で、より長期の存続と発展をかけ、企業は商品・サービスや顧客市場の開発、M&A等による経営資源の獲得などを行ってたゆまぬ変革を図っています。企業変革において不動産は有力なリソース^{※1}の一つであり、財務上の観点、あるいは事業展開上の観点などから、多面的な活用が行われてきました。以下、これらの活用方策について考察し、今後の展開可能性を展望します。

不動産の二つの側面 ～資産価値と使用価値

企業が所有する不動産の価値とは、金銭に換価できるという意味での資産価値と、事業活動で使用する資本財としての使用価値の、二つの側面があると考えられます[右ページ図表1-1]。

資産価値は基本的に客観的かつ一律で、所有者によって価値が大きく変わるということがありません。不動産の資産価値は、不動産担保借入や売却等による決算対策、資産を基にした不動産賃貸業への事業転換・多角化など、財務や業績補完の面から企業の存続に寄与してきました。

一方、使用価値は主観的で、所有者とその使用方法によって大きく変わるものです。このため、資本生産性の向上を図るべく所有形態と利用方法の最適化が行われてきたほか、企業再編や構造改革等の企業変革の局面では、資産価値の活用と併せて変革のリソースとして活用されています。

※1：不動産には、有形固定資産(Real Estate)以外に不動産に付随または派生する権利を含み(Real Property)、使用価値(Value in Use)では無形固定資産と類似の面があるなど、多様な資産性があることに着目し、不動産の有用性を単なる資源ではなく、リソースと表記する。

決算対策から構造変革まで、企業変革において不動産が果たす四つの役割

財務対応のリソース

不動産の資産価値を財務上のリソースとする活用策は古典的かつ普遍的で、経済成長期には保有不動産の担保価値の増価を梃子にした事業拡大、バブル崩壊後の景気低迷期には資産リストラクチャリングによる不動産売却益や調達資金で企業の存続が図られました。

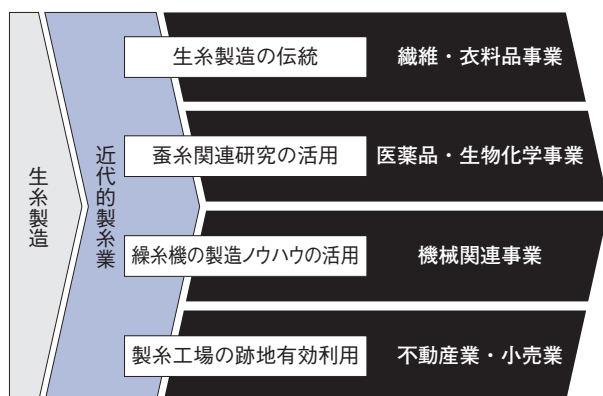
最近も、小売不況時のGMS業界や家電不況時の電機業界、特許切れ問題に直面する製薬業界などで財務改善の切り札として用いられましたが、資産リストラがおおむね一巡したとみられることや不動産価格低迷時期の売却離れなどから、国内の事業法人や金融法人によ

る不動産売却総額(開示・公表ベース)は、金額、全業種に占める構成比ともに低下しています[右ページ図表1-2]。

不動産賃貸業に事業転換または多角化するためのリソース

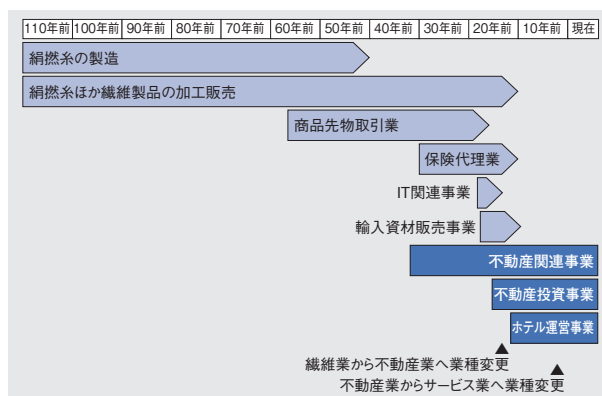
不動産の活用について、もう一つの古典的かつ普遍的な方策が資産を基にした不動産賃貸業への転業や多角化です。典型的には、繊維業の法人が工場跡地にショッピングセンター等を誘致して不動産賃貸業を営む事例が挙げられます[図表1-3]。その時代背景に、高度成長期における郊外の宅地化とモータリゼーションの進展、その結果として郊外型大規模商業施設の出店需要がありました。

【図表 1-3】 繊維業から不動産賃貸業等への多角化の事例



出所：事例の企業の決算説明会資料から都市未来総合研究所が作成

【図表 1-4】 繊維業から不動産賃貸業、投資運用業、ホテル運営業への事業転換の事例

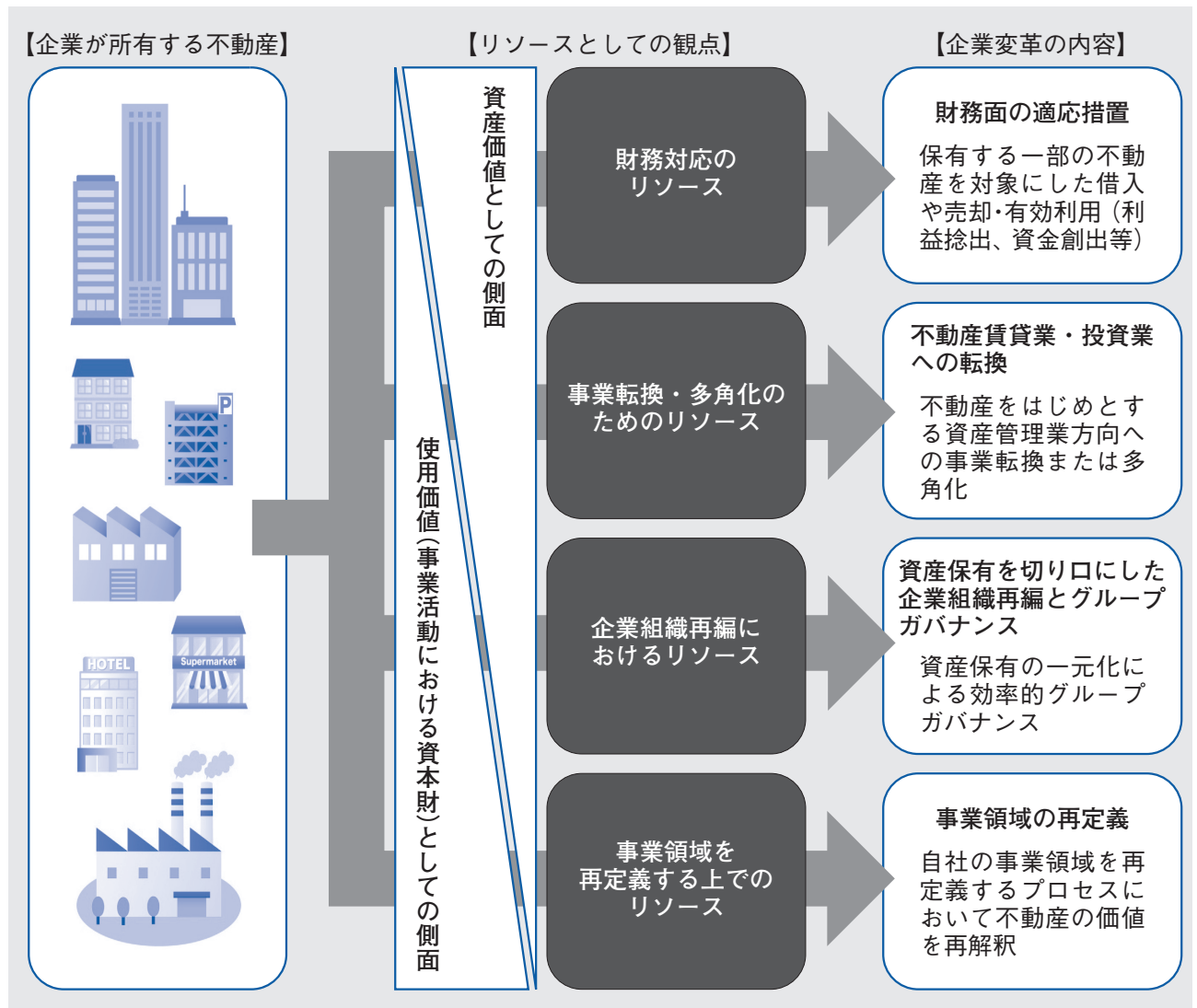


出所：事例の企業の有価証券報告書から都市未来総合研究所が作成

経済環境の変化とともに最近では、不動産賃貸業の枠を超えて不動産投資やホテル運営業に展開した法人〔図表1-4〕や、新設したJ-REITに賃貸用商業施設を譲渡して流動化し、その資金

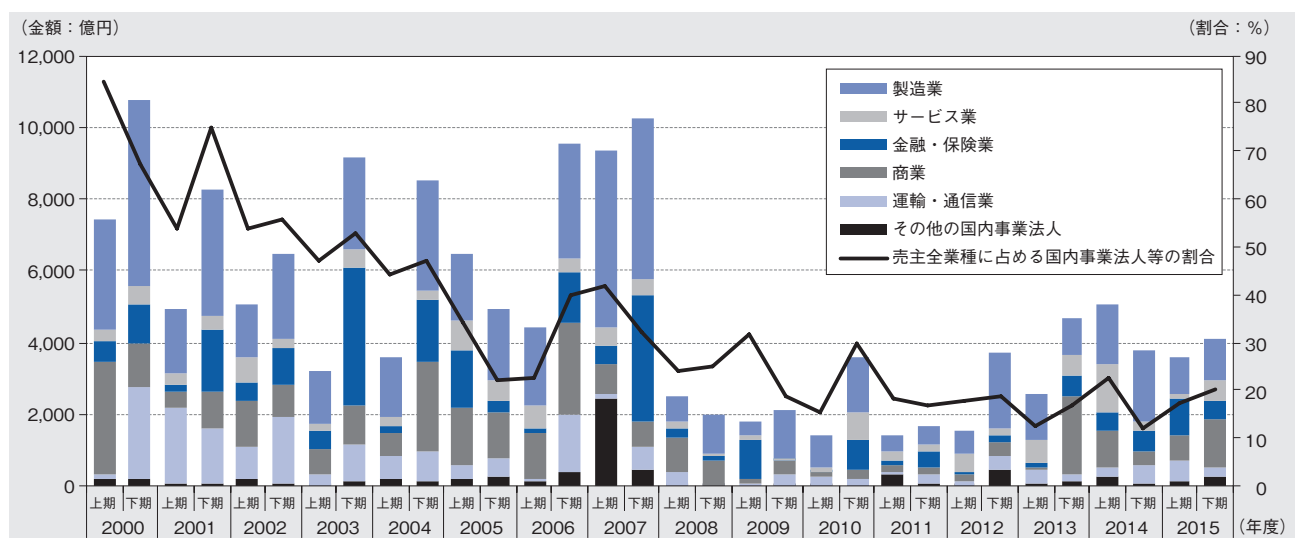
を新規事業のM&Aなどに投じた法人など、実物の不動産だけでなく不動産証券化のスキームやビークルを活用する事例がみられます。

〔図表 1-1〕 企業変革における不動産の役割の概念図



出所：都市未来総合研究所

〔図表 1-2〕 国内事業法人・金融法人による国内不動産の売却額（開示・公表ベース）と全業種に占める割合

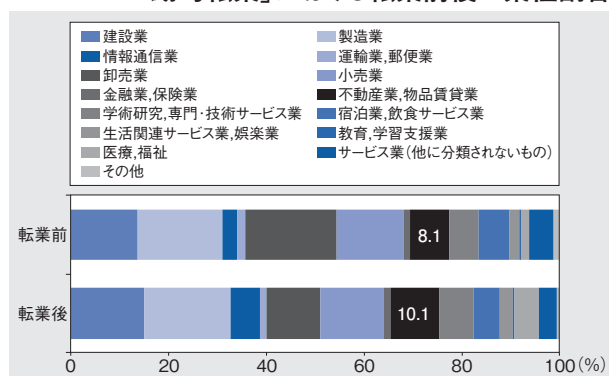


データ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

さらに、遊休地等を持つ法人の土地有効利用策としてだけでなく、収益の下支え効果や売上高対利益率が高いことなど不動産賃貸事業の利点を活用するため、新たに賃貸用不動産を取得して不動産運用に参入する法人の事例も顕著になっています。

また、不動産賃貸業に転業して企業存続を図る事例もみられます。2011年版中小企業白書の「第2節 我が国の転業の実態」では、転業の動機として、自社の成長や社会貢献等を目的とする「能動的転業」と、既存事業の不調や取引先の要望、会社再編、親会社の方針等の外部的要因による「受動的転業」が挙げられています。

〔図表 1-5〕 自社の成長目的や社会貢献目的等の「能動的転業」における転業前後の業種割合



データ出所：中小企業庁「2011 年版中小企業白書」

企業組織再編とグループ・ガバナンス再構築のリソース

大企業では財閥系不動産会社や公益企業の不動産会社など母体企業の資産を一括して管理することを目的に設立された不動産会社があり、個人でも富裕層の資産管理会社の事例があるなど、規模の大小を問わず、財務面や税務面を含めた不動産の保有と利用形態の最適化が図られてきました。

企業グループ再編等の変革時においては、不動産リソースを財務的にあるいは資本財として一元的に取扱い活用する意義や効用が大きいと考えられ、産業活力再生特別措置法^{※5}や企業組織再編に係る会計・税制^{※6}などの再編に係る諸制度の整備と、固定資産の減損会計^{※7}の導入を契機とした使用価値の概念の普及によって、リソースの活用が活性化しました。

例えば〔図表1-7〕のA社は、純粋持株会社制への移行と併せて土地の所有と資金管理等を持株会社に集約。持株会社が土地の所有・利用および資金コントロールを能動的に行える体制を作るとともに、各事業会社が建物と設備を自社保有し投資意思決定を機動的に行える体制とする

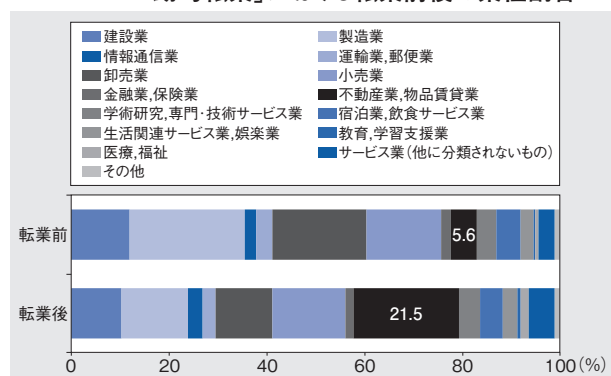
す。全業種に占める不動産業^{※2}の割合の変化は、能動的転業を行ったグループでは2.0%ポイントの増加^{※3}にとどまったのに対して、受動的転業では15.9%ポイントの増加^{※4}で、他の業種を大きく上回っています。不動産業に転業することが企業解散に対する緩衝材として働き、一種のラストリゾートとして機能しているものと考えられます。

※2：白書では「不動産業、物品賃貸業」と記載されている。受動的な状況で転業可能であったことを考慮すると、不動産開発業や分譲業ではなく、不動産賃貸業が該当すると考えられる。

※3：転業後の不動産業の構成比 10.1%－転業前の不動産業の構成比 8.1%＝2.0%ポイント

※4：転業後の不動産業の構成比 21.5%－転業前の不動産業の構成比 5.6%＝15.9%ポイント

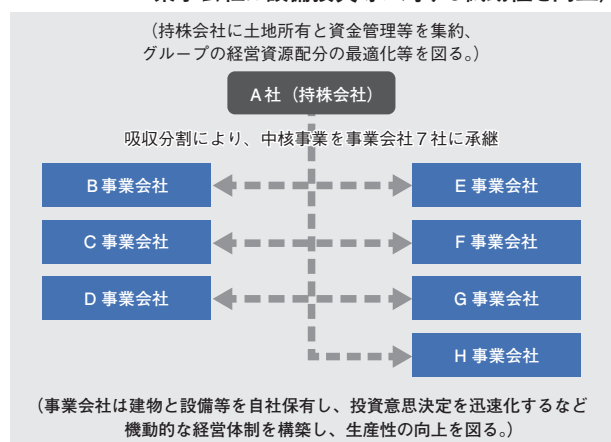
〔図表 1-6〕 既存事業の不調や取引先の要望、会社再編、親会社の方針等による外部的要因等の「受動的転業」における転業前後の業種割合



データ出所：中小企業庁「2011 年版中小企業白書」

ことによって生産性を高めることを目的として、再編が行われました。これによって、事業会社で遊休地が生じたときには、持株会社において、他の事業会社への転用や売却判断が迅速化されることが考えられます。

〔図表 1-7〕 企業組織再編の事例(持株会社が土地所有、事業子会社は設備投資等に対する機動性を向上)



出所：経済産業省資料と事例の企業の有価証券報告書から都市未来総合研究所が作成

※5：1999 年 10 月施行

※6：2000 年 5 月、商法改正によって会社分割法制が導入

※7：2002 年 8 月、企業会計審議会が会計基準を公表。将来キャッシュフローに基づく、使用価値の考え方が明示された。

また、[図表1-8]のI社は、販売会社の店舗資産を、資産を一括して保有する管理会社を集約し、販売会社は販売業務に集中できる体制としました。これによってI社グループでは店舗資産管理の効率化が図れるとともに、閉鎖店舗の売却・利活用に係る意思決定を更に機動的に行えると考えられます。

コーポレート・ガバナンスとその垂直展開であるグループ・ガバナンスに係る資本市場からの圧力と、資本効率向上への経営のコミットメントなどを背景にして、連結企業グループにおいて資本生産性の向上と攻めの経営がマネジメントのテーマとして浮上している中で、このような再編による資産とグループ・ガバナンスの再構築の意義が高まっているものと思われます。

事業領域を再定義する上でのリソース

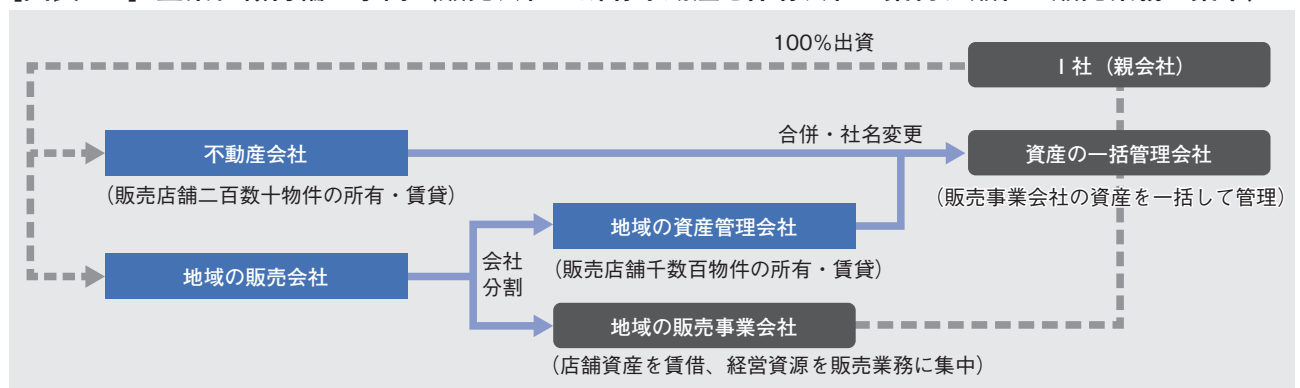
不動産の使用価値についてさらに推し進めて考えると、自社の事業領域を再定義する過程で不動産の価値を再解釈するという活用策が見出

せます。

例えば鉄道業が輸送業から生活産業へと事業領域を再定義した過程において、物資の輸送路線(二点間の線)から人の移動路線(複数地点を結ぶ線)へ、さらに沿線地域(面)へと、自社が所有または関わる不動産を再定義したと考えられます。その中で、宅地や商業施設開発等による沿線価値の増大化とともに、住宅販売から小売、生活関連、レジャー、保育、教育、介護など沿線での生活サービスを一元的に提供することで収益機会の捕捉が図られました。

ほかにも、所有不動産の陰の部分(鉄道の高架下部分や取り壊し難い港湾のドック跡など)を逆転発想で商業施設化し活用した事例や、上部空間が不可欠な神社や駅舎等において、いわゆる空中権を売却し資金化した事例など、無駄と思われた不動産に価値を与えた事例において、不動産の再解釈による事業創出という効果が指摘できます。

[図表 1-8] 企業組織再編の事例(販売会社の所有不動産を保有会社を集約、販社は販売業務に集中)



出所：経済産業省資料から都市未来総合研究所が作成

今後の活用方策に関する展望

従前の高度成長や人口増加、郊外・地方への開発拡大といった需要の拡大・拡散構造が見込みにくい中で、従来のような企業不動産と店舗需要等とのマッチングは難しく、地方に立地する資産の賃貸や売却の難度はさらに高まると考えられます。資産価値に着目した汎用的な活用策が可能な地域は、都市部にシフトすることになるでしょう。

一方、使用価値や資本財としての側面に着目した活用方策については、上述した企業グループにおける不動産の所有形態と利用方法の最適化と、グループ・ガバナンスを再構築し攻めの体制を固めるための再編に関連して重要性が高まると考えられます。

また、情報通信技術の進展で、小売業のオム

ニチャネルのように企業の事業展開の場がネットワーク上のデジタル領域と現実空間のリアル領域にまたがるケースが増えています。ポケモンGOのように、現実空間上に仮想空間を重ね合わせることが可能となり、仮想空間側の集客性や情報の集積性等によって不動産の効用や価値が変容^{※8}することが考えられます。こうした新技術の活用を念頭に置いて不動産や事業領域の再定義を検討することで、従来の三次元の枠を超えた新事業の創出があり得ると考えられます。

(以上、都市未来総合研究所 平山 重雄)

※8：ポケモンGOでは現実の地点にモンスターの出現場所が定義され、来場者が急増した公園などの事例があった。また、ポケストップと呼ばれるアイテムの入手場所に設定された一部の店舗では来店者が急増したという。

大量供給を迎える都心5区のオフィスビル市場の需給バランス

都心5区では2018年と2019年にオフィスビルが大量供給される見通しで、需給バランスの悪化に伴い賃料下落が懸念されています。本稿では需給バランスを構成するテナントの新規需要（以下、単にテナント需要という）とオフィスビルの純増面積（建物解体などを反映した実質増加面積）について考察しました。

テナント需要は堅調。2016年上期のテナント需要はすでに2015年通期と同水準

都心5区（千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区）のオフィスビルの平均空室率は2015年末に4.03%まで低下したのちはほぼ横ばいで推移し足踏みの状況が続いていますが、これは2016年上期に大規模ビルの供給が続いた影響が大きいと考えられます。テナント需要自体は2016年上期ですでに2015年通期と同水準に達し、堅調といえます〔図表2-1〕。2017年は新規供給が低水準となる見込みで〔図表2-4の棒グラフ全体〕、向こう

1年程度は国内景気の急減速がなければ空室率が大幅上昇する蓋然性は低いと考えられます。

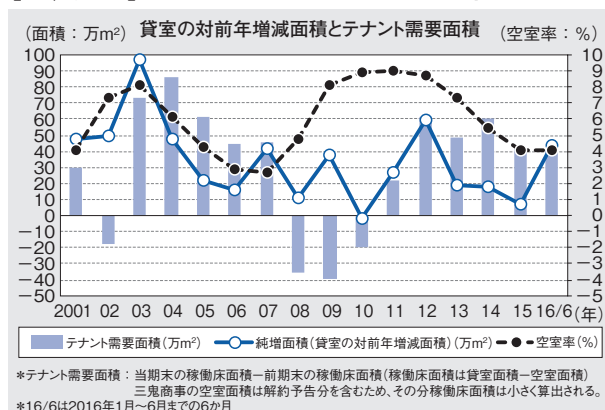
なお、テナント需要が堅調な中、募集賃料の上昇スピードは緩やかにとどまっていますが、これは継続的な新規供給によって賃料水準が相対的に高い大型の新築・築浅ビルの希少性が低下する構造的な要因〔図表2-2〕や、外資系金融機関など高額賃料を負担するテナントが少ないことなどが一因と考えられます。

今後は海外経済の減速懸念や円高進行がテナント需要の足かせとなる可能性も

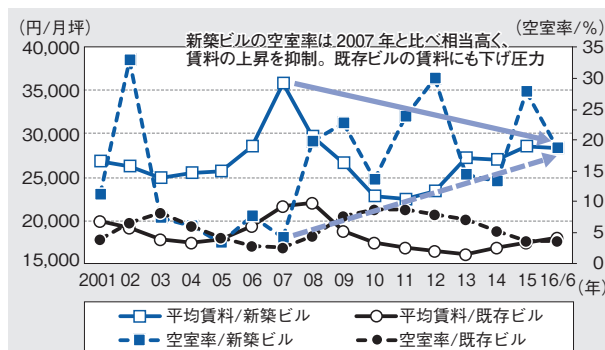
国内景気と連動するテナント需要

テナント需要は国内景気動向に影響を受けやすく、過去においては景気動向指数のCI運行指数が前年差プラス（マイナス）となるとテナント需要が増加（減少）する傾向がみられます〔図表2-3〕。足元では国内景気が世界金融危機後のように急

〔図表 2-1〕 都心 5 区オフィスビルの需給バランス



〔図表 2-2〕 都心 5 区オフィスビルの空室率・平均賃料



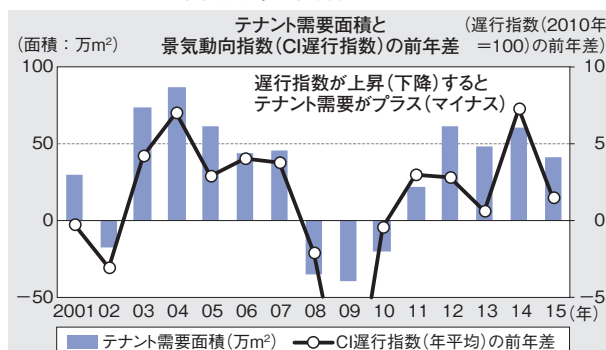
データ出所：図表 2-1 から 2-3 のオフィス関連データは三鬼商事株式会社「地域別オフィスデータ」、図表 2-3 の景気動向指数は内閣府「景気動向指数」

減速する蓋然性は低いと考えられますが、先行きに関しては海外経済の減速懸念や円高など国内景気の下振れ要因がくすぶっており、オフィスビルの大量供給が見込まれる2018年と2019年の需給バランスは、こうした景気下振れ要因が顕在化するか否かに左右されると考えられます。

テナントがオフィス移転の様子見する行動がテナント需要を押し下げる要因にも

賃貸仲介会社によれば、オフィス床の品薄感や賃料の割高感から、オフィスビルが大量供給される2018年から2019年頃までオフィス移転の様子見する企業が増えているようです。こうした移転の様子見の背景として、オフィス床の品薄感や賃料の割高感という直接的な要因に加え、根底には国内景気の下振れ懸念を背景とした企業業績の先行き不透明感があるのではないかと考えられます。様子見をせずにオフィスビルを賃借

〔図表 2-3〕 都心 5 区オフィスビルのテナント需要と国内景気の関係



した場合はその後業績が悪化しても物理的に部分返室できないケースがあるため、オフィス移転

を様子見する行動そのものがテナント需要を押し下げる要因にもなると考えられます。

純増面積ベースでみると大量供給が需給バランスや賃料相場に及ぼす影響は小さい可能性も

供給面積ベースでみると2018年と2019年は大量供給があった2012年水準が2年続く。

供給サイドに目を転じると、2018年と2019年のオフィスの新規供給面積（都市未来総合研究所調べ、延床面積ベース、複合用途ビル含む）は167万㎡と177万㎡が見込まれており、直近で大量供給があった2012年（187万㎡）に近い水準が2年続く見通しです〔図表2-4の棒グラフ全体〕^{※1}。

純増面積ベースでみると2012年の5割強の水準にとどまる可能性も

新規供給が行われる一方で再開発、建て替えや用途転換などで既存オフィスビルが減少するため、新規供給面積がそのまま貸室面積の増加につながるわけではありません^{※2}。

三鬼商事株式会社が公表するデータを用いて新規供給面積（貸室面積ベース換算後）に対する貸室の純増面積の比率（以下、純増比率という）を推計すると、2000年代前半の70%超から2005年以降は大幅に低下し、過去10年平均は37%にとどまっています〔図表2-5〕^{※1}。また、課税台帳および建築着工統計データを用いて自用

部分を含むオフィスビルを対象に延床面積ベースの純増比率（5年後方移動平均値）を推計しても、2000年代前半の70%水準から直近は10%台となっており〔図表2-6〕^{※1}、需給バランスを分析する上で既存オフィスビルの減少は無視できない量と考えられます。先の都市未来総合研究所調べの2018年と2019年の新規供給面積に三鬼商事ベースの過去10年平均の純増比率（37%）を乗じて純増面積（延床面積ベース）を推計すると、それぞれ61万㎡、65万㎡となり、2012年の純増面積117万㎡（純増比率は2012年実績値63%採用。）の5割強にとどまると見込まれます〔図表2-4の棒グラフの濃い青色〕。

再開発、建て替えや用途転換が続く場合は需給バランスや賃料相場への影響が小さい可能性も

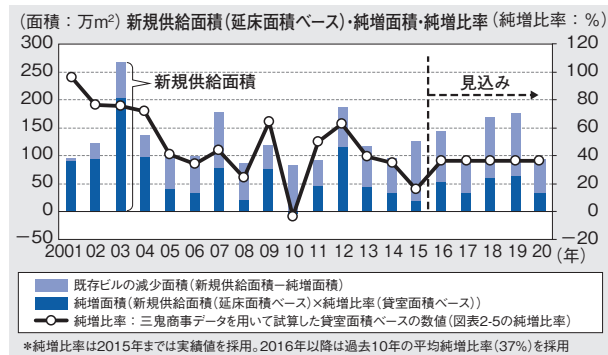
東京五輪に向けた都心部での都市機能向上やインバウンド需要の取り込みなどを背景に再開発、建て替えや用途転換が続くと、純増比率が現状と同程度の低水準にとどまる蓋然性は十分にあり、この場合、大量供給が需給バランスに及ぼす影響は供給面積ベースでみるより小さいと考えられます。その結果、賃料相場への影響も、前ページに記載した大型の新築・築浅ビルの希少性低下による構造的な賃料下落圧力は残るものの、小幅にとどまる可能性が考えられます。

（以上、都市未来総合研究所 湯目 健一郎）

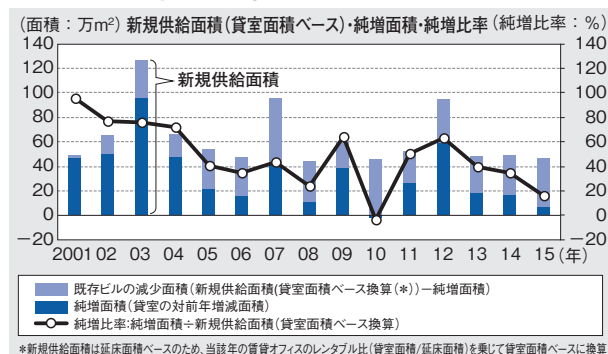
※1：本稿で用いた都市未来総合研究所、三鬼商事株式会社、課税台帳および建築着工統計の各データは調査対象ビルが異なり（自用ビルを含むか否か。延床面積ベースか貸室面積ベースか。調査対象ビルの抽出規模など）、データ上の制約はあるが、純増比率の分析に主眼を置き、分析、考察を行った。

※2：あるエリアの場所Aで床面積100のビルが供給され、場所Bで床面積100のビルが解体されれば貸室面積は不変。エリア内のテナント需要が一定であれば需給バランスも不変。

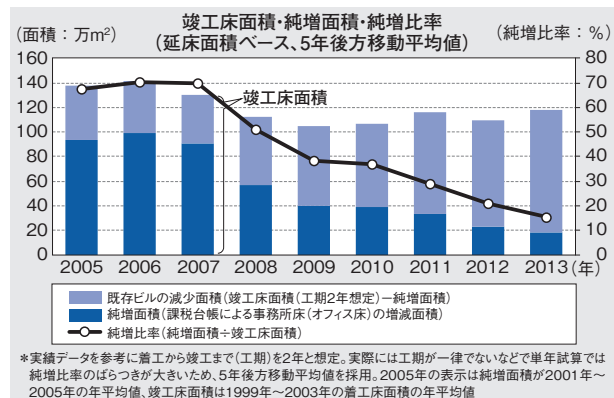
〔図表 2-4〕 都心5区オフィスビル(自用含む)の供給見通し・純増比率



〔図表 2-5〕 都心5区オフィスビル(賃貸ビル)の純増比率



〔図表 2-6〕 都心5区オフィスビル(自用含む)の純増比率（課税台帳・建築着工統計ベース）



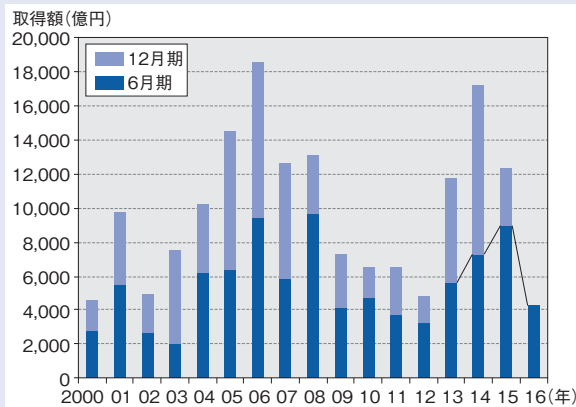
データ出所：図表 2-4 は都市未来総合研究所「Office Market Research」および三鬼商事株式会社「地域別オフィスデータ」、図表 2-5 は三鬼商事株式会社「地域別オフィスデータ」、図表 2-6 は東京都「東京の土地」

オフィスの取引額が減少するも三大都市圏^{※1}における 賃貸オフィスの価格は依然上昇

都市未来総合研究所の「不動産売買実態調査^{※2}」によると、オフィスの多くが所在すると考えられる三大都市圏において、2016年6月期(1月～6月)の不動産取引額は2013年～2015年の同期より大幅に減少し、直前の2015年12月期(7月～12月)も取引額が低水準です[図表3-1]。直近1年間の取引額減少により不動産取引市場では不透明感が増しつつあることから、先行きの価格動向に関する懸念の声も聞かれます。

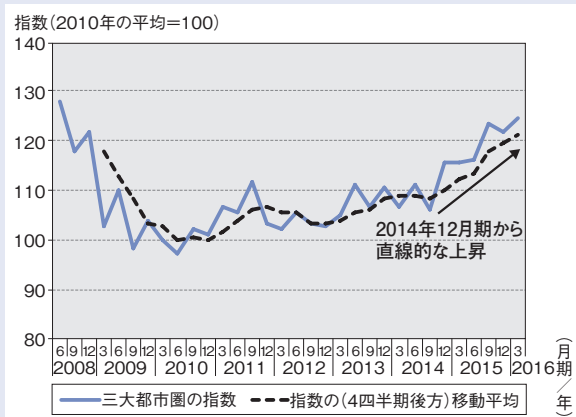
しかしながら、賃貸オフィスの価格に係る次の2つの指数^{※3}によれば、直近期はいずれも上昇傾向が続いており、賃貸オフィスの価格低下の兆候はみられません。

【図表 3-1】 三大都市圏のオフィスの取引額の推移



データ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

【図表 3-2】 三大都市圏の不動産価格指数
(オフィスビル)



データ出所：国土交通省「不動産価格指数(商業用不動産)」

①国土交通省「不動産価格指数(商業用不動産)」^{※4}によると、オフィスの指数は2012年以降上昇しており、移動平均(後方4期)でみると2014年12月期以降は直線的な上昇を続けています[図表3-2]。

②J-REITが保有する物件の専有坪あたりの評価額単価(=期末評価額÷期末賃貸可能面積)にかかる2010年度上期(=100)を基準とする指数は、2014年9月期以降上昇を続けています[図表3-3]。

(以上、都市未来総合研究所 仲谷 光司)

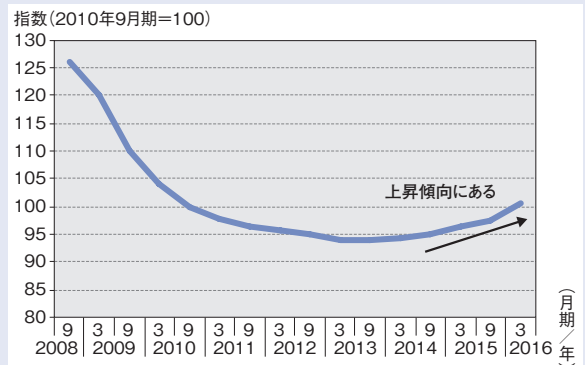
※1：本稿では次の都府県を対象にした。埼玉・千葉・東京・神奈川・岐阜・愛知・三重・京都・大阪・兵庫

※2：不動産売買実態調査は、「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則(適時開示規則)」に基づき東京証券取引所に開示されている固定資産の譲渡または取得などに関する情報や、新聞などに公表された情報から、上場企業等が譲渡・取得した土地・建物の売主や買主、所在地、面積、売却額、譲渡損益、売却理由などについてデータ(概数の事例を含む)の集計・分析を行っている。なお、本調査では、情報開示後の追加・変更等に基づいて既存データの更新を適宜行っており、過日または後日の公表値と相違する場合がある。

※3：不動産の価格を示す指数については、公示地価などのように地価についての指標等は比較的多いものの、賃貸オフィスビルのような商業用(賃貸)不動産の価格を示す指標等はわずかである。

※4：国土交通省が2016年3月から試験運用を開始した。建物付土地総合(5区分：店舗、事務所、倉庫、工場、マンション・アパート(一棟))について、物件ごとの個別の特性が価格に及ぼす影響を除去し、いわば「同一品質の物件」を仮定し、不動産市場の動向を把握するという手法(ヘドニック法(時間ダミー変数法))により算出し、2010年1月～12月までの算術平均を100として基準化したとしている。なお、本稿では「事務所」を「オフィスビル」と言い換えている。

【図表 3-3】 J-REIT が保有する三大都市圏の賃貸オフィスの
専有坪あたりの評価額単価の推移



注)物件ごとに2010年9月期の値を100とする基準化を行い、平均して求めた。

データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

不動産トピックス 2016. 10

発行 みずほ信託銀行株式会社 不動産業務部

〒103-8670 東京都中央区八重洲 1-2-1 <http://www.mizuho-tb.co.jp/>

編集協力 株式会社都市未来総合研究所

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-3-4 日本橋プラザビル 11 階 <http://www.tmri.co.jp/>

■本レポートに関するお問い合わせ先■

みずほ信託銀行株式会社 不動産業務部

金子 伸幸 TEL.03-3274-9079 (代表)

株式会社都市未来総合研究所 研究部

佐藤 泰弘、池田 英孝 TEL.03-3273-1432 (代表)

※本資料は参考情報の提供を目的とするものです。当行は読者に対し、本資料における法律・税務・会計上の取扱を助言、推奨もしくは保証するものではありません。

本資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成していますが、その正確性と完全性、客観性については当行および都市未来総合研究所は責任を負いません。

※本資料に掲載した記事の無断複製・無断転載を禁じます。