

不動産証券化ジャーナル

共に市場を創る

News

2026 年度 ARES マスターコンベンションを開催しました 1

戦略的な不動産取得と資本効率 5

CBRE リサーチ
アソシエイトディレクター
インベストメントチームリーダー
能勢 知弥

Practical Study & Research

第 80 回

不動産市場の変化の兆しはどこに表れるか？ 2026
～オフィスマーケット指標とマクロ経済指標の時間的前後関係～ 11

株式会社ザイマックス総研
代表取締役社長
中山 善夫

株式会社ザイマックス総研
主任研究員
曾我部 哲人

一橋大学
ソーシャル・データサイエンス学部
中村 亮太

資産運用の最新トレンドと課題

第 39 回 リスクマネーの国内成長分野への流入は進むのか 23

株式会社ニッセイ基礎研究所
専務取締役金融研究部研究理事年金研究部長
兼年金総合リサーチセンター長
兼サステナビリティ投資推進室長
徳島 勝幸

不動産証券化 30 年を振り返り

第 27 回 大きなものから小さなものまで 27

株式会社レブサム
代表取締役会長
土岐 好隆

マンションの再生等について

(マンション再生等手法の比較検討マニュアルを中心に) 30

森・濱田松本法律事務所
外国法共同事業
弁護士・パートナー
飯尾 誠太郎

森・濱田松本法律事務所
外国法共同事業
弁護士・アソシエイト
三澤 賢治



2026年度 ARESマスターコンベンションを 開催しました

2026年9月16日、帝国ホテル東京にて「2026年度ARESマスターコンベンション」を開催し、約1,000名の方にご参加いただきました。

セレモニーでは、金融庁、国土交通省のご来賓よりご挨拶をいただいたほか、フェロー授与式および2025年度マスター養成講座成績優秀者に対する表彰式を執り行いました。続いて、「J-REIT 25周年・J-REITの現状と未来を考える」をテーマに、トークセッションを行い、プログラムの最後には、ネットワーキングパーティーにてマスターや市場関係者の皆様に親睦を深めていただきました。



主催者挨拶



菰田 正信

一般社団法人不動産証券化協会 会長

はじめに、熊本地震により被災された皆様、また各地の豪雨災害により被害を受けられた皆様に、心よりお見舞い申し上げます。被災地域の一日も早い復旧・復興をお祈り申し上げます。

マスター資格制度は2006年の創設以来、多くの専門人材を輩出し、不動産証券化市場の発展を支えてまいりました。制度創設から満20年を迎えた現在、資格認定者は1万2千名を超え、不動産・金融分野のみならず、たとえば鉄道や電力・ガスなどの関連企業においても、活躍の場が広がっています。制度創設以来、多くの皆様に支えられ、本制度が不動産証券化における人材育成の基盤として定着していることを大変心強く感じております。

さて、世界経済に目を向けますと、地政学リスクの長期化などを背景に依然として不確実性の高い状況が続いております。各国の経済・金融政策の動向、為替変動など、我が国の経済に大きな影響を与える要因を注視する必要があります。

我が国では、歴史的な円安や物価高が家計・企業活動に影響を及ぼすなか、7月には28年ぶりの日米協調による円買い介入が行われ、昨日、高市内閣が食料品の消費税率を1%に引き下げる方針を閣議決定しました。また、日本銀行が6月に政策金利を1%へ引き上げるなか、長期金利も約30年ぶりに3%台まで上昇するなど、資金調達環境や投資動向への影響も含め、今後の金融政策や市場金利の動向を注

視する必要があります。

足元のJリート市場については、金利上昇への過度な警戒感などから東証リート指数やNAV倍率は軟調に推移し、本来の価値が十分に評価されていない状況が続いております。一方で、我が国の不動産市場のファンダメンタルズは引き続き堅調であり、オフィスや住宅を中心に賃料上昇や空室率低下が継続しています。こうした不動産の収益環境をドライバーとして、今後Jリーートの持つ価値や魅力がより広く認識され、市場における評価が着実に高まるよう、当協会としても努めてまいります。

Jリートをはじめとする不動産証券化は、多様な投資家への投資機会の提供に加え、オフィスや住宅をはじめ、物流、ホテル、ヘルスケア、そして最近ではデータセンターなど、社会に不可欠な不動産へ資金供給を行うという重要な役割を果たしています。

不動産証券化市場が、社会の変化やニーズに応えつつ、この資金循環機能を十分に発揮していくためには、各所で高度な業務を支える専門人材が必要となります。当協会としては、市場の信頼性向上と健全な発展に向け、マスター資格制度の充実などを通じて、市場を支える人材育成に引き続き積極的に取り組んでまいります。

最後に、マスターの皆様へ一言申し上げます。

不動産投資市場の信頼を支えるのは、制度や仕組みだけではなく、この市場で日々の実務に携わる、一人ひとりの高い専門性と倫理観が何よりも重要であると考えております。

マスターの皆様には、これからも自らを律し、知識を磨き続け、市場の信頼と発展を担う存在として、一層のご活躍をいただくことを期待しております。

結びに、本日のマスターコンベンションが、Jリート市場の現状を見つめ直し、その未来を考えるうえで有意義な機会となることを祈念申し上げますとともに、本日ご参集の皆様のますますのご健勝とご活躍をお祈り申し上げ、私の挨拶とさせていただきます。

プログラム

(敬省略、ご所属・お肩書については開催時点)

<孔雀の間>

■ 主催者挨拶

菰田 正信

一般社団法人不動産証券化協会 会長

■ 来賓挨拶

繁本 賢也

金融庁 企画市場局 参事官



佐藤 弘之

国土交通省 大臣官房審議官



■ フェロー授与式

中山 善夫

(株)ザイマックス総研 代表取締役社長



■ 2025 年度マスター養成講座成績優秀者表彰式

影山 淳一 (M2614365)

グローバル・ソリューションズ・コンサルティング(株)

橋本 和馬 (M2613878)

プラチナビット(株)

細谷 祥吾 (M2614110)

鹿島不動産投資顧問(株)

李 鍾宇 (M2614469)

Mitsubishi Estate Asia Pte. Ltd.

澤入 美香 (M2614357)

(株)日本政策投資銀行

川村 知史 (M2614144)

オリックス不動産(株)

岡村 聖美 (M2613990)

(株)東京共同会計事務所

吉岡 宏記 (M2614206)

JR東日本不動産投資顧問(株)

桐山 佳之 (M2614191)

近鉄グループホールディングス(株)

瀧川 秀 (M2614450)

(株)HIWIN



■ トークセッション

「J-REIT25 周年・J-REITの現状と未来を考える」

井上 和幸

ジャパンリアルエステイトアセットマネジメント(株)
代表取締役社長



黒木 康之

三菱 UFJ アセットマネジメント(株)
株式運用部 チーフファンドマネジャー



中野 邦彦

(株)三井住友トラスト基礎研究所
REIT 投資顧問部長 主席研究員



進行

内田 まさみ

ラジオ NIKKEI、日経 CNBC 番組パーソナリティ



< 富士の間 >

ネットワーキングパーティー

■ 乾杯挨拶

杉本 茂

さくら総合事務所グループ(株)
代表取締役 公認会計士



戦略的な不動産取得と 資本効率



能勢 知弥

CBRE リサーチ
アソシエイトディレクター
インベストメントチームリーダー

サマリー

不動産の取得を発表した上場企業について発表前後の資本効率性指標の変化を分析したところ、既存不動産を取得した企業で資本効率の改善が最も顕著だった。そして、既存不動産を取得した企業グループは、発表前における業績が相対的に好調だった。すなわち、既存不動産の取得は成長企業による本業拡大のための投資としての性質が強かったと解釈できる。さらに、既存不動産の取得企業のうち、賃借から自社保有へ切り替えた企業のみを抽出した場合では資本効率の改善がより顕著であった。建築費の高騰や賃料上昇、空室枯渇という足元の環境下で企業が不動産を保有するメリットは高まっていると考えられる。今回の分析結果は、企業が不動産の戦略的な取得と資本効率の改善を両立できることを示していると言えるだろう。

既存不動産の取得企業で EVA スプレッドは最も拡大

2020年以降に上場企業が発表した固定資産の取得に関するプレスリリースのうち、国内不動産の取得に関連するものは、企業による実需の取得と、本業を補完するための収益不動産の取得に分けられる。実需の取得について、取得後の収益化タイミングの違いによる影響を比較するため、1. 自社で使用するための既存の土地建物（不動産）の取得、2. 本社や工場等を建設する

ための用地取得、3. 既存の土地や借地に建物を新設・増築する建設投資、の3つに整理した。これに4. 収益不動産の取得を加えた4つのグループを分析対象とし、プレスリリース発表企業を当該4グループに分類した。そして、分類した各企業について、ROIC（投下資本利益率）・WACC（加重平均資本コスト）・EVA スプレッド（ROICとWACCの差）が、発表前後でどのように変化し、また、グループ間で違いが見られたかについて、以下の分析手法に基づき検証した。

＜分析手法＞

対象期間とデータ：2020～2026年上期における有形固定資産の取得（国内不動産に関するもの）のプレスリリース 524件について、4グループに分類（分類できないものはサンプルから除外）。各グループに分類した企業について、ROIC、WACC、EVA スプレッドを計算。

各指標の計算方法：発表時点を基準年（Year 0）として、各指標について発表前後の変化を以下の通り計算。

(a) 取得発表前：Year -3, -2, -1, 0 の4時点における各指標の平均値

(b) 取得発表後：Year +1, +2, +3 の3時点における各指標の平均値

(c) 変化分：取得発表後の指標 (b) - 取得発表前の指標 (a)

発表前と発表後のいずれかで、データが欠損している企業はサンプルから除外し、グループごとに (c) 変化分の中央値を算出した。

同一企業が複数の発表をしている場合：特定の企業による発表が集中し、結果に影響することを防ぐため、同一企業が対象期間中に複数の発表をしている場合、発表案件ごとに変化分を算出し、それらを平均することで当該企業の代表値とした。

「収益不動産の取得」の定義：発表において投資・運用を目的とした取得であることが明示され、かつ、金融・不動産業以外の企業による案件を集計対象とした。

グループごとに変化分の中央値を見ると、グループ1でEVA スプレッドの変化分が+1.94ppと最も大きかった（**Figure 1**）。EVA スプレッドは、企業が資本を投入して生み出すリターン（ROIC）が資本コスト（WACC）を上回っているか、という資本効率性を測る指標だが、既存不動産の取得を発表した企業では、他のグループと比べて発表後の資本効率改善が顕著だったと

言える。

EVA スプレッドの構成要素であるROICの上昇幅は、グループ間で差が見られた。一方、WACCの低下幅は全てのグループでマイナスとなり、グループ間の差は小さかった。このことから、EVA スプレッドの拡大は、主にROIC上昇によって主導されたと考えられる。

Figure 1：グループ別の ROIC・WACC・EVA スプレッドの変化（中央値）

（中央値）	ROIC 変化分（pp）	WACC 変化分（pp）	EVAスプレッド 変化分（pp）
グループ 1：既存不動産の取得 （n=36）	0.84	-0.90	1.94
グループ 2：用地取得（n=53）	0.02	-0.62	0.21
グループ 3：建物の建設（n=66）	0.42	-0.92	1.72
グループ 4：収益不動産の取得 （n=18）	0.41	-0.72	0.58

* ROIC・WACC・EVAスプレッドの各変化分について、それぞれ独立に中央値を算出しているため、ROICとWACC変化分の差はEVAスプレッドの変化分と一致しない。各企業レベルではEVAスプレッドの変化分＝ROIC変化分－WACC変化分の関係が成立。

出所：CBRE Research, Bloomberg, 2026年8月

収益化タイミングは 取得目的によって異なる

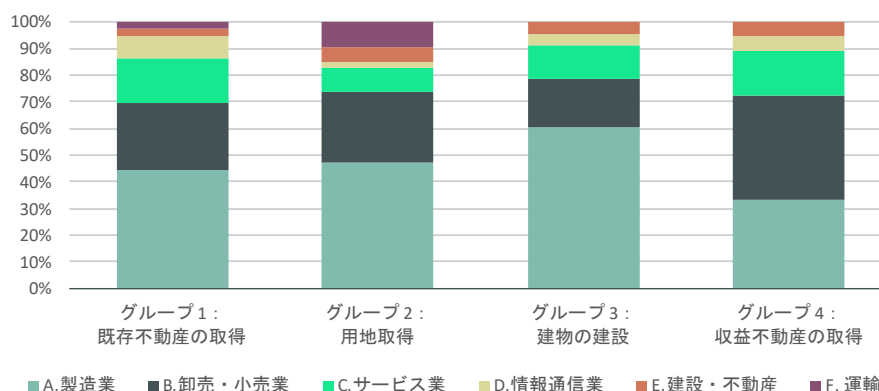
各グループの業種構成を見ると、製造業が多く、特にグループ3：建物の建設でその割合が高かった（Figure 2）。製造業における生産拠点建設の場合、施設稼働までのダウンタイムが生じるため、短期的な収益貢献は期待しづらい。

一定のサンプル数が確保できる製造業と卸売・小売業について、同一業種内で比較すると、実際、製造業ではグループ2：用地取得と3：建物の建設によるROIC変化はマイナスまたはほぼ横ば

いだった。対して、グループ1：既存不動産の取得ではROIC上昇幅が最も高かった（Figure 3）。卸売・小売業でも同様の傾向が見られ、建設工事と比較してすぐに収益・利益貢献が見込まれる既存不動産の取得がROIC上昇に寄与していた可能性がある。

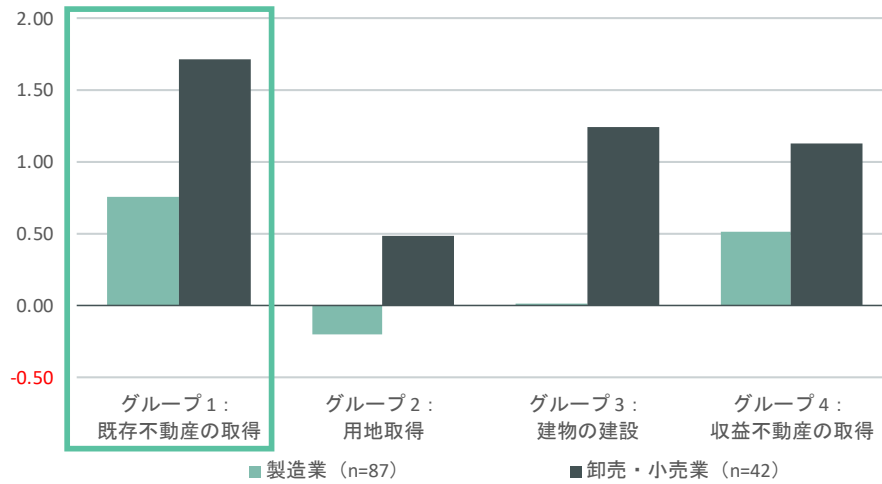
建築費の高騰や建設業の人手不足が続く中、自社開発による収益化のタイミングは今後さらに遅れる可能性があることから、短期的な収益性および資本効率の面で、既存不動産を取得する重要性は増すと予想される。

Figure 2：各グループの業種分布状況



出所：CBRE Research, Bloomberg, 2026年8月

Figure 3：製造業および卸売・小売業の ROIC 上昇幅 / 低下幅のグループ別比較



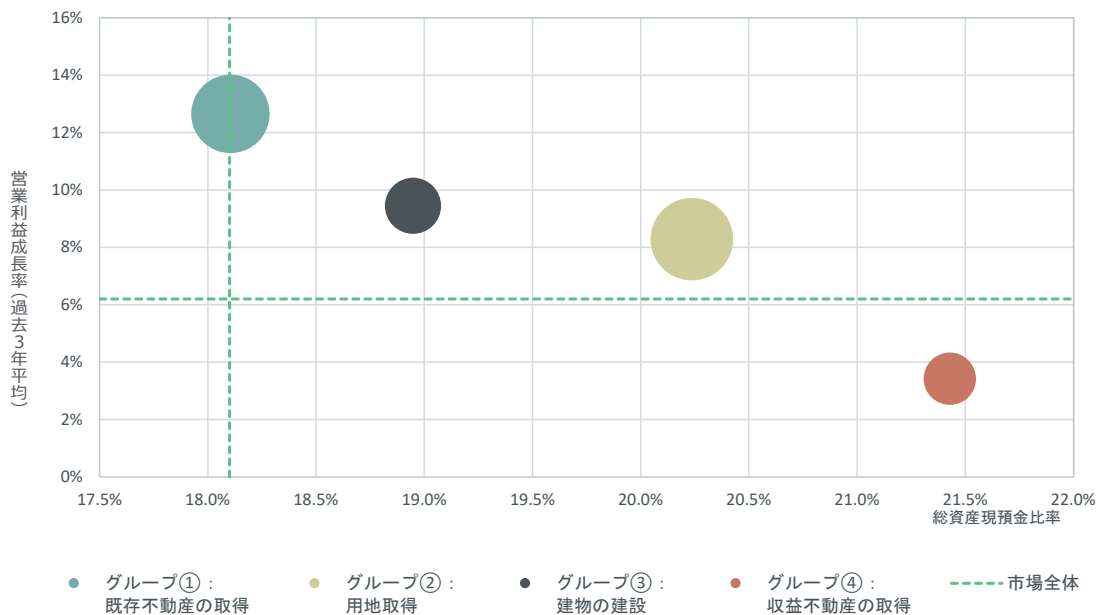
出所：CBRE Research, Bloomberg, 2026 年 8 月

業績モメンタムの強い企業が 既存不動産を取得

ROIC の変化は、企業の投資余力や業績モメンタムにも影響を受けたと考えられる。各グループ構成企業の発表直前における総資産現預金比率

(総資産に占める現金および現金同等物の比率) および営業利益成長率 (過去 3 年平均) の中央値を、グループ間および市場全体と比較したところ、既存不動産の取得を発表した企業の総資産現預金比率は市場全体と同水準だったが、営業利益成長率は市場全体を大きく上回った (Figure 4)。

Figure 4：発表直前における総資産現預金比率および営業利益成長率の比較



*バブルサイズは発表直前時点における各グループ構成企業の時価総額の中央値
*市場全体: 発表直前時点に対応する TOPIX 構成銘柄 (金融・不動産を除く) の中央値
出所：CBRE Research, Bloomberg, 2026 年 8 月

つまり、既存不動産の取得は、好業績企業による本業拡大のための投資の性格が強かったと解釈できる。

対照的に、収益不動産を取得した企業の営業利益成長率は市場全体を下回る一方で、総資産現預金比率は最も高かったことから、収益不動産への投資は余剰資金の運用の一環だったと推察される。

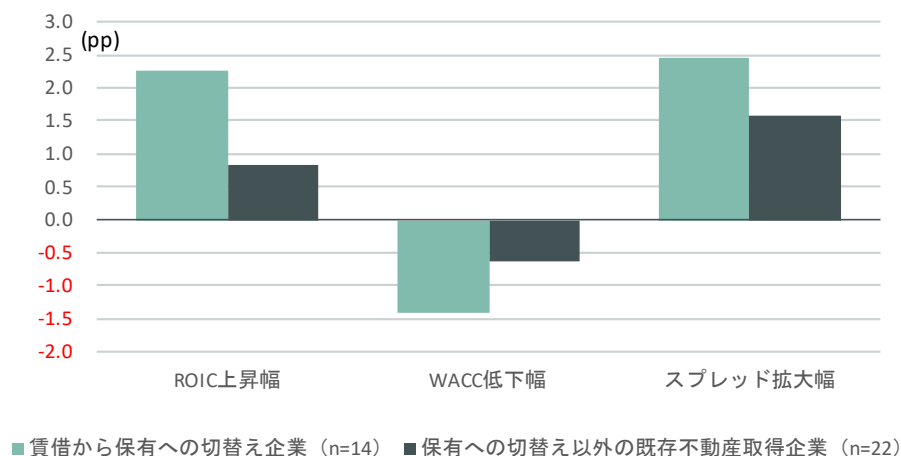
また、グループ間で企業規模を比較すると、総資産の規模に大きな差はなかったが、既存不動産の取得企業の時価総額は相対的に大きく、かつ、PBR（株価純資産倍率）も1倍以上とグループ間で最も高かった。つまり、既存不動産を取得した企業には、株式市場が成長を期待する企業が多かったと言える。

賃借から保有へ切り替えた企業でも資本効率は改善

既存の不動産取得を発表した企業36社のうち、14社が自社保有への切替えだった。その14社のEVAスプレッド拡大幅（中央値）は+2.44ppと、それ以外の22社の拡大幅+1.59ppと比較して高かった。また、ROIC上昇幅およびWACC低下幅についても賃借から保有に切り替えた企業の方が高かった（Figure 5）。

足元、堅調な賃貸市況を背景に、一部の賃貸市場では空室がなくなっている。また、賃料上昇継続が見込まれる中、賃料コスト削減が期待できる点など、企業にとって物件を自社で所有することが合理的な場合もあると考えられる。上記の分析結果は、保有が賃借よりも常に有利であることを示すものではなく、一部の企業群においては保有への切替えが資本効率と必ずしも相反しなかったことを示している。

Figure 5：賃借から自社保有への切替えを発表した企業のROIC・WACC・EVAスプレッドの変化（中央値）



*「保有への切替え以外」には事業基盤拡大のための新規取得や、既存の保有施設を売却して新たに取得するケースなどが含まれる。
出所：CBRE Research, Bloomberg, 2026年8月

まとめ

既存不動産の取得を発表した企業の資本効率は、その後改善する傾向が確認できた。その理由として、既存不動産の取得は収益化タイミングが相対的に早いことに加え、業績モメンタムの強い企業が取得することで、高い利益成長が ROIC 上昇に結び付いていたと考えられる。

開発の遅延や賃料上昇・空室の枯渇という足元の外部環境を踏まえれば、不動産を保有することのメリットは高まっていると言える。資本効率の文脈では不動産の売却に目が向けられがちだが、分析の結果、成長企業は不動産を取得しつつ、資本効率を一段と改善させていた。このことは、企業が不動産を戦略的に取得することの妥当性を裏づける一つの材料になるだろう。

のせ ともや

2024 年 9 月、CBRE 株式会社に入社。投資チームリーダーとして日本の不動産投資市場の調査を担当。CBRE 入社以前は、証券会社で J-REIT のセルサイドアナリスト業務に従事したのち、日系アセットマネジメント会社で J-REIT・海外 REIT のバイサイドアナリストとして企業分析・不動産市場の分析に従事。2017 年から 2024 年までシンガポールに駐在。

第80回

不動産市場の変化の兆しは どこに表れるか？ 2026

～オフィスマーケット指標とマクロ経済指標の
時間的前後関係～



中山 善夫

株式会社ザイマックス総研
代表取締役社長
(ARES フェロー)



曽我部 哲人

株式会社ザイマックス総研
主任研究員



中村 亮太

一橋大学
ソーシャル・データサイエンス学部

はじめに

オフィスマーケットの状況を把握するためには、空室率や賃料をはじめ、さまざまな指標が用いられる。しかし、これらの指標は同時に動くとは限らない。

オフィスマーケットでは、次のような順で指標に変化が表れると考えられる。まず、テナントの退去や縮小によって募集区画が増え、その後、実際の空室として顕在化する。次に、需給バランスの変化が新規契約時の賃料に影響を与え、さらに時間をかけて既存テナントが支払う賃料にも波及する。このように、市場で起きた変化が指標に表れるタイミングには差があると考えられる。

また、オフィスマーケットは、企業活動や景況感、金融環境など、外部の経済環境とも無関係ではない。そのため、景気や株価、金利など

の変化が、オフィスマーケットのどの指標に、どのような順序で表れるのかを把握することは、市場の変化を早期に捉える上で重要である。

ザイマックス総研では、本誌Vol.62(2021年7・8月号)において、「不動産市場の変化の兆しはどこに表れるか？～指標の時間的前後関係～」と題した分析を行った。これは、2005年第1四半期から2021年第1四半期までのデータを用い、7つのオフィス賃貸指標と25の経済指標について、「どの指標が先に動き、その後どの指標が動くのか」を分析したものである。

それから約5年が経過し、東京オフィスマーケットは、コロナ禍による需要の変化、その後の空室率低下や賃料上昇など、大きな市況変動を経験した。そこで今回は、コロナ禍以降のデータを追加するとともに、分析方法も見直し、指標間の時間的な前後関係を改めて検証する。

本稿で明らかにしたい点(リサーチクエスチョン)

ン：RQ) は、次の2つである。

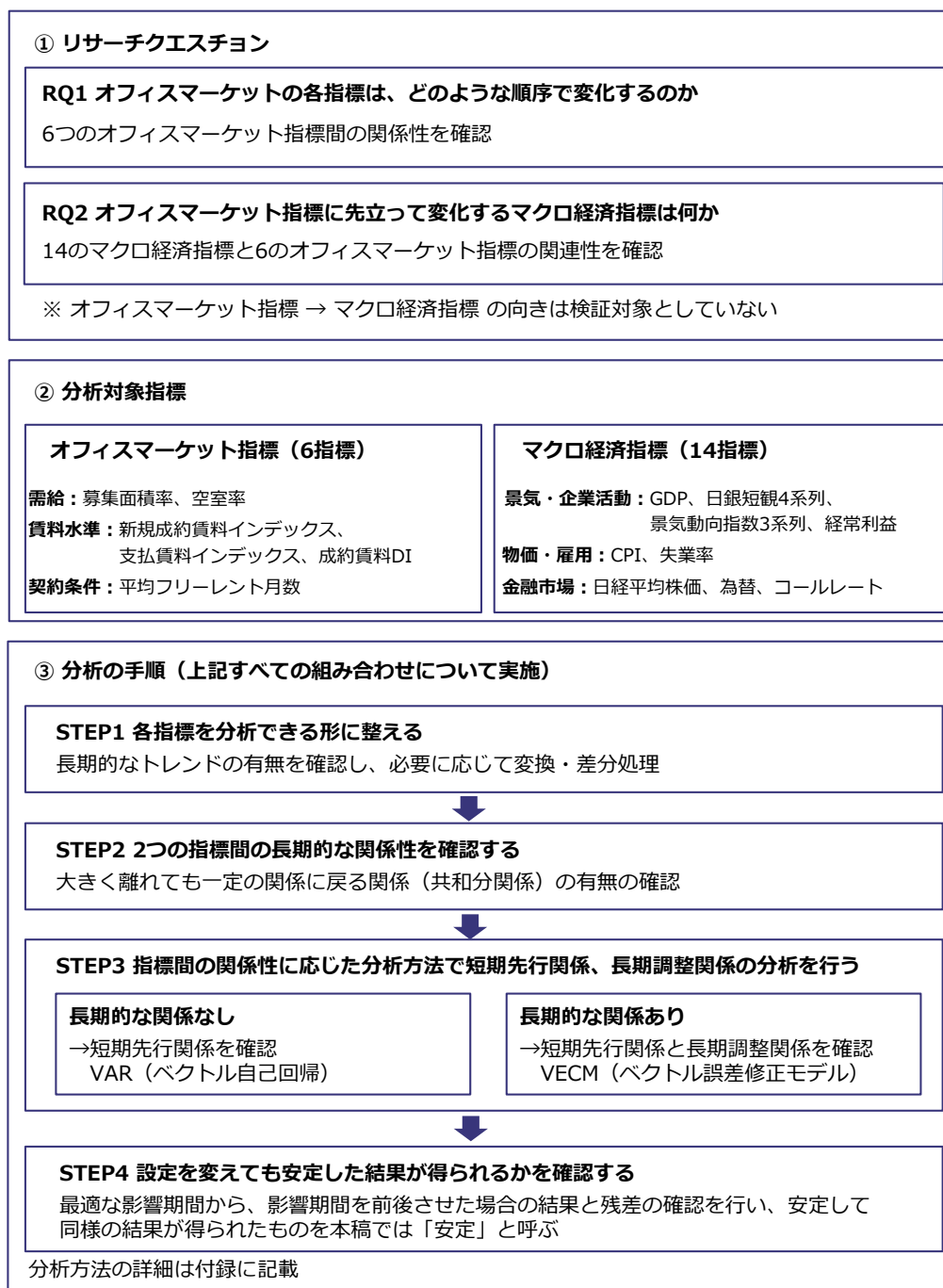
RQ1 オフィスマーケットの各指標は、どのような順序で変化するのか。

RQ2 オフィスマーケット指標に先立って変化するマクロ経済指標は何か。

最新のデータを用いてこれら进行分析することで、現在のオフィスマーケットにおいて、変化の兆しがどこに表れ、その後どのように波及していくのかを整理する。

分析対象と分析の枠組みを【図表1】に示す。

【図表1】分析対象指標と分析の枠組み



1. 分析に使用したデータと分析の考え方

(1) 分析対象指標

オフィスマーケットについては、「募集面積率」「空室率」「新規成約賃貸インデックス」「支払賃料インデックス」「成約賃貸DI」「平均フリーレント月数」の6指標を分析対象とした。

これらはそれぞれ異なる角度からオフィスマーケットを捉えている。募集面積率は市場でテナントを募集している面積の割合、空室率は実際に空室となっている面積の割合を示す。新規成約賃料インデックスは新たな契約における賃料水準、支払賃料インデックスは既存テナントを含め実際に支払われている賃料水準を示す。また、成約賃料DIや平均フリーレント月数からは、契約条件や賃料の上昇・下落傾向を捉えることができる^{注1}。

マクロ経済指標については、GDP、日銀短観4系列（以下、「短観」）、景気動向指数3系列、経常利益（法人企業統計調査）、CPI、失業率、日経平均株価、為替（ドル／円）、コールレートの14指標を対象とした。

分析には四半期単位のデータを用いた。データの取得開始時期は指標によって異なり、経常利益は2008年第2四半期から、空室率と募集面積率は2011年第1四半期から、その他のマクロ経済指標および賃料関連指標は2005年第1四半期からとなる。終点はいずれも2026年第1四半期である。なお、2指標を比較する際は、双方のデータが重複する期間を分析対象とした。

(2) 分析の考え方

本分析では、指標間の時間的な前後関係を調べるため、「グレンジャー因果性」の考え方を用いる。この考え方では、ある指標Yの今後の動きを考えると、Y自身の過去の動きだけを見る場合よりも、別の指標Xの過去の動きも加えた方が説明しやすくなるのであれば、「XはYに先行している」と判断する。

例えば、空室率の過去の動きを加えることで、その後の新規成約賃料の動きをより説明できるのであれば、「空室率が新規成約賃料に短期先行関係を持つ」と表現する。

ただし、ここで言う「先行」は、Xの変化がYの変化を直接引き起こしているという意味ではなく、**Xの動きがYより時間的に先に表れ、その後のYの動きを説明する情報を持っている**という統計的な関係である。

また、短期的な前後関係だけでなく、2つの指標が中長期的に一定の関係を保って動いているかについても確認した。本分析では、一時的には両者が離れて動いても、その後再び一定の関係に戻る傾向が見られる場合、これを「長期調整関係」と呼ぶ。

分析に当たっては、指標の長期的なトレンドによって見かけ上の関係が生じないようにデータを調整した上で、指標の性質に応じた時系列分析を行った。さらに、リーマンショック期とコロナショック期の特殊な変動を考慮するとともに、短期先行関係・長期調整関係が安定して見られるかの確認を行った。

具体的な分析方法については、本稿最後の付録に記載し、データの変換方法については【付録1】にまとめた。

注1

各指標の詳細な定義は、ザイマックス総研「四半期オフィスマーケットレポート東京」を参照。

2. オフィスマーケットでは、 どの指標が先に動くのか

(1) 分析結果の概要

6つのオフィスマーケット指標について時間的

な前後関係を分析した結果を【図表2】、観測された主な短期先行関係、長期調整関係を【図表3】に示す。なお、本稿で用いる関係の呼び方、図表中の判定記号の詳細、分析結果の定義については【付録2】にまとめる。

【図表2】オフィスマーケット指標間の短期先行関係・長期調整関係

先行指標	遅行指標	募集面積率	空室率	新規成約賃料 インデックス	成約賃料DI	支払賃料 インデックス	平均フリーレント 月数
募集面積率		—	○*	○	×	×	×
空室率		×	—	○	×	○	×
新規成約賃料インデックス		×	×	—	△	□	△
成約賃料DI		×	×	△	—	△	△
支払賃料インデックス		○	×	□	△	—	×
平均フリーレント月数		×	×	△	○	×	—

○：安定した短期先行関係あり（有意水準10%） ○*：安定した短期先行関係があるが、代替モデルでの留意点あり

□：安定した長期調整関係あり（※先行・後行の方向を示さない）

△：ベース分析では短期・長期関係があったが、確度は低い（有意水準10%） ×：短期・長期関係なし（有意水準10%） —：同一指標

【図表3】オフィスマーケット指標間の短期先行関係・長期調整関係の主要分析結果

短期先行関係

先行指標	遅行指標	判定水準	影響期間
募集面積率	空室率	有意水準5%で安定だが留意点あり	1四半期
募集面積率	新規成約賃料 インデックス	有意水準5%で安定	3四半期
空室率	新規成約賃料 インデックス	有意水準5%で安定	5四半期
空室率	支払賃料 インデックス	有意水準10%で概ね安定	8四半期
支払賃料 インデックス	募集面積率	有意水準5%で安定	5四半期
平均フリーレント 月数	成約賃料DI	有意水準5%で安定	7四半期

長期調整関係

指標1	指標2	判定水準	影響期間
新規成約賃料 インデックス	支払賃料 インデックス	有意水準5%で安定	—

(2) 需給の変化は、新規成約賃料より先に表れる

今回の分析で最も明確だったのは、募集面積率や空室率といった需給を示す指標が、新規成約賃料インデックスに先行していたことである。

「募集面積率→新規成約賃料インデックス」と「空室率→新規成約賃料インデックス」の双方で、安定した短期先行関係が確認された。具体的には、募集面積率では過去3四半期分(約9か月)、空室率では過去5四半期分(約1年3か月)の動きが、その後の新規成約賃料の動きを予測する上で有効であることが確認された。

これは、募集区画や空室が増減した後、その需給環境が新たな契約時の賃料に反映されるという市場の流れと整合的な結果である。

また、「募集面積率→空室率」についても、一貫して先行関係が確認された。ただし、モデルの設定を変えた一部のケースで統計上の課題が残ったため、募集面積率から空室率への関係については、他の結果より慎重に解釈する必要がある。

空室率から支払賃料インデックスについても先行関係が確認された。ただし、有意水準は10%であり、新規成約賃料への関係と比べると結果は弱い。

(3) 新規賃料と既存契約の賃料は、

中長期では連動する

一方、新規成約賃料インデックスと支払賃料インデックスの動きには、短期的にどちらかが明確に先行するというよりも、一時的なズレが生じて、中長期的には一定の関係を保って動く「長期調整関係」が確認された。

新規成約賃料は、その時点で新たに締結される契約の賃料であるのに対し、支払賃料には過去に締結された既存契約に基づく賃料が多く含まれる。この違いにより、短期的な動きには差が生じると考えられる一方、中長期的には両者が一定の関係を保って動くことが分析結果から確認された。

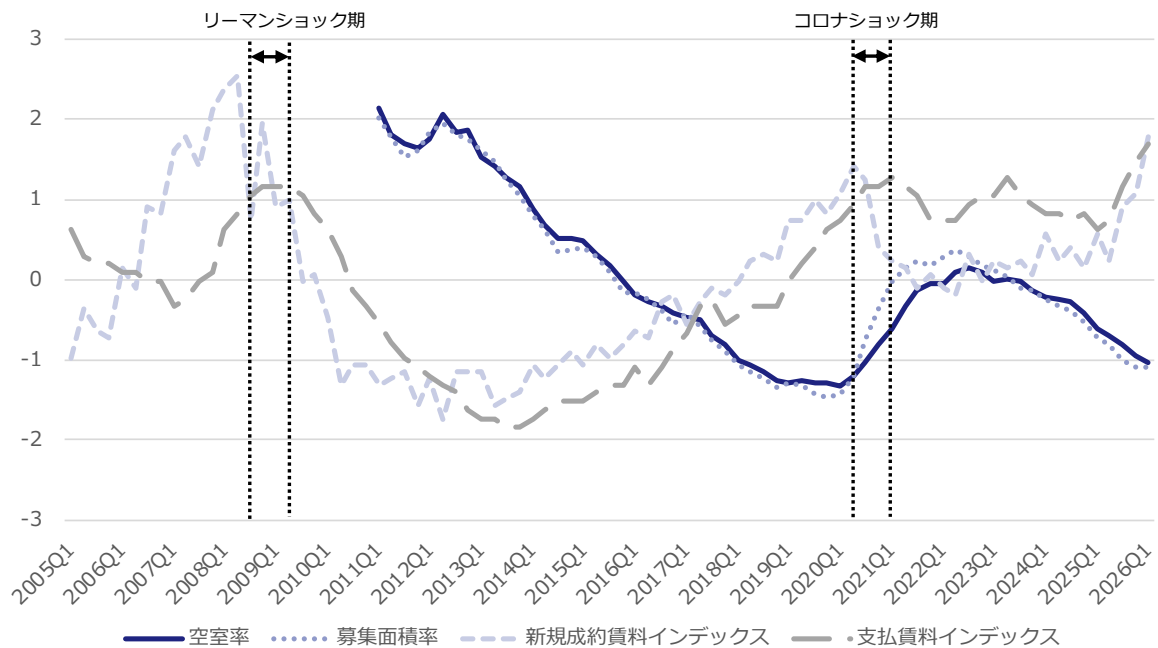
(4) その他にも確認された短期先行関係

このほか、「平均フリーレント月数→成約賃料DI」と「支払賃料インデックス→募集面積率」についても安定した短期先行関係が確認された。ただし、グレンジャー因果性の分析だけでは、その関係が正方向か負方向か、また、どのような市場メカニズムによるものかまでは特定できない。このため、本稿では主要な市場の流れとは分けて補足的に捉える。

(5) 各指標の時系列推移

以上の関係を視覚的に確認するため、【図表4】に主要指標の時系列推移を示す。

【図表4】主要オフィスマーケット指標の時系列推移



※図表は時系列推移を視覚的に比較するため原系列を標準化したものであり、分析には付録1に示した変換後の系列を用いている。

※空室率、募集面積率のデータ期間は2011Q1以降

【図表4】を見ると、各指標の転換点は必ずしも一致していない。募集面積率と空室率はおおむね共通した市況局面を捉えているものの、コロナショック期などでは変化するタイミングにズレが見られる。また、募集面積率・空室率と新規成約賃料インデックスを比較すると、需給の変化と賃料の変化が必ずしも同時に生じていないことが分かる。

新規成約賃料インデックスと支払賃料インデックスについても、短期的には新規成約賃料の方が変動しやすい一方、中長期では一定の連動が見られる。

なお、この図表は各指標の動きを視覚的に比較するものであり、図表上の時間差が分析上の影響期間を直接示すものではない。

3. オフィスマーケットに先行するマクロ経済指標は何か

(1) 分析結果の概要

次に、14のマクロ経済指標から6つのオフィスマーケット指標への時間的な前後関係を分析した。

結果を【図表5】、観測された主な関係を【図表6】に示す。

【図表5】マクロ指標からオフィスマーケット指標への短期先行関係・長期調整関係

先行指標	遅行指標	募集面積率	空室率	新規成約賃料 インデックス	成約賃料DI	支払賃料 インデックス	平均フリーレン ト月数
コールレート		×	×	○	×	△	×
景気動向指数（一致）		×	△	○	△	△	×
景気動向指数（遅行）		△	×	○	×	×	×
景気動向指数（先行）		△	×	△	×	×	×
CPI		×	×	△	○□	×	△
GDP		○	△	○	×	△	×
日経平均株価		×	×	○	×	×	×
法人企業統計調査・経常利益		△	△	△	×	△	×
短観（大企業・製造）		×	△	△	×	△	△
短観（大企業・非製造）		△	△	○	×	△	×
短観（中小・製造）		○	×	○	×	×	△
短観（中小・非製造）		△	×	○	×	×	×
失業率		×	×	×	×	×	×
為替（ドル/円）		△	×	×	×	×	×

○：安定した短期先行関係あり（有意水準10%）

□：安定した長期調整関係あり（※先行・後行の方向を示さない）

△：ベース分析では短期・長期関係があったが、確度は低い（有意水準10%） ×：短期・長期関係なし（有意水準10%）

【図表6】マクロ指標からオフィスマーケット指標への先行関係の主要分析結果

短期先行関係

先行指標	遅行指標	判定水準	影響期間
コールレート	新規成約賃料インデックス	有意水準5%で安定	4四半期
日経平均株価	新規成約賃料インデックス	有意水準5%で安定	4四半期
GDP	新規成約賃料インデックス	有意水準5%で安定	5四半期
景気動向指数（一致）	新規成約賃料インデックス	有意水準5%で安定	5四半期
短観（中小・製造）	新規成約賃料インデックス	有意水準5%で安定	5四半期
短観（中小・非製造）	新規成約賃料インデックス	有意水準5%で安定	5四半期
短観（大企業・非製造）	新規成約賃料インデックス	有意水準5%で安定	5四半期
景気動向指数（遅行）	新規成約賃料インデックス	有意水準10%で概ね安定	6四半期
GDP	募集面積率	有意水準5%で安定	4四半期
短観（中小・製造）	募集面積率	有意水準10%で概ね安定	4四半期
CPI	成約賃料DI	有意水準5%で安定	9四半期

長期調整関係

指標1	指標2	判定水準	影響期間
CPI	成約賃料DI	有意水準5%で安定	—

(2) マクロ経済との関係が最も多く見られたのは 新規成約賃料

最も特徴的だったのは、多くのマクロ経済指標が新規成約賃料インデックスに先行していたことである。

具体的には、コールレート、日経平均株価、GDP、景気動向指数(一致)、短観(中小・製造)、短観(中小・非製造)、短観(大企業・非製造)の7指標で5%水準の安定した短期先行関係が確認された。また、景気動向指数(遅行)についても、10%水準でおおむね安定した先行傾向が見られた。

新規成約賃料インデックスの動きを予測する上で有効な影響期間は、コールレートと日経平均株価で過去4四半期、GDP、3つの短観および景気動向指数(一致)で過去5四半期、景気動向指数(遅行)で過去6四半期であることが確認された。

これは、「ちょうど4四半期後、あるいは5四半期後に賃料が動く」という意味ではない。過去1年から1年半程度にわたるマクロ経済指標の動きが、その後の新規成約賃料を説明する情報を持っていたと捉えるのが適切である。

この結果から、新規成約賃料の先行きを考える際には、足元のオフィス需給だけでなく、企業活動や景況感、株価、金利などのマクロ経済環境を継続的に確認することが、1つの手掛かりになると考えられる。

(3) GDPなどは募集面積率にも先行

新規成約賃料以外では、募集面積率に対して、GDPが5%水準、短観(中小・製造)が10%水準で先行する関係が確認された。

これら2指標は新規成約賃料にも先行しており、マクロ経済動向や中小製造業の景況感の変

化が、オフィスの募集状況と賃料の双方に先立って表れている可能性がある。

また、成約賃料DIに対しては、CPIが先行する関係が確認された。CPIと成約賃料DIの間では長期調整関係も確認された。ただし、この結果の解釈には注意が必要である。短期先行関係の分析では過去9四半期までの情報を用いており、比較的長い期間を参照している。加えて、長期調整関係も、元の指標水準同士の関係を直接示すものではない。このため、CPIと成約賃料DIの関係は補足的な結果として扱う。

一方、今回の分析では空室率、支払賃料インデックス、平均フリーレント月数については、マクロ経済指標からの安定した短期先行関係は確認されなかった。空室率については、分析対象期間が2011年以降に限られ、他の指標と比べて観測数が少ないことから、統計的な関係を十分に捉えにくかった可能性がある。

(4) なぜ新規成約賃料にマクロ経済の影響が表れやすいのか

以上から、マクロ経済指標との時間的な関係が最も幅広く確認されたオフィスマーケット指標は、新規成約賃料インデックスであった。

新規成約賃料は、その時点の市場環境のもとで、貸主と借主が新たに合意する価格である。そのため、企業活動や景況感、金融環境などの変化が比較的早く反映される可能性がある。

これに対して、空室率は退去や入居が実際に発生した後に変化する指標であり、支払賃料には過去に締結された既存契約に基づく賃料が多く含まれる。このような指標の性質の違いが、マクロ経済指標との時間的な関係にも表れていると考えられる。

(5) 各指標の時系列推移

以上の関係を視覚的に確認するため、【図表7】に新規成約賃料インデックスおよびそれに対して安定した先行関係が確認された代表的なマクロ経済指標の推移を示す。

【図表7】を見ると、リーマンショックやコロナショックといった大きな景気変動局面では、マクロ経済指標と新規成約賃料インデックスはいずれも大きく変化している。ただし、その転換点は必ずしも一致していない。

今回の分析では、GDP、短観（大企業・非製造）、景気動向指数（一致）などについて、過去5四半期までの情報を用いることで、その後の新規成約賃料の動きをより説明できる結果となった。新規成約賃料の変化を捉える際には、足元の募集面積率や空室率だけでなく、過去1年から1年半程度の企業活動や景況感の変化も継続的に確認することが、市況の転換を早期に捉える手掛かりになると考えられる。

4. まとめ

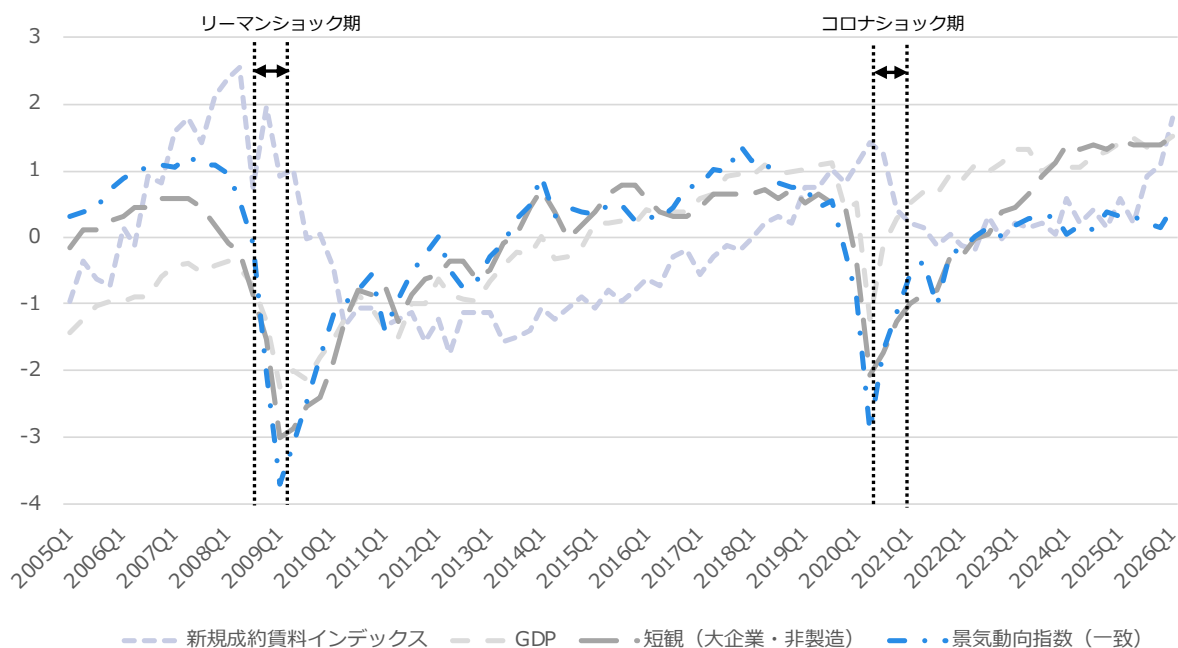
本稿では、オフィスマーケット指標とマクロ経済指標の四半期データを用い、「どの指標が先に動くのか」を分析した。

今回の結果から得られた主な示唆は、三点である。

第一に、オフィスマーケット内部では、募集面積率や空室率といった需給の変化が、新規成約賃料に先行する傾向が確認された。これは、募集や空室の増減によって需給環境が変化し、その後、新たな契約時の賃料に反映されるという市場の流れと整合的な結果である。

第二に、新規成約賃料と支払賃料は、短期的には異なる動きをしながらも、中長期的には一定の関係を保つ傾向が示された。新規成約賃料は市場環境の変化を比較的早く反映する一方、既存契約を多く含む支払賃料は変化に時間を要する。こうした性質の違いから短期的には両者の動

【図表7】新規成約賃料インデックスに先行する主要マクロ指標の時系列推移



※図表は時系列推移を視覚的に比較するため原系列を標準化したものであり、分析には付録1に示した変換後の系列を用いている。

きに差が生じるものの、長期的にはその差は調整され、一定の関係性が保たれると考えられる。

第三に、マクロ経済指標との関係が最も幅広く確認されたのは、新規成約賃料インデックスであった。GDP、短観、日経平均株価など複数の指標が主に4～5四半期の影響期間で新規成約賃料インデックスに先行しており、オフィス賃料の先行きを考える上では、足元の募集面積率や空室率だけでなく、過去1年から1年半程度のマクロ経済環境をあわせて確認することが有用であると考えられる。

以上を整理すると、オフィスマーケットでは、マクロ経済環境、募集・空室などの需給状況、新規契約時の賃料、既存契約を含む支払賃料が、それぞれ関連しながら、必ずしも同時ではなく時間差を伴って変化していると考えられる。

ただし、本稿で確認したのは統計的な時間的前後関係であり、一方の指標が他方を直接変化させる因果関係を示したものではない。また、確認された関係を1つの連続した因果の流れとして解釈することも適切ではない。

それでも、市場を1つの指標だけで捉えるのではなく、「どの指標に変化が表れ、その後どこへ波及する可能性があるのか」という視点から複数の指標を組み合わせることは、オフィスマーケットの転換点を捉える上で有用であると考えられる。

2021年分析との比較

2021年分析では、成約賃料DIを起点としたオフィスマーケット指標間の先行関係や、東証REIT指数、短観（非製造）などから成約賃料DIへの先行関係が確認された。

これに対し今回の分析では、募集面積率や空室率から新規成約賃料インデックスへの関係が

安定して確認された。また、マクロ経済指標についても、新規成約賃料インデックスへの先行関係が最も多く見られた。

ただし、両分析では対象期間の他、対象指標（今回の分析での東証REIT指数の除外など）や分析手法が異なる。そのため、結果の違いをそのまま「2021年以降に市場構造が変化した」と解釈することはできない。

一方で、今回確認された指標間の関係が今後も同様に続くとは限らない。市場環境とともに指標間の関係は変化する可能性があるため、今後もデータを蓄積し、こうした時間的な関係を継続的に検証していくことが重要である。

【付録】 分析方法の詳細

今回の分析では、まず各指標についてADF検定（拡張ディッキー・フラー検定）を行い、定常性を確認した。

長期的なトレンドを持つデータをそのまま比較すると、実際には関係がなくても統計的な関係があるように見える場合がある。そのため、指標の性質に応じてロジット変換などの前処理を行った上で、定常性を確保するため、必要に応じて差分を取った。

差分次数は検定結果だけで機械的に決定せず、過度な差分によって経済的な情報が失われないよう、統計的な結果と指標の解釈の双方を踏まえて設定した。また、リーマンショックやコロナショックが定常性の判定に与える影響を考慮し、ショック期の影響を調整した系列についても確認した。

次に、1階差分で定常となる系列を中心に、2つの指標の組み合わせごとにJohansenの共和分検定を行い長期的な調整関係の有無を確認した。

共和分関係が確認されなかった組み合わせには

VAR (Vector Autoregression) を用い、グレンジャー因果性に基づいて短期的な先行関係を確認した。共和分関係が確認された組み合わせにはVECM (Vector Error Correction Model) を用い、短期的な先行関係に加え、中長期的な均衡から乖離した際の調整関係を確認した。

2階差分で定常となる系列については、原系列の1階差分系列を用いることで他の1階差分系列と条件を揃え、共和分関係を確認した。この場合に確認される長期調整関係は、元の水準系列同士ではなく、分析用に変換した系列間の関係を示す。

VARおよびVECMで過去の値をどこまで用いるかを示すラグ次数は、最大10四半期の範囲からAICをもとに選択した。AICで選択されたモデルに残差の自己相関などの問題が見られる

場合には、他の候補ラグも含めてモデルの妥当性を確認した。

また、通常時の指標間の関係と大規模ショックによる一時的な変動を可能な限り切り分けるため、リーマンショック期(2008年第3四半期～2009年第2四半期)およびコロナショック期(2020年第2四半期～2021年第1四半期)のダミー変数をモデルに加えた。

最後に、短期先行関係または長期調整関係について10%水準で統計的に有意となった組み合わせを対象に、分析後の誤差に不自然な時系列的な傾向が残っていないか、および最適な影響期間から影響期間を前後させた場合でも結果が維持されるかを確認した。本稿では、こうした確認を経ても一貫して得られた結果を「安定した関係」としている。

【付録1】分析対象指標の変換内容

指標区分	指標名	利用データ期間	変換処理	差分次数
オフィス	募集面積率	2011Q1～2026Q1	ロジット変換	1
オフィス	空室率	2011Q1～2026Q1	ロジット変換	1
オフィス	新規成約賃料インデックス	2005Q1～2026Q1	変換なし	1
オフィス	成約賃料DI	2005Q1～2026Q1	DI ロジット変換 (*)	1
オフィス	支払賃料インデックス	2005Q1～2026Q1	変換なし	2
オフィス	平均フリーレント月数	2005Q1～2026Q1	変換なし	2
マクロ	GDP	2005Q1～2026Q1	変換なし	1
マクロ	短観(大企業・製造)	2005Q1～2026Q1	変換なし	0
マクロ	短観(大企業・非製造)	2005Q1～2026Q1	変換なし	1
マクロ	短観(中小・製造)	2005Q1～2026Q1	変換なし	1
マクロ	短観(中小・非製造)	2005Q1～2026Q1	変換なし	1
マクロ	景気動向指数(先行)	2005Q1～2026Q1	変換なし	1
マクロ	景気動向指数(一致)	2005Q1～2026Q1	変換なし	1
マクロ	景気動向指数(遅行)	2005Q1～2026Q1	変換なし	2
マクロ	CPI	2005Q1～2026Q1	変換なし	1
マクロ	失業率	2005Q1～2026Q1	変換なし	2
マクロ	日経平均株価	2005Q1～2026Q1	対数変換	1
マクロ	為替(ドル/円)	2005Q1～2026Q1	対数変換	1
マクロ	コールレート	2005Q1～2026Q1	変換なし	2
マクロ	経常利益(法人企業統計調査)	2008Q2～2026Q1	変換なし	1

(*) DIを0～1に線形変換した後、ロジット変換

【付録2】判定記号の詳細と分析結果の定義

関係の呼び方	
XがYに先行する	Xの過去の動きを手がかりにすると、Yのその後の動きをより正確に説明できる、という関係。Xの変化がYを引き起こすという意味の因果関係ではない。
短期先行関係	一方が先に動き、もう一方が数四半期遅れて動く関係。「変化の順番」を捉える。
長期調整関係	2つの指標が長期的には一定の関係を保っており、そこから離れた場合にどちらかが元に戻る方向へ動く関係。「水準のつながり」を捉える。
影響期間	何期前までの値を参照したかを示す。例えば「5四半期」は先行指標の約1年3か月前までの動きを参照したことを意味する。
図表中の判定記号	
○：安定した短期先行関係あり	10%水準で有意であり、かつ設定を変えても結論が変わらないことを確認できた関係。
○*：安定した短期先行関係があるが、代替モデルでの留意点あり	10%水準で有意であり、ラグを前後に1期ずらしても有意性は保たれるが、一部の設定で、モデルが説明しきれなかった部分（残差）に規則的な動きが残る関係。モデルが関係を十分に捉えきれていない可能性があるため、「安定」とは区別する。
□：安定した長期調整関係あり	中長期的な指標同士の連動性が確認された関係。どちらが先行するかという方向は本稿では考慮しない。
△：ベース分析では短期・長期関係があったが、確度は低い	基本のモデルでは10%水準で有意だが、設定を変えると有意性が失われる関係。
×：短期・長期関係なし	基本のモデルでも10%水準で有意な関係が確認されない。
有意水準の表記	
有意	みられた関係が偶然では説明しにくいこと。「5%水準で有意」とは、2つの指標に関係がないと仮定した場合に、今回観測されたような関係が偶然生じる確率が5%未満であることを意味する。
5%水準で安定	5%水準で有意であり、かつ安定性の確認を通過した関係。本稿での略記。
10%水準で安定	10%水準で有意であり、かつ安定性の確認を通過した関係。5%水準の方が厳しい基準となる。

なかやま よしお

1985年一般財団法人日本不動産研究所に入所、数多くの不動産鑑定・コンサルティングに従事。2001年より11年間、ドイツ証券にてドイツ銀行グループの日本における不動産審査の責任者を務める。2012年より現職。不動産全般に係る調査・研究およびザイマックスグループのPR等を担当。不動産鑑定士、CRE®、FRICS、MAI、CCIM。不動産証券化マスター養成講座「103不動産投資の基礎」および「201不動産投資分析」の科目責任者。ニューヨーク大学大学院不動産修士課程修了。からくさ不動産みらい塾塾頭。

そがべ てつと

2022年ザイマックスグループ入社。株式会社ザイマックス総研にて不動産マーケットの調査分析・研究、ザイマックスグループの事業部門におけるデータ活用・分析を担当。2022年京都大学大学院工学研究科建築学専攻修士後期課程修了、博士（工学）。

なかむら りょうた

一橋大学ソーシャル・データサイエンス学部在学中。からくさ不動産みらい塾キャンパス第1期生。ザイマックス総研にてインターン生として、本稿のテーマであるマクロ経済指標と不動産指標の時系列分析に従事。2026年夏から1年間ペンシルベニア大学に留学。

第 39 回

リスクマネーの国内成長分野への流入は進むのか



徳島 勝幸

株式会社ニッセイ基礎研究所
専務取締役金融研究部研究理事年金研究部長
兼年金総合リサーチセンター長
兼サステナビリティ投資推進室長

1. 政府の考える成長戦略

連載第38回で触れたように、この7月に政府は『日本成長戦略』を閣議決定している。官民連携による17の戦略分野への成長投資を強力に推進する^{注1}とし、そのために、資金の好循環を創出するものとする。同日に、公表された『成長投資を促進するための金融戦略－資産運用立国のアップグレード－』（以下、『成長投資金融戦略』）は、金融面での取組みを示したものであり、位置づけとしては、まさに“資産運用立国のアップグレード”を意図したものである。今回は、国内で成長の期待できる分野に対して、年金などのリスクマネーをどのように誘導しようとしているのかという観点から『成長投資金融戦略』を読み解いていきたい。なお、今回は家計金融資

産の観点から触れており、今回は成長分野への投資という観点から触れる意図であって、同文書にはこれら以外にも様々な観点からの施策などが書き込まれている。興味のある方は、是非、原文^{注2}に当たられたい。

『成長投資金融戦略』においては、目標（KPI）が二つ掲げられている。一つは“2040年度250兆円の国内投資目標を実現する”であり、もう一つは“2040年までに、家計金融資産に占める株式・投資信託・債務証券の割合を40%とする（2025年3月末：約23%）”とする。後者については前回で触れたものであり、今回は主に前者に資するような金融戦略について触れることになる。

まず、『成長投資金融戦略』の背景や考え方を確認すると、基本的には『日本成長戦略』で示された方向を実現するため、金融面から取り組む

注1
<https://www.cas.go.jp/seisaku/nipponseichosenryaku/pdf/jgs2026.pdf>

注2
<https://www.cas.go.jp/seisaku/nipponseichosenryaku/kinyu/pdf/financialservicesstrategy2026.pdf>

ものであり、根本的には“企業に中長期的な企業価値向上に向けた積極的な成長投資を促す”ことにある。そのために、コーポレートガバナンス改革を進めるが、同時に、“国民が経済成長の成果を最大限享受できるようにする”ことも求めており、そのために“アセットオーナーの機能向上や、投資家を支える資産運用サービスの高度化、家計の安定的な資産形成の促進を図る”とする。

2. 金融機関・市場の機能強化

『日本成長戦略』では、平板に成長投資を行うのではなく、以下の17の戦略分野への成長投資を行うとする。詳細は、原文を確認されたいが、分野名を列記すると、

1. AI・半導体
2. デジタル・サイバーセキュリティ
3. 情報通信
4. 量子
5. 防衛産業
6. 航空・宇宙
7. 海洋
8. 造船
9. マテリアル(重要鉱物・部素材)
10. 合成生物学・バイオ
11. 創薬・先端医療
12. 資源・エネルギー安全保障・GX
13. フュージョンエネルギー
14. 防災・国土強靱化
15. 港湾ロジスティクス
16. フードテック
17. コンテンツ

といったところである。これらの戦略分野への投融資方針を日本政策投資銀行や産業革新投資機構といった公的機関に策定・整理させるとともに、政府系の金融機関などにこれらの戦略分野への株式投資を促進する。また、銀行などには、企業の成長を促し、資金・知見の両面で企業を支える中心的役割を担うことが期待されることから、資金調達ニーズへの機動的な対応を求めることになる。加えて、自らの財務健全性の範囲内でリスクマネーの提供を行いつつ、成長支援を行うことが期待されるとともに、他の機関投資家の資金も活用したリスクマネーの供給を行いやすくする。

拡大する多様な成長投資の資金需要に対応するため、銀行以外にも、社債市場の活性化や、ローン・セカンダリー市場の活性化、貸金業に対する規制の見直しが検討される。PEファンドやベンチャーキャピタルの健全な発展を図り、成長資金市場の発展を促すとする。また、プライベートアセットを対象とする個人向け投資信託の枠組み整備や、特定投資家への移行要件の緩和によって特定投資家による投資を促進すること、などが検討される。

市場の魅力向上の観点からは、東京証券取引所の市場区分ごとに、開示内容の充実や投資家との対話の質の向上などが検討される。特に、グロース市場については、好事例集の充実や機関投資家との対話イベントの開催といった伴走支援が行われる。これら既存市場の魅力向上だけでなく、PTS取引の増加など場の多様化を含め、株式市場構造の在り方について検討を開始するとする。

地域金融機関については、“地域経済の「要」として地域企業の価値向上と地域課題の解決に貢献できるよう、投資銀行機能、メインバンク機能、

地域への貢献力などからなる地域金融力を強化する。”とされている。

3. 企業の成長投資を促進するためのガバナンス改革など

年金・リスクマネーの国内成長分野への流入という観点からは、『成長投資金融戦略』のこのセクション以降が重要になるだろう。まず、“企業・機関投資家の双方が、成長投資の抑制による短期的な資本効率の改善といった短期主義に陥らず、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を強く意識し、そのために必要な成長投資が実施”されるよう、以下のような取組みを実施する。

- ① スチュワードシップ・コードの趣旨に沿った対話やスチュワードシップ活動に関する情報提供が適切に行われているかの確認など、コードへの取組状況をフォローする。
- ② 中長期的な企業価値向上に向け、成長投資の具体化・実行へと繋げるための実務指針となる「成長投資ガイダンス」を普及する。
- ③ 短期主義に陥らず中長期的な企業価値向上に向けた企業と株主の建設的な対話の促進や、諸外国とのイコールフットイングを図る。

また、“企業に対して資本コストを下回る事業に固定化された資本の見直しや成長分野への経営資源の再配分を促すため、事業ポートフォリオ改善や事業再編を促進・円滑化するための強力なインセンティブ措置を検討する”とされている。

4. 国民が経済成長の成果を最大限享受するための環境整備など

『成長投資金融戦略』の背景でも触れたように、成長投資は国民が経済成長の成果を最大限に享受できることが必要である。そのために、アセットオーナーの機能向上が、重要な施策として掲げられている。具体的には、“公的年金、企業年金、大学などアセットオーナーに、受益者の最善の利益を追求した資産運用を促す”とする。また、“その結果として、企業の成長や市場の活性化、良質な金融商品の組成など金融機関における資産運用サービスの高度化に繋げていく”ことが期待されている。公的アセットオーナーには、他のアセットオーナーの参考となる取組みの実施・開示を行っていくことが期待されており、単に取り組むだけでなく、結果などの開示についても率先して行うように求められている。

また、オルタナティブ資産については、“適切なリスク管理や体制整備を前提とした戦略的な投資は、ポートフォリオの効率性向上や超過収益の獲得にとって有益である”とした上で、GPIFに対しては、多角的な観点から毎年度の自己評価を行うことや、投資確約金額が5%上限に近づくまでに、“新たな上限水準、配分割合を含め、今後のポートフォリオの位置づけ・在り方を検討する”としている。GPIFの投資額はまだ上限の5%に達していないが、将来の拡大に向けた準備を志向するものと考えられる。また、国内PEファンド・VCの発展について、“投資環境の整備に貢献し、結果としてのコミットメントにつなげる”とされている。

GPIF以外の公的アセットオーナーについても、“自らの運用目標やリスク管理体制の整備、財政・収支状況を踏まえつつ”、GPIFに要望さ

れた各事項についての取組みを進めるとされている。資産規模が小さく要員や体制の十分でない小規模な公的アセットオーナーについては、無理をすべきでないと考えられるが、ある程度の資産規模を有する公的アセットオーナーについては、積極的な取組みが要請されているものと見られる。

その他に、企業年金(DB・企業型DC)や大学など学校法人についても機能向上が求められているものの、企業年金については、他社比較を可能にする“見える化と、受入れ表明が停滞しているアセットオーナー・プリンシプルの検討状況を調査し、追加的な施策を実施するといった程度に留まっている。また、大学に関しては、“計画的な資産運用により財源を多様化し、財務の安定性を確保していくことが重要である”と指摘した上で、共同運用や外部専門家の知見活用などを含む体制整備を求め、各大学の取組みを後押しするものとしている。

アセットオーナーの機能向上以外には、資産運用サービスの高度化に向けて、資産運用会社の新規参入促進を継続することや、資産運用会社のミドル・バックオフィス業務や信託銀行の資産管理業務の標準化や自動化を通じた効率化・合理化を進めることなどが期待されている。家計の安定的な資産形成の促進に関しては、金融リテラシーの向上の他、iDeCoやNISAなど資産形成ツールの充実などが指摘されている。

さらに、金融システムを支えるインフラへの投資についても、AI時代を見据えた取組みやシステムの信頼性の確保などが提言されており、

対外情報発信・コミュニケーションの強化も求められている。

5.『成長投資金融戦略』への期待

『成長投資金融戦略』は多岐にわたる内容で、対象として意識されているものも、個人であり、アセットオーナーであり、金融機関であり、金融インフラであり、など様々であった。あくまでも成長戦略に資する金融面での戦略と解することが出来るが、根底としては17の戦略分野への成長投資という文脈で語られており、年金などのリスクマネーが国内成長分野へと流入する方向に向かうことが期待できる。

しかし、直接的に言及されている投資家は、主として公的アセットオーナーであり、企業年金や大学については、他との比較や体制整備といった形で触れられているのがほとんどである。その意味するところは、企業年金や大学については、なかなかリスクを積極的にとって投資する状況になく、当面は将来に向けた準備を進めるだけに留まることが想定されているようである。まずは、公的アセットオーナーが率先して積極的にリスクを取ることが期待されていると考えられる。しかし、GPIFにおける運用の基本方針が“長期的に年金積立金の実質的な運用利回り(運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの)1.9%を最低限のリスクで確保すること”とされているため、決して闇雲にリスクを取ってリターンを高めることまでは予定されていないことに留意すべきだろう。

とくしま かつゆき

1986年京都大学法学部卒業、1991年ペンシルバニア大学ウォートンスクール MBA。

1986年日本生命保険相互会社入社、ニッセイアセットマネジメント株式会社出向を経て、2008年株式会社ニッセイ基礎研究所出向、現在に至る。証券アナリストジャーナル編集委員の他、社会保障審議会資金運用部会委員、国民年金基金連合会理事等の立場で多くの公的機関及び企業年金等の資産運用に関与している。

第 27 回

大きなものから小さなものまで



土岐 好隆

株式会社レプサム 代表取締役会長
(ARES マスター M0600064)

ここ何回か冒頭が不健康な話のため、初対面の方からも「お体は大丈夫ですか」とご心配いただくことが多い。申し訳ないが、今回も不健康話から始まる。おそらくインフルエンザであろうか、40度弱の熱が出たり下がったりを繰り返し、年齢のせいか治りも遅く、丸々1週間寝込んだ。回復すると長い睡眠タイムに入るのも恒例で、三連休の秋空はテレビの画面でしか見られなかった。

夢と言えばSPCやスキームしか見たことのなかった超ショートスリーパーの私も、これだけ寝ると、さすがにいろいろな夢を見た。新たな人格として様々な局面にぶち当たり、それを打開していくストーリー性のあるものが多かった。新たな発想につながる頭の整理かと期待したが、最近ハマっている異世界もののアニメそのもので、画面が夢に変わっただけかもしれない。締切りを過ぎた本稿も夢の主人公が仕上げてくれればと願いつつ筆を執る。

前回触れた通り、UFJつばさ証券との統合に伴い、私は20名以上のメンバーを抱える課の課長となった。夢にまでストラクチャーが出てくるSPCマニアの証券オタクにとって、マネジメ

ントは想定外だった。お客様のニーズをスキームで具現化することを一生の仕事にしたいと考え、打診を固辞した。しかし上司から、「先方には三菱への警戒感がある。三菱色がなく、事実上、課長として三菱側をまとめてきたお前しか適任はいない」と説得された。そこで、「そもそも契約には、マネジメントを想定しないという条項がありましたよね」と返すと、上司はにやりと笑い、「ごめんね。証券へ転籍した際の新しい契約では、その条項はなくなっているよ」と言った。多忙な中、「従前通り」と説明され、ろくに確認せず判を押していたのだ。完全に一本取られたと悟り、最終的には喜んで引き受けた。

今では契約書の文字を読むことさえつらいほど衰えた視力と体力を思えば、職人一筋を貫く未来は想像しがたく、課長を引き受けたのはまさに幸運だったと心から感謝している。

* * * *

合併年度も最終月の3月を迎え、案件は2005年3月ほどではないものの多忙な最終局面に入っていた。3月半ば、大手デベロッパーの開発実務責任者と銀行担当者が突然来訪され、統合した金融機関の大手町の拠点ビルをSPCで購入したいので支援してほしいと依頼されたのである。

総額は1,500億円超、実行日はわずか16営業日後の3月末だという。

同席した担当者は、当然その場で断るものと思っていたようだ。しかし私は、担当者にSPCの設立が間に合う見込みを確認したうえで、関係者が増えれば到底間に合わないと判断し、エクイティ投資家は大手デベロッパーのみ、1,000億円超のローンは銀行単独とした。また、3月末時点では完全なノンリコース化が難しいため、一定のリコース条項を設け、同月末以降に完全なノンリコースへ移行することを条件に、その場で引き受けた。面談後、担当者から「本気ですか」と問われたが、万一間に合わなくても購入自体は行われる。ならば、数%でも可能性がある限り全力を尽くそうと、上司に相談する余裕もないまま銀行担当者と突き進んだ。

幸い、実行は3月末に間に合った。ただし、統合した銀行のビルであるため、会計上の5%ルール適用が前提だった。監査法人からは、実行後6か月以内に5%を超えるローンをセルダウンすれば、オフバランス化に問題はないとの見解を得ていた。そのため、本来なら一息つける4月以降も、セルダウンに力を注いだ。

セルダウン先は主に地銀とした。地銀の東京支店は弊社が拠点を置く神田周辺に多く、今もこの辺りを歩くと当時を思い出す。当時、多くの地銀はノンリコースローンの経験こそなかったが、検討体制を整え始めている段階であった。東京の超優良物件で、超大手デベロッパーをスポンサーとする証券化案件を自行の第1号とする意義は大きかった。想定した地銀の大半が応じ、セルダウンは約3か月でほぼ完了した。

本件を契機に、丸の内・大手町の巨大ビル群では、同社初の開発型証券化と同様、リスクを一定程度抑えつつ、稼働時と開発時でファイナ

ンス手法を使い分けて取得・開発が進められた。現在の連鎖開発の成功に、スキームの提供を通じて一端を担えたことを、心から誇りに思う。

* * * *

一方、統合により銀行の相談窓口が倍増し、得意分野も広がったことで、従来はあまり扱わなかった物件や地域、規模に関する相談が急増した。

例えば、バイク販売店では、1店舗当たり1億円未満の複数店舗を一括して流動化した。各店舗は売却を前提としておらず、顧客向けの設備に加え、技術者が24時間滞在できる居住スペースも備えていたため、杓子定規な証券化は難しかった。顧客の利便性を高める用途自体に問題はなかったが、当初想定した建物との相違点を改修・改善し、流動化にこぎつけた。

もう1つは、関西にある典型的な町工場の証券化である。資産規模は正確ではないが約7億円と記憶しており、SPCを用いた本格的な証券化としては、当時最小規模だったと認識している。当時は、オリジネーターがエクイティの5%を拠出し、賃料で返済するコーポレートローンを担当拠点が十分に支援できれば、シニアローンは証券側で必ず調達するという慣行がまかり通っており、本件もその条件を満たしていた。ただ、証券化の目的が明確でなかったため社長に尋ねたところ、有利子負債を削減し、将来の銀行借入余力を確保するために必要とのことだった。社長は証券化の役割と仕組みをよく理解していた。全体の資金調達コストも同社の調達コストを下回り、事業が盤石であることも確認できたため、他の金融機関からノンリコースローンの提供を受け、案件は非常にうまくいった。

地方でも、コストに厳格でSPCのような形か

ら入ることを是としない方々が少なくない中部地域からの相談が一気に広がった。また大阪では、これまで携わってきた案件は地域を代表するような大型プロジェクトが中心で、大阪の方からすると「それは大阪やない」と言われる物件であったことを思い知らされる。そしてコテコテの大阪物件の証券化で、ファイナンスの枠組

みよりも物件自体をいかに証券化の対象に対応させるかに心血を注ぐことになる。

今回はコテコテの大阪話と、2006年以降担当した公募REITの古き良き時代の話を読ませていただく。次回こそ、秋の青空のようにすっきりした体と頭で、締切りに余裕をもって臨みたい。



どき よしたか

1990年4月大和証券株式会社入社、同年証券化専門部署として新設された証券開発部に配属。1998年4月住友海上火災保険株式会社入社、1999年9月株式会社東京三菱銀行入行、2002年10月三菱証券株式会社（現三菱UFJモルガン・スタンレー証券）入社、2025年7月合同会社レプサム設立、代表社員。現在、株式会社レプサム 代表取締役会長。

これまで立場変われども、本邦証券化黎明期から、共にその道一筋に歩く最古参、証券化取扱い実績は1500件を越え本邦トップ。セミナー講師や協会の委員なども多数つとめる。東京大学経済学部卒。

マンションの再生等について

(マンション再生等手法の比較検討マニュアルを中心に)



飯尾 誠太郎

森・濱田松本法律事務所
外国法共同事業
弁護士・パートナー



三澤 賢治

森・濱田松本法律事務所
外国法共同事業
弁護士・アソシエイト

1. マンション再生をめぐる 背景と改正後の基本的な 再生の方針

国土交通省が2026年3月に公表した「マンションの再生等に係るマニュアル等」は、2026年4月1日に施行された改正マンション関係法^{注1}を踏まえ、従来の建替え中心の制度・実務資料を大幅に再編したものである。

今回の再編の背景には、マンションにおける「建物の老朽化」と「区分所有者の高齢化」という、いわゆる「2つの老い」の進行が存在する。建物の老朽化により、外壁等の剝落、耐震性の不足、設備の劣化、バリアフリー上の問題等が発生する可能性が高まる。他方で、区分所有者の高齢化や相続等による所有者の複雑化が進むと、総

会への参加や意思決定が難しくなり、マンションの再生に必要な合意形成そのものが困難になる。適切な管理・修繕・再生が行われなければ、居住者だけでなく周辺住民にも安全上の影響を及ぼす可能性があるため、このような状況を踏まえ、建替えに限らないマンション再生の円滑化を図ることを目的として、マンションの再生等に係るマニュアル等^{注2}の全面的な再編を試みたものである。

なお、「マンション」とは、「二以上の区分所有者が存する建物で人の居住の用に供する専有部分のあるもの」(マンションの再生等の円滑化に関する法律^{注3}第2条第1項第1号)を指すため、一棟のマンションを単独で所有している場合や、人の居住の用に供する専有部分(賃貸による場合を含む。)が存在しない場合には「マンション」に

注1

建物の区分所有等に関する法律(以下「区分所有法」という。)、被災区分所有建物の再建等に関する特別措置法(以下「被災区分所有法」という。)、マンションの建替え等の円滑化に関する法律(以下「マンション建替円滑化法」という。)、マンションの管理の適正化の推進に関する法律及び独立行政法人住宅金融支援機構法の5つの法律を一括して改正する「老朽化マンション等の管理及び再生の円滑化等を図るための区分所有法等の一部を改正する法律」を指す。なお、当該5つの法律を「マンション関係法」と総称する。

注2

これらのマニュアルは、令和7年11月21日付「マンションの再生等の円滑化に関する基本方針」(今般の改正前のマンション建替円滑化法第4条第1項の規定に基づき平成26年12月10日付で国土交通大臣が定めた「マンションの建替え等の円滑化に関する基本的な方針」が改正されたものである。)において、「国は、区分所有者等の合意形成の進め方に関する指針を作成し、地方公共団体と連携し、その普及に努めることとする」とされていることを踏まえ、国土交通省が作成したものである。

注3

改正マンション関係法により、「マンションの建替え等の円滑化に関する法律」は、「マンションの再生等の円滑化に関する法律」(以下「マンション再生円滑化法」という。)という名称に変更された。

は該当せず、マンションの再生等に係るマニュアル等の適用もないが、商業施設やオフィス等を含む複合施設の中に、一室でも人の居住の用に供する専有部分(賃貸による場合を含む。)がある場合は「マンション」に該当し得ることになる^{注4}。

2. 改正マンション関係法及びマンションの再生等に係るマニュアル等の特徴

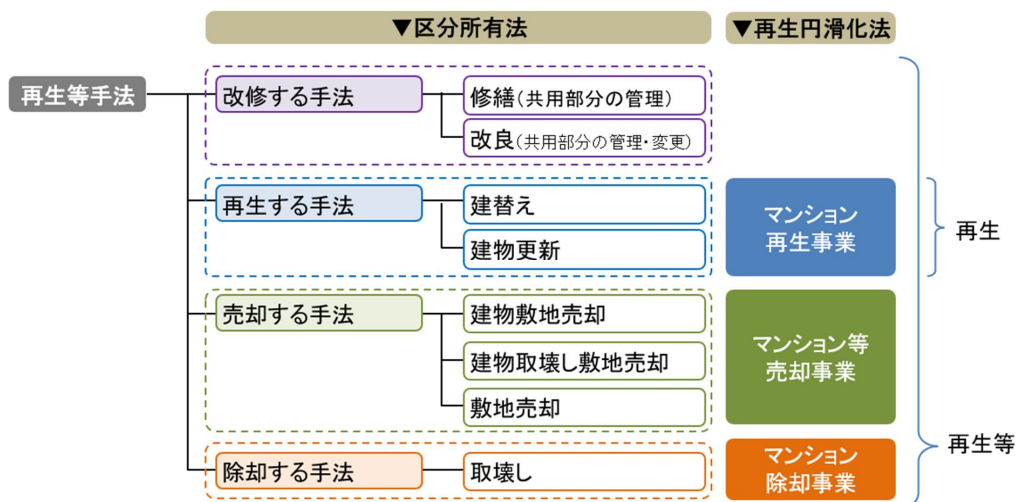
改正マンション関係法による改正は、「管理の円滑化等の推進」、「再生の円滑化等の推進」及び「地方公共団体の取組の充実」の3本柱で構成されるものとなっており、なかでも、建替え以外のマンション再生の選択肢が設けられたことが最大の特徴であると言える。

改正前の区分所有法では、「建替え」のみ規定があり、「建替え」をするためには区分所有者の頭数及び議決権^{注5}の両方について5分の4以上

の多数決があれば可能とされていたが、「建替え」以外の再生の方法は、マンション建替円滑化法に基づくマンション敷地売却決議を除いて、共有物の変更を伴うため区分所有者の全員の同意がなければ実施することができず(民法第251条)、1人でも反対する者があれば実行することができないため、建替え以外の再生手法を選択することは事実上困難とされていた。

そこで、区分所有法が改正され、「建替え」に加えて、建物更新(区分所有法第64条の5)、建物敷地売却(区分所有法第64条の6)、建物取壊し敷地売却(区分所有法第64条の7)、取壊し(区分所有法第64条の8)、再建(区分所有法第75条)、及び敷地売却(区分所有法第76条)が、「建替え」と同じ決議要件で可能となった。この改正により、マンションごとに置かれている状況や再生等に関する管理組合・区分所有者の意向等に応じて、建替えのみならず、多様な再生手法の中から適切なものを柔軟に選択できるようになった。

■マンションの再生等手法



(比較検討マニュアル2頁より引用)

注4

犬塚浩・住本靖著『新マンション建替法 逐条解説・実務事例』(商事法務2015年)7頁。

注5

規約に別段の定めがない限り、各区分所有者の有する専有部分の床面積の割合による(改正マンション関係法による改正前の区分所有法第38条、第14条第1項)。

そして、マンションの再生等に係るマニュアル等は、今回の改正に伴い、①マンション再生等手法の比較検討マニュアル(以下「比較検討マニュアル」という。)、②マンション再生実務マニュアル、③マンション等売却実務マニュアル、④マンション除却事業の解説、⑤マンション改修マニュアル、⑥団地型マンション再生等マニュアル、⑦被災マンション再生等のための制度解説、⑧マンション再生事業等に関する認可等マニュアル、⑨要除却等認定実務マニュアルの9つに再編された。紙面の関係上、全てのマニュアルについて本稿で言及することが難しいため、以下では、比較検討マニュアルを中心に解説する。なお、法令で定められている手続き以外の事項については、これらのマニュアルに沿った形で合意形成が進められていないからといっ

て、法令等に抵触するものではない。これらのマニュアルをそのまま適用することが難しい事項については、個別のマンションの置かれた状況を勘案し、それぞれのマンションに応じた方法で合意形成を進めていくことは差し支えないとされている。

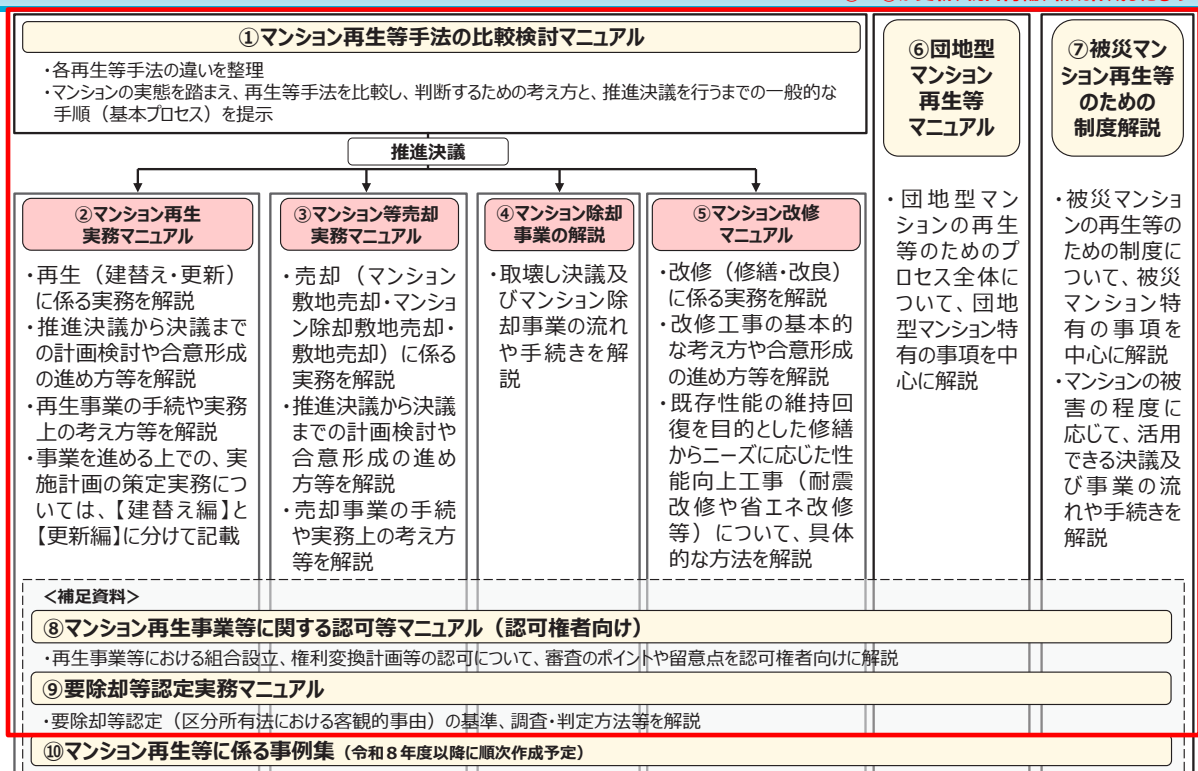
3. 比較検討マニュアル

(1) 比較検討マニュアルの位置づけ

区分所有法に定める建替え等の決議は、全ての条件・内容が具体的に合意に至った上で最終的な決定をするために行う決議である。そのため、マンションの再生等のうち、いずれの方法によるのか、またその規模や条件をどうするのか、といった点は、当該決議までの間にマンショ

マンションの再生等に係るマニュアル等の概要

①～⑨が更新、統合再編、新規作成したもの



(マンションの再生等に係るマニュアル等の概要より引用)

ン内で議論を重ねて決めることになる。ステップ1の「準備段階」、ステップ2の「検討段階」、ステップ3の「計画段階」という3つの段階を踏みながら合意形成をして、最終的に区分所有法に定める建替え等の決議を行うこととなる。そして、比較検討マニュアルは、再生等手法のそれぞれの概要を定めるとともに、この過程のうち、ステップ1とステップ2についての詳細を定めており、ステップ2において最終的に行う「推進決議」^{注6}までを対象としている。

(2) 各再生等手法の概要

改正マンション関係法により、マンションの再生等の手法は、従来の①改修及び②建替えに加えて、③建物更新、④再建、⑤建物敷地売却、⑥建物取壊し敷地売却、⑦敷地売却及び⑧取壊しを選択することが可能となった。

(i) 改修

比較検討マニュアルにおいて、「改修」とは、修繕及び改良により建物全体の性能を改善する工事のことを言い^{注7}、「修繕」とは、部材や設備の劣化部の修理や取替えを行い、劣化した建物又はその部分の性能・機能を実用上支障のない状態まで回復させる行為を言い(一般的には、建物の建設当初の水準にまで回復させることが目標とされる。)、「改良」とは、性能・機能をグレードアップさせる工事のことを言うとする。

マンションの経年に伴う劣化や不具合に対し

ては、大規模修繕等の計画修繕を適切に実施していくことが必要であり、それによりマンションの劣化を防止することができる一方、修繕だけではマンションの性能の維持・回復しか実現することができない。そのため、建築後一定の年数を経過したマンションでは、単なる修繕工事ではなく、修繕と改良を含めた改修工事を実施することが、マンションを住みよいものにし、その質及び価値を長持ちさせていく上での重要なポイントになるとされている。なお、「改修」は共用部分の管理・変更を行うものであり、工事対象範囲も原則として建物の共用部分となる。

「改修」は、区分所有者の相当多数が現在の建物を使い続けることを希望している場合や、マンションの老朽度と区分所有者の改善ニーズを鑑みて、改修により長期的な使用に耐え得ると判断できる場合に用いられることが想定されている。

改修を選択する場合、比較検討マニュアルの他、「マンション改修マニュアル」も参照する必要がある。

(ii) 建替え

比較検討マニュアルにおいて、「建替え」とは、既存の建物を取り壊し、新しい建物を建築することを言うとする^{注8}。

新たなマンションを建築することになるため、建物・設備の性能や機能を現在の水準に合わせることが可能となる一方で、費用について区分

注6

比較検討マニュアルでは、いずれかの再生等手法で再生等を計画することの合意と定義づけられており、区分所有法に定める決議を意味するものではない。その詳細については後述する。

注7

マンション関係法上は、「改修」について明確な定義規定は設けられていない。

注8

マンション再生円滑化法第2条第1項第2号では、「マンションの建替え」は、現に存する一又は二以上のマンションを除却するとともに、当該マンションの敷地(これに隣接する土地を含む。)にマンションを新たに建築することをいうと定義されているが、ほぼ同義とみて差支えないと考える。

所有者自らで負担する必要がある、また、工事期間中の居住者の仮住まいへの転居も必要となる。容積率に余裕がある等、現在の規模よりも大きなマンションに建て替えることができる場合は余剰で生じる分をデベロッパー等に売却することで各区分所有者の負担を軽減できることがあるが、建築制限が厳しくなっている場合等、既存マンションの規模を確保できない場合は、一部の区分所有者が転出することや、現状より各住戸面積を小さくすることを検討する必要がある。

「建替え」は、区分所有者の相当多数が現住地に住み続けることを希望している場合や、マンションの老朽度と区分所有者の改善ニーズを鑑みて、改修による対応では不十分であり、かつ建替えに係る費用負担が可能な場合に用いられることが想定されている。

建替えを選択する場合、比較検討マニュアルの他、「マンション再生実務マニュアル」も参照する必要がある。

(iii) 建物更新

比較検討マニュアルにおいて、「建物更新」とは、①建物の構造上主要な部分の効用の維持又は回復(通常有すべき効用の確保を含む。)のために共用部分の形状の変更をし、かつ、②これに伴い全ての専有部分の形状、面積又は位置関係の変更をすることを言うとする^{注9}。共用部

分の形状の変更として、構造躯体の維持・回復工事(耐震改修、ひび割れの埋め、躯体の補修、中性化の進行対策等)や、単なる現状維持にとどまらず、積極的に価値を増進させるような改修工事^{注10}(ライフスタイルの変化に応じた間取り変更等)が該当するとされている。また、専有部分の変更としては、全ての専有部分の形状^{注11}、面積又は位置関係の変更を行う工事が該当するとされ、具体的には、専有部分の内壁を取り外し、柱や梁の耐震補強工事(構造躯体の維持・回復工事)を行った上で、従前と同じ位置に内壁を設置する工事^{注12}や、複数の専有部分を1つの専有部分にまとめる工事が該当するとされている。

既存構造躯体を維持しながら、一棟全体を一旦スケルトン状態とし、玄関や配管を含めて、共用部分と全ての専有部分を更新するいわゆる「一棟リノベーション工事」も「建物更新」に該当する。一棟リノベーション工事は、既存構造躯体を維持するため、建替えに比べて工事費用や工期、廃棄物・二酸化炭素排出量を抑制することが可能とされている一方で、大規模な工事を伴うことから、区分所有者(居住者)は工事期間中は仮住まいへの転居が必要となることが通常である。

「建物更新」は、マンションの老朽化が進み区分所有者の改善ニーズがあるものの、建替えに係る費用負担が困難な場合、マンションが既存不適格となっており建替えをすると従前より建

注9

区分所有法第64条の5第1項において定義する「建物の更新」と同様である。

注10

施工不良等により、建築当初から耐震性等に不備がある等、当初から通常有すべき効用が欠けていたような場合において、これを回復するための工事についても、「建物の構造上主要な部分の効用の維持又は回復(通常有すべき効用の確保を含む。)」に該当し得ると考えられている。

注11

その程度にかかわらず、全ての専有部分の物理的状況に変更が生ずる行為を対象とするとされている。

注12

専有部分の内壁はそのままに、壁紙のみを張り替える工事は「形状の変更」には該当しないものとされている。

物の規模を縮小せざる得ない場合、区分所有者の相当多数が現地での居住継続を望み改修では得られない性能向上を求める場合に用いられることが想定されている。

建物更新を選択する場合、比較検討マニュアルの他、「マンション再生実務マニュアル」も参照する必要がある。

(iv) 再建

比較検討マニュアルにおいて、「再建」とは、老朽化、被災等により建物が滅失した場合や、建物取壊し決議により既存建物が取り壊された場合の敷地において、新しい建物を建築することを言うとする^{注13}。

「再建」に関しては、主に、被災等によりマンションが滅失した場合で、その敷地共有者の相当多数が現地でのマンションの再建を希望する場合に用いられることが想定されている。なお、大規模な火災、震災その他の災害において政令で定めるもの^{注14}によって滅失している場合は、被災区分所有法が適用され、区分所有法の決議要件が緩和されることになる。

再建を選択する場合、比較検討マニュアルの他、「被災マンション再生等のための制度解説」も参照する必要がある。

(v) 建物敷地売却

比較検討マニュアルにおいて、「建物敷地売却」とは、建物とその敷地の権利を一括して第三者

に売却することを言うとする。すなわち、建物と敷地を現状のまま、第三者に売却することを指す。

建物敷地売却を行う場合は、区分所有者や借家権者は現在のマンションから退去する必要があるため、代替となる住宅の確保が必要となる。売却により得られる代金は、各区分所有者に分配金として配分される。

「建物敷地売却」は、マンションの老朽化が進み区分所有者の改善ニーズがあるものの、建替えに係る費用負担は困難である場合や、マンション及びその敷地の購入を希望するデベロッパー等が存在するとともに多くの区分所有者が売却代金について納得できる場合に用いられることが想定されている。

建物敷地売却を選択する場合、比較検討マニュアルの他、「マンション等売却実務マニュアル」も参照する必要がある。

(vi) 建物取壊し敷地売却

比較検討マニュアルにおいて、「建物取壊し敷地売却」とは、建物を取り壊した上で、残った敷地を第三者に売却することを言うとする^{注15}。

建物取壊し敷地売却を行う場合は、区分所有者や借家権者は退去し、マンションを取り壊した上で、残った敷地をデベロッパー等の買受人に売却することになるため、区分所有者等は、代替となる住宅の確保が必要となる。建物取壊しに要する費用は各区分所有者が負担し、敷地

注 13

マンション再生円滑化法第2条第1項第4号では、「マンションの再建」は、一又は二以上のマンションが滅失した場合において、当該マンションの敷地であった土地（これに隣接する土地を含む。）にマンションを新たに建築することをいうと定義されているが、ほぼ同義とみて差支えないと考える。

注 14

阪神・淡路大震災、東日本大震災及び平成28年熊本地震が、政令により災害として指定されている。

注 15

マンション再生円滑化法第2条第1項第16号では、「マンション除却敷地売却」は、現に存する一又は二以上のマンションを除却するとともに、当該マンションの敷地（マンションの敷地利用権が借地権であるときは、その借地権）を売却することをいうと定義されているが、ほぼ同義とみて差支えないと考える。

売却により得られる代金は各区分所有者に分配金として配分される。

「建物敷地売却」と同様のケースにおいて選択することが想定されるものの、「建物取壊し敷地売却」は、売買の前に、区分所有者側で建物の取壊しを行うことが特徴的な手法であるため、区分所有者側で有利な条件でマンションの取壊しができる場合や、マンションが残っていると買受人が見つからない場合等において選択することが想定されている。

建物取壊し敷地売却を選択する場合、比較検討マニュアルの他、「マンション等売却実務マニュアル」も参照する必要がある。

(vii) 敷地売却

比較検討マニュアルにおいて、「敷地売却」とは、老朽化、被災等により建物が滅失した場合や、建物取壊し決議により既存建物が取り壊された場合の敷地を売却することを言うとする^{注16}。単に敷地を売却することを言うのではなく、建物の滅失が前提となる。

「敷地売却」は、「建物取壊し敷地売却」を予定していたものの、買受人がすぐに見つからなかった場合において「取壊し」と「敷地売却」を分割して実施する場合や、被災等によりマンションが滅失した場合で、その敷地共有者の相当多数が、現地でのマンションの再建を希望しない場合に用いられることが想定されている。

敷地売却を選択する場合、比較検討マニュアルの他、「マンション等売却実務マニュアル」も参照する必要がある。

(viii) 取壊し

比較検討マニュアルにおいて、「取壊し」とは、建物の取壊しを行うことを言うとする。

マンションの取壊しのみを行うものであり、建替えをはじめとしたマンション再生のように新たなマンションの建築等を行うものではなく、マンション等売却のようにマンションや敷地を売却することによる対価を得られるものではない。加えて、区分所有者にとっては、費用を負担してマンションを取り壊すことになるため、基本的にはマンションの再生等を進めるために積極的に選択される手法ではないとされている。

「取壊し」は、マンションを取り壊した上でその敷地を売却することを予定していた(建物取壊し敷地売却決議を行う方向で検討していた等)ものの、買受人が見つからず、先行して取壊しのみ行う必要がある場合や、定期借地権マンションにおいて、借地期間の満了に伴う土地の返還のためにマンションを取り壊す場合、マンションが老朽化等により危険な状態にあり取壊しを行う必要性が高い場合に用いられることが想定されている。

取壊しを選択する場合、比較検討マニュアルの他、「マンション除却事業の解説」も参照する必要がある。

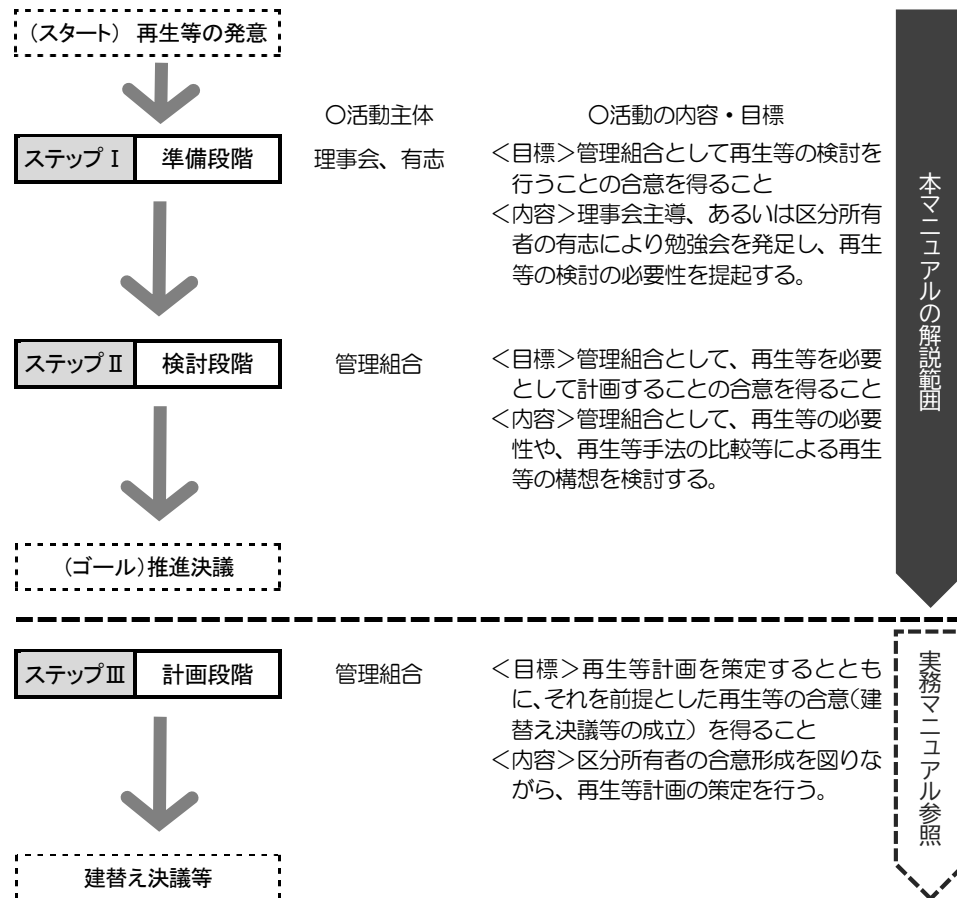
(3) 合意形成までの進め方の概要

マンション再生等に向けた各ステップにおける活動主体と活動の目標・内容は、以下のとおりとされている。

各ステップでは、共通して、手順A(活動の

注 16

マンション再生円滑化法第2条第1項第17号では、「敷地売却」は、一又は二以上のマンションが滅失した場合において、当該マンションの敷地であった土地(マンションの敷地利用権が借地権であったときは、その借地権)を売却することをいうと定義されているが、ほぼ同義とみて差支えないと考える。



(比較検討マニュアル 41 頁より引用)

中心を担うメンバーを募り、検討等のための組織を設置する。)→手順B(必要な情報を収集し、適宜、専門家を選定してその協力を得る。)→手順C(区分所有者の意向を把握し、意見を交換調整しながら検討を行う。)→手順D(当該段階における目標である合意を形成する。)の手順で、合意形成を進めることとされている。

(4) ステップ1「準備段階」

(i) 手順A(勉強会の発足)

①一部の区分所有者の有志が勉強会を発足するパターンと、②理事会が中心となり勉強会等を発足するパターンの2つが想定されている。いずれのパターンにおいても、勉強会の設置に

当たってはその目的を明確にするとともに、管理組合や理事会と良好な関係を築きながら活動を行っていくことが肝要であるとされている。

勉強会の目的は、再生等に関する情報収集や必要性等についての基礎的検討を行い、その検討成果を踏まえて、管理組合として正式に再生等についての検討を行うべきことを提起することにある。

(ii) 手順B(再生等の情報収集)

勉強会に参加している区分所有者において、インターネットや書籍・新聞・雑誌等の幅広い二次的な情報源に当たり、どのようなマンションの再生等方法があるのか、マンションの再生等はどのように進めるのか、これまでにどのよ

うな実現事例があるのか、どのような法規制があるか、当該マンションの法規制はどうなっているかといったマンションの再生等に関する基礎知識を身につける必要がある。加えて、管理会社や長期修繕計画の作成等を依頼した専門家、マンションが所在する都道府県及び市区町村や各種公益法人等を頼りに情報収集することも有効とされている。

(iii) 手順C(再生等に関する基礎的検討)

収集した基礎的情報を参考にして、どのような再生等の可能性があるのかについて基本的なイメージをつかむための検討を行い、自分達のマンションの現状を考え、なぜ再生等を必要とするのか、再生等によってどのような住宅をつくりたいのかという希望等について議論を進めることになる。具体的には、まずは「簡易判定」という方法によって現状を把握することが示されている。簡易判定は、専門的な技術や器具等に頼ることなく目視や簡易な手法等により、管理組合内で当該マンションの状況を大まかに判断することが可能な項目を確認することによって行うもので、大きく「安全性判定」と「居住性判定」の2つに分類されている。

具体的には、比較検討マニュアルに記載されている簡易判定表の各詳細の項目を確認することになるが、共用部分に関しては実施者(理事

会や管理組合等)の判断で記入し、専有部分に関する項目や居住者の評価に関する項目はアンケート等により各区分所有者(居住者)の意識や不満の状況等を把握し、その結果を集約して記入することになる。

(iv) 手順D(再生等の検討の提起と管理組合としての検討の合意)

区分所有者有志主導で勉強会を発足している場合は、勉強会の検討成果のポイントをとりまとめた資料を作成し、それをもとに理事会に対する説明を行い、理事会主導による勉強会の場合は、検討の成果がまとまった時点で管理組合の集会(総会)における議案の提起を行う。

区分所有者に対する説明会を実施し、再生等について検討することの必要性が一定の理解を得た時点で、①再生等の必要性や構想、再生等手法の比較等を検討する組織の設置に関する事項、②再生等の必要性や構想、再生等手法の比較等の検討に要する資金の拠出に関する事項について、集会(総会)の議決により承認を得る。なお、当該議決は、管理規約に別段の定めがない限り、普通決議(区分所有法第39条第1項)によることで足りるであろう。ただし、後述するとおり管理規約を変更する必要がある場合は、区分所有者及び議決権の各4分の3以上の多数による決議による必要がある(区分所有法第31条第1項)。

■簡易判定の体系

安全性判定	・構造安全性と避難安全性の観点から判定。 ・いずれの項目も居住者の安全性(人命保護)に関わる重要な項目。 ・「問題ありの可能性がある」に該当する項目が一つでもある場合は、「安全上の危険性がある」ものと捉え、再生等による解消が必要。
居住性判定	・躯体及び断熱仕様に規定される居住性や設備の水準の観点から判定。 ・安全性判定のような絶対的な項目ではなく、区分所有者の現マンションに対する不満や改善ニーズにより、その重要性や判定結果が異なる相対的な項目。

(比較検討マニュアル 50 頁より引用)

① の組織としては、理事会の諮問機関としての「検討組織」を設置することになる。

② の資金の拠出については、管理組合予算から支出することが考えられる。管理組合予算から拠出する場合、修繕積立金から拠出する場合と管理費から拠出する場合が考えられるが、管理規約に規定がなければ、管理規約を変更して、再生等に係る合意形成に必要となる事項の調査に関する業務を管理組合の業務に位置づけ、そのための費用を修繕積立金から取り崩すことができる旨を明確にしておくことが必要となる^{注17}。

(5) ステップ2「検討段階」

(i) 手順A(管理組合における検討組織の設置)

ステップ1で決議され設置することになる検討組織は、管理組合理事会が全区分所有者に周知して公募などのオープンな形で参加者を募り、理事会が選任する。最初から特定の再生等手法ありきでその手法のみを検討するのではなく、改修と建替え、必要に応じてその他の手法(建物更新、建物敷地売却等)との比較を行うなどして、管理組合における合意を得ることを目標とする。

(ii) 手順B(専門家の選定)

検討段階においては、専門的な情報や検討が必要となるものの、区分所有者が独自に専門的な情報を入手し検討を行うことには限界がある。そこで、専門家の協力を得ながら検討を行うこととなる。

マンションの再生等は日常の管理の延長上にあることから、当該マンションが管理事務を委託しているマンション管理業者を有効に活用することがまず考えられる。また、マンションの管理について、支援を行っているマンション管理士やマンション管理適正化支援法人等に相談することも考えられ、必要に応じて建築、まちづくり、権利調整等の専門家に打診することも考えられる。特に、建物診断や改修等の技術・経験を有する建設会社や建築設計事務所等や、建築、まちづくり、権利調整等の技術・経験を有する建築設計事務所、建築・都市計画系コンサルタント等に協力を求めることも考えられる。

(iii) 手順C(再生等の構想の策定と再生等手法の比較検討)

区分所有者が期待する住宅の水準や住まいを実現する上で、どの再生等手法が最も合理的であるかを比較検討することが重要となる。

再生等手法の比較検討の基本的な手順としては、まず当該マンションの老朽度判定を行って現状とその将来予測を客観的に認識し、次に、各区分所有者が現在のマンションに抱いている不満・改善ニーズや、再生等の結果として期待する住宅の水準等の改善ニーズを詳細に把握し、その上で、改善を要求する水準を設定する。

そして、まずは「改修」による対応可能性の検討を行う。改修による場合、工事対象範囲や工事内容を具体的に設定し、改修により達成される住宅の改善効果を把握し、改修工事の具体的

注17

令和7年10月に改正されたマンション標準管理規約(単棟型)では、改正マンション関係法を踏まえ、マンションの再生等に係る合意形成に必要な事項の調査に関する業務を管理組合の業務として追加するとともに、そのための費用を修繕積立金から取り崩すことができる事項として明記している(マンション標準管理規約(単棟型)第28条第1項第4号)。また、マンションの再生等に係る合意の後、再生組合等の設立認可等までの間は、管理組合消滅時にマンション再生事業等への不参加者に帰属する修繕積立金相当額を除いた額を限度として、再生等に係る計画、設計に必要な事項の費用を修繕積立金から取り崩すことができる旨も明記している(マンション標準管理規約(単棟型)第28条第2項)。

内容をもとに改修費用の概算を行うこととする。

次に、「建替え」を第1候補として検討を進めることが基本形とされている。建替え決議では、①新たに建築する建物（以下「再建建物」という。）の設計の概要、②建物の取壊し及び再建建物の建築に要する費用の概算額、③②に規定する費用の分担に関する事項、④再建建物の区分所有権の帰属に関する事項を定める必要がある（区分所有法第62条第4項）。「検討段階」では、管理組合として、再生等を必要として計画することの合意を得ることを目標とし、他の再生等手法との比較を行うため、①と②のおおよその検討を行うこととなる。なお、③と④については、推進決議を得てから建替え決議の前までに検討されることが多い。設定した要求改善水準をもとに、建替え構想を策定して建替えの工事内容の設定を行って、建替えの改善効果を把握するとともに、費用の概算額を大まかに把握することとなる。

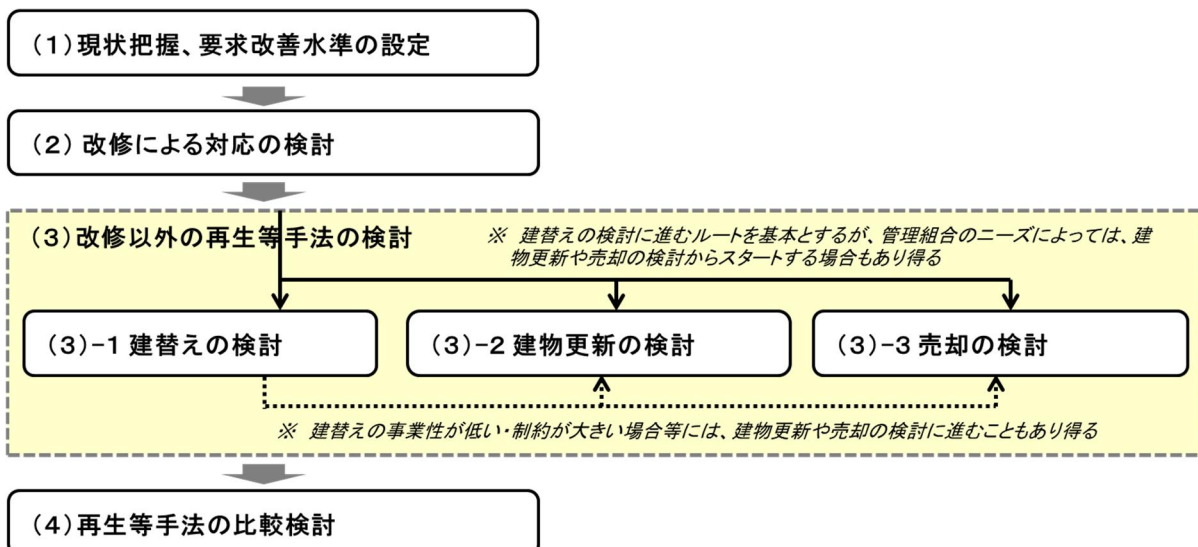
建替えの事業性が低い場合や制約が大きい等の場合には「建物更新」や「売却」の検討を行うことになる。建物更新決議では、①建物の更新が

された後の建物の設計の概要、②建物の更新に要する費用の概算額、③②に規定する費用の分担に関する事項、④建物の更新がされた後の建物の区分所有権の帰属に関する事項を定める必要がある（区分所有法第64条の5第2項）。「検討段階」では、建替えと同様に、①と②のおおよその検討を行うこととなる。設定した要求改善水準を踏まえ、建物更新構想を策定して、建物更新の工事対象範囲や工事内容を設定し、建物更新の改善効果を把握するとともに、費用の概算額を大まかに把握することとなる。

売却については、建物や敷地を買い受けるデベロッパー等（買受人）の意向に左右されるところが大きく、「検討段階」としては、各手法の選定までは踏み入らず、売却の可能性について検討することが現実的とされている。

最後に、各手法の比較検討を行うことになる。その際には、再生等手法により得られる改善効果と、その改善効果を得るために必要な費用の大きさを総合的に比較考量して判断を行うことが必要となる。

□再生等手法の比較検討の基本的フロー



(比較検討マニュアル 69 頁より引用)

(iv) 手順D(推進決議)

改修、建替え、建物更新、売却等、それぞれの場合の改善効果と費用の比較結果を受けて、多数の区分所有者の理解が得られてきた時点で、検討段階の最終目的である再生等を計画するかどうかの合意形成を行うことになる。①当該マンションにおいて今後本格的に計画を検討する必要がある再生等手法について建替え決議等に向けた本格的な計画を検討する組織の設置に関する事項、②建替え決議等に向けた本格的な計画の検討に要する資金の拠出に関する事項について、理事会が議案として提起し、管理組合の集会(総会)において決議を行うこととなり、これを一般に「推進決議」と称するものとされている。推進決議は、区分所有法に基づく建替え決議等の前段階として行われるものであり、区分所有法で定められている手続きではないが、こうした決議を行い、合意形成を着実に進めていくことが望ましいとされている。なお、改修を選択する場合には「マンション改修マニュアル」、建替え又は建物更新を選択する場合には「マンション再生実務マニュアル」、売却を選択する場合には「マンション等売却実務マニュアル」も参照して、推進決議を取り進める必要がある。

4. おわりに

比較検討マニュアルは、マンションの再生等を検討するに当たっての入口に位置づけられ、その基本的な考え方は、最初から特定の手法を決めるのではなく、マンションの現状と将来像を把握し、複数の選択肢を比較した上で、管理組合として次の検討段階に進むことにある。比較検討マニュアルを含む今回の制度改正は、マンション再生を「建替えという単一の事業」から、改修・更新・建替え・売却・除却等を含む複数の選択肢から最適解を選び、関係者の合意と法的手続によって実現する事業へと転換するものと言える。今後のマンション・管理組合の運営においては、建物の物理的な老朽化だけに着目するのではなく、区分所有者の構成、合意形成能力、資金力、地域との関係を含めた総合的な対応が重要になってくると考えられる。

いいお せいたろう

2006年慶應義塾大学法学部法律学科卒業、2014年から2016年まで住商リアルティ・マネジメント株式会社資産運用部に出向。不動産・不動産ファイナンス取引に関して、大規模再開発案件、リース取引を活用した案件、私募ファンド案件、組織再編を活用した案件等について、様々な立場で関与した多くの経験を有する。

みさわ けんじ

2019年京都大学法学部卒業。2022年から2024年まで日系不動産投資顧問会社に出向。不動産証券化・流動化取引等、不動産分野を中心に企業法務に関する案件に幅広く従事している。

マスター資格制度に関するお問い合わせ

マスター資格制度事務局

マスター資格制度に関するお問合せ
は下記 URL(または右の QR コード
のリンク)のお問合せフォームより
お願いいたします。



<https://www.ares-campus.ares.or.jp/inquiry/>

ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.104
2026 年 10 月 20 日発行
ISSN 2759-6389

編集発行 一般社団法人不動産証券化協会
〒105-0003
東京都港区西新橋一丁目 8 番 1 号 REVZO 虎ノ門 2 階
TEL : 03-3500-5601
FAX : 03-3500-5607
<https://www.ares.or.jp>