

不動産証券化ジャーナル

共に市場を創る

Practical Study & Research

第76回

オフィス賃料形成要因の変化

～東京23区のオフィスマーケットデータから読み解く～ 1

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

谷澤 篤志

資産運用の最新トレンドと課題

第35回 物価・金利の上昇と年金運用 9

株式会社ニッセイ基礎研究所

常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19回 いざ、大阪 13

株式会社レブサム

代表取締役会長

土岐 好隆

REITのIPO 15

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

天野 園子

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

武内 香奈

書評「基礎から学ぶ不動産投資・証券化ビジネス」 22

第 76 回

オフィス賃料形成要因の変化

～東京23区のオフィスマーケットデータから読み解く～



中山 善夫

株式会社ザイマックス総研
代表取締役社長
(ARES マスター M0600051)



曾我部 哲人

株式会社ザイマックス総研
主任研究員



谷澤 篤志

一橋大学
ソーシャル・データサイエンス学部

はじめに

近年、働き方・働く場は、社会情勢とともに変化してきた【図表1】(*1)。2016年以降の政府主導の働き方改革の推進や、2020年初頭より始まったコロナ禍は、フレックスタイム制度やテレワーク等の柔軟な働き方を促進した。コロナ禍の収束後も、従来通りの形へ完全に回帰するのではなく、現在は各企業が自社にとって最適な働き方を模索する移行期にあるといえる。こうした働き方の変化に伴い、働く場においても、従来の固定席中心のスタイルは大きく変化した。現在はサテライトオフィスなどの多様なワークプレイスが、柔軟な働き方を支えている。

こうした需要側の働き方・働く場の変化は、オフィスマーケットにも変

化を及ぼしている。実際に、働き方・働く場が変化する中、供給側においてはシェア型サテライトオフィスやセットアップオフィスなどのオフィス形態が普及してきている。旧来のオフィスマーケットでは、「近・新・大」という言葉があるように、立地の良さや、築年数の浅さ、ビル規模の大きさがオフィスの競争力を決める上で

図表 1：近年の働き方・働く場の変遷

	...	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	...
		旧来	働き方改革期			コロナ禍		オフィス出社回帰		働き方と働く場のパラダイムシフト		これから	
社会	テクノロジーの進化 ・テレワーク可能な環境	働き方改革 ・柔軟な働き方を推進 ・テレワークの促進			コロナ禍 ・非接触が求められる		5類移行 ・コロナ禍が収束へ向かう		企業を取り巻く社会的背景 (人的資本経営/人手不足/SDGs・ESG/AIの進化/イノベーションの加速など)				
働き方	固定的な働き方 ・毎日決まった時間に出社	働く場所や時間の選択 ・在宅勤務制度やフレックスタイム制度 ・場所や時間に縛られない働き方			テレワークが急速に浸透 ・出社制限 ・強制的な在宅勤務を機にテレワークが浸透 ・リモート会議が普及した一方、対面の価値を再認識		オフィス回帰 ・出社寄りのハイブリッドワークが主流に		ハイブリッドワークの最適解(出社/テレワークの使い分け)は？ ・社内コミュニケーションは活性化しているか？				
働く場	固定的なオフィス ・人数分の固定席 ・在籍人数に合わせた面積	オフィス内外の働く場の整備 ・執務席はフリーアドレス ・サテライトオフィスの利用			出社率に合わせて面積縮小 ・オフィスの稼働率低下 ・面積縮小の動き(オフィス不要論)		オフィスの不具合 ・出社人数増で手狭感 ・あえて行く価値のあるオフィスづくりが求められる		働く場の最適解は？ ・オフィス回帰だけでいいのか？				

(出所) ザイマックス総研：「これからのワークプレイス戦略を考える」, 2025年3月25日公表,
https://soken.ymax.co.jp/report/2503-rethinking_workplace_strategy.html

重要であると指摘されてきた。しかし、需要側、供給側の両面で旧来とは異なる動きが見られる中、オフィスの競争力にも変化が生じている可能性がある。

そこで本稿では、まず、「近・新・大」の観点で、サブカテゴリー別の空室率推移を概観する。その上で成約賃料のヘドニック回帰分析を用い、賃料形成要因やエリア間の賃料格差がどのように変容したかを明らかにする。分析にあたっては、対象期間を「旧来期(2013年第1四半期～2016年第3四半期)」「働き方改革期(2016年第4四半期～2020年第1四半期)」「コロナ禍期(2020年第2四半期～2023年第2四半期)」「アフターコロナ期(2023年第3四半期～2025年第3四半期)」の4期に区分し、成約賃料に影響を及ぼす諸要素を各期間で定量的に比較することで、時代背景の変化に伴う不動産価値の形成要因の変遷を検証する。

1. サブカテゴリー別空室率の変化

この章では、需給ギャップを示す「空室率」に着目し、2013年以降の空室率の推移を最寄り駅からの徒歩分数別、築年数別、延床面積別に確認し、「近・新・大」の価値観の変化を見る。最初に、徒歩分数別空室率を示す【図表2】。なお、稼働状況が安定しない築1年以内のビルは空室率の集計から除外している。

全期を通じて、一貫して5分超の空室率が高い。直近の空室率下落局面において、5分以内と5分超両方で空室率は下落傾向にあるものの、その間の格差が縮小する動きは見えない。

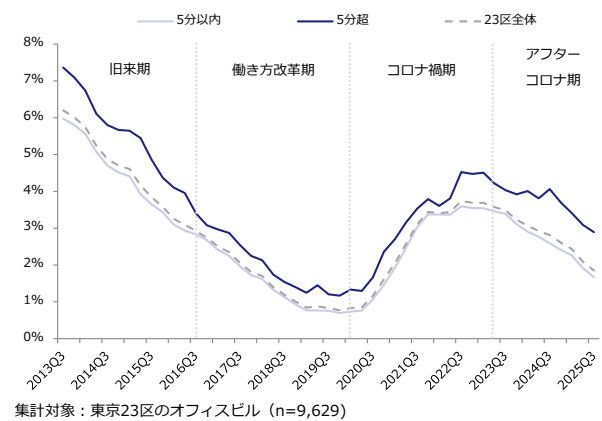
次に、築年数別空室率を示す【図表3】。

築年数別空室率では、2022年頃までは築15年超が常に築1年超15年以内を上回っていた。し

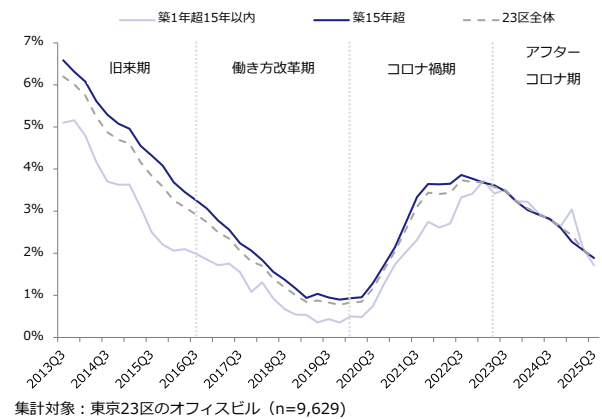
かし、アフターコロナ期の空室率下落局面に入る中、両区分の間で空室率の差はほとんど見られない状態が続いている。

次に、延床面積別空室率を示す【図表4】。

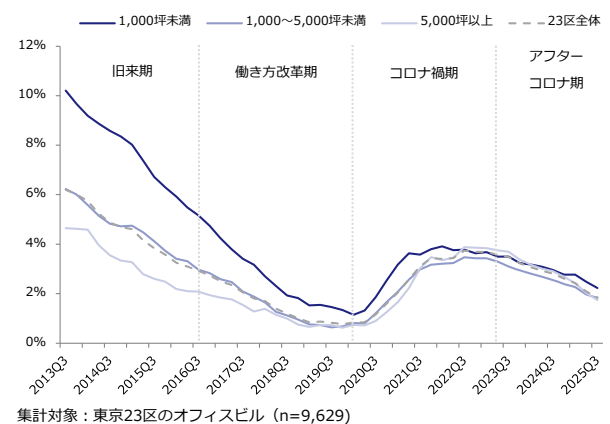
【図表2】最寄り駅からの徒歩分数別空室率



【図表3】築年数別空室率



【図表4】延床面積別空室率



延床面積別空室率では、働き方改革期までは延床面積が大きい区分ほど空室率が低い状態が続いていた。しかし、コロナ禍期に市場全体の空室率が上昇する中で各区分の空室率の差は縮小し、2023年頃は5,000坪以上の区分が最も高い状態となった。直近では5,000坪以上の空室率が下落する中、1,000坪未満の空室率が最も高くなっているものの、働き方改革期以前と比較するとその格差は縮小している。

「近・新・大」の観点で空室率の推移を確認した結果、「近（最寄り駅からの徒歩分数）」では、4つの期間で一貫して最寄り駅からの徒歩分数が短い区分で空室率が低い状態が確認された。一方、「新（築年数）」や「大（延床面積）」の観点では、コロナ禍以降、区分間での空室率の差が曖昧になっていた。これらの結果から、「新」や「大」という観点でのオフィスの優位性は近年変化しつつある可能性がある。その背景として、コロナ禍のオフィス面積縮小の動きが大規模区画を借りているテナント企業で顕著だったことに加え、オフィス形態の多様化が挙げられる。コロナ禍以降、内装が完成された状態で賃借が可能なセットアップオフィスや、時間単位で必要な時に柔軟に利用できるシェア型サテライトオフィスなどが急速に普及した。こうしたオフィス形態の多様化が、従来の画一的なオフィスの評価基準を変化させた可能性がある。

次章では、4つの期間での成約賃料形成要因の変化について分析を行う。

2. リニューアルが賃料に与える影響の分析

この章では、2013年以降、旧来期、働き方改革期、コロナ禍期、アフターコロナ期の各期の成約賃料のヘドニック回帰分析を通して、賃料形成要因の変化を分析する。

分析には、ザイマックス総研が収集した東京23区の2013年第1四半期～2025年第3四半期までの賃貸オフィスの成約事例データを用いる。4期それぞれの分析対象データ数は【図表5】の通りである。

分析手法としては、4期それぞれについて成約賃料の坪単価の対数値を目的変数とする重回帰分析を行う。説明変数には、延床面積、築年数、階高、駅からの徒歩分数、リニューアル状況、四半期単位の成約時期、およびオフィスエリアを用いる。築年数については、築後30年以上で係数が変化するモデルとした。リニューアルについては、リニューアル後16年程度でリニューアルによる賃料上昇効果がなくなると仮定し、リニューアル後経過16年未満を対象とした。

なお、本稿で扱う「リニューアル」は、以下の前提による。

- リニューアルの有無については、テナント募集情報や公開情報などからリニューアルの実施を確認できたビルを“リニューアル実施済みビル”、それ以外のビルを“リニューアル未実

【図表5】各期の対象期間

	旧来期	働き方改革期	コロナ禍期	アフターコロナ期
対象期間	2013年第1四半期 ～2016年第3四半期	2016年第4四半期 ～2020年第1四半期	2020年第2四半期 ～2023年第2四半期	2023年第3四半期 ～2025年第3四半期
該当データ数	16,872	12,582	8,388	6,873

施ビル”とする。

- リニューアルの内容には、全面改修や共用部改修、貸室改修など多岐にわたるが、分析においてはリニューアルの有無のみを対象とし、具体的な内容の違いは考慮しない。
- リニューアル時期は、公開情報などから把握できたもので最も直近のものを採用する。

また、その他の変数として、機械警備、個別空調、OAフロアの設置状況を追加した【図表6】。

重回帰分析の結果(分析結果の詳細は付録【図表10】に記載)より、最寄り駅からの徒歩分数、築年数、リニューアル後経過16年未満フラグ、延床面積について、それぞれの時期において各説明

変数が成約賃料に与える影響を示す【図表7】。

「近(最寄り駅からの徒歩分数)・新(築年数・リニューアル)・大(延床面積)」の観点から賃料形成要因の変化を確認する。最寄り駅からの徒歩分数は旧来期と比較すると、後の3期間でやや分数の増加による賃料下落傾向が小さくなったが、全期間を通して大きく変化していない。築年数による影響に着目すると、築30年未満の期間における1年あたりの減価幅は、4期を通じて大きな変化はない。しかし、築30年を経過した以降の減価係数は、旧来期の-0.1%に対し、働き方改革期以降は-0.4~-0.5%へと、築年数の増加による賃料下落の影響が大きくなっている。一方で、リニューアルの効果は顕著に高まっ

【図表6】 分析概要

利用データ	ザイマックス総研が収集した賃貸オフィス成約事例データ
対象期間	2013年第1 四半期～2025年第3 四半期
成約事例データ数	44,715
分析方法	4期のサブサンプルごとの重回帰分析
目的変数	新規成約賃料坪単価の対数値
説明変数 および コントロール変数	<ul style="list-style-type: none"> ・最寄り駅からの徒歩分数 ・築年数 (30年を境界に減価が軽減するモデル設定) ・リニューアルフラグ (リニューアル実施16年未満) ・延床面積の対数値 ・階高 ・成約時期 (四半期単位) ・オフィスエリア ・コントロール変数 (機械警備、個別空調、OAフロアの設置状況)

【図表7】 時期別の各説明変数の成約賃料への影響

説明変数	旧来期	働き方改革期	コロナ禍期	アフターコロナ期
最寄り駅からの徒歩分数 1分増加	-2.7%	-2.4%	-2.3%	-2.3%
築年数1年増加 (～築30年)	-1.4%	-1.4%	-1.3%	-1.3%
築年数1年増加 (築30年～)	-0.1%	-0.4%	-0.5%	-0.4%
リニューアルフラグ	3.5%	5.3%	9.0%	8.8%
延床面積10%増加	1.1%	1.2%	0.7%	0.6%

ている。旧来期の上昇効果は約3.5%であったが、働き方改革期に約5.3%、コロナ禍以降は約9.0%へと拡大した。これらの結果から、オフィスストックの高齢化が進む中、適切な改修を施したビルがより高い評価を得る一方、未実施のビルでは相対的に評価が下がった可能性がある。最後に、延床面積の賃料に対する影響を見ると、コロナ禍前後で大きく変化したことが読み取れる。旧来期は、延床面積が10%増加すると、成約賃料は約1.1%上昇、働き方改革期は約1.2%上昇する傾向があった。一方、コロナ禍期ではその効果は約0.7%上昇、直近のアフターコロナ期には約0.6%上昇と、働き方改革期と比べて半分程度まで減衰した。

以上の結果より、賃料に影響を与える「近・新・大」の要素のうち、「近」の影響に大きな変化は見られなかった一方で、「新」と「大」に関しては変化が確認された。具体的には、「新」において築年数そのものの影響は安定していたが、リニューアルによる賃料上昇効果は拡大した。また「大」においては、延床面積の増加に伴う賃料上昇の寄与度が低減した。この背景として、空室率と同様、シェア型サテライトオフィスやセットアップオフィスといったオフィス形態の多様化があると考えられる。中でもセットアップオフィスは、内装コストを賃料に乗せられるため通常よりも高い賃料設定が可能で、中小規模の既存ビルのリニューアルによる供給が多いという特徴がある。近年の中小規模ビルの相対的な賃料上昇や、リニューアルによる付加価値向上の背景には、こうしたオフィス形態の普及が大きく寄与していることが推測される。

ただし、「リニューアル」の前提で述べたように、今回定義した「リニューアル」は、具体的な内容の違いを考慮せず、リニューアルの有無の

みを対象としている。そのため、リニューアル効果は、共用部リニューアルやセットアップオフィス化など様々なリニューアル内容による賃料への効果を平均化したものである点に留意が必要である。実際にどのような内容のリニューアルがどのような属性の物件で効果的であるかは、より細分化した分析が必要になる。

3. エリア別の賃料格差と想定賃料の変化

続いて、この章では、働き方改革期の終盤(2020年第1四半期)と直近(2025年第3四半期)を比較し、オフィスエリアごとの成約賃料の変化を分析する。対象エリアは、ザイマックス総研で設定した東京23区の全52エリアのうち、分析対象期間内の成約事例が300件以上存在する26エリアを用いる。

【図表8】は、2020年第1四半期における「大手町・丸の内・有楽町エリア」の大規模モデルビルの賃料を100とした場合の、各エリアの成約賃料指数を2時点(2020年Q1・2025年Q3)で示す。このとき、モデルビルは「大規模」と「中小規模」の2つを設定し、エリアと時期以外の説明変数は【図表9】の通り固定した。なお、図中において4つのプロットが確認できないエリアについては、エリア内に値が極めて近いものがあり、点が重なっていることを示している。

【図表8】より、大規模ビルの成約賃料においては、2025年第3四半期は2020年第1四半期と比べて全体として下落している。各エリアの指数の変化量を平均すると6.9ポイントの下落となった。2020年第1四半期はコロナ禍直前の需給逼迫により賃料が高水準にあった。その後、景気回復局面に入ったものの、延床面積による賃料上昇効果の減衰もあり、2025年第3四半期

時点でも多くのエリアでは当時の水準まで回復していない。一方、中小規模ビルについては、各エリアの指数の変化量平均は0.3ポイントの下落となっており、2020年第1四半期と2025年第3四半期の差は大規模ビルに比べて小さい。

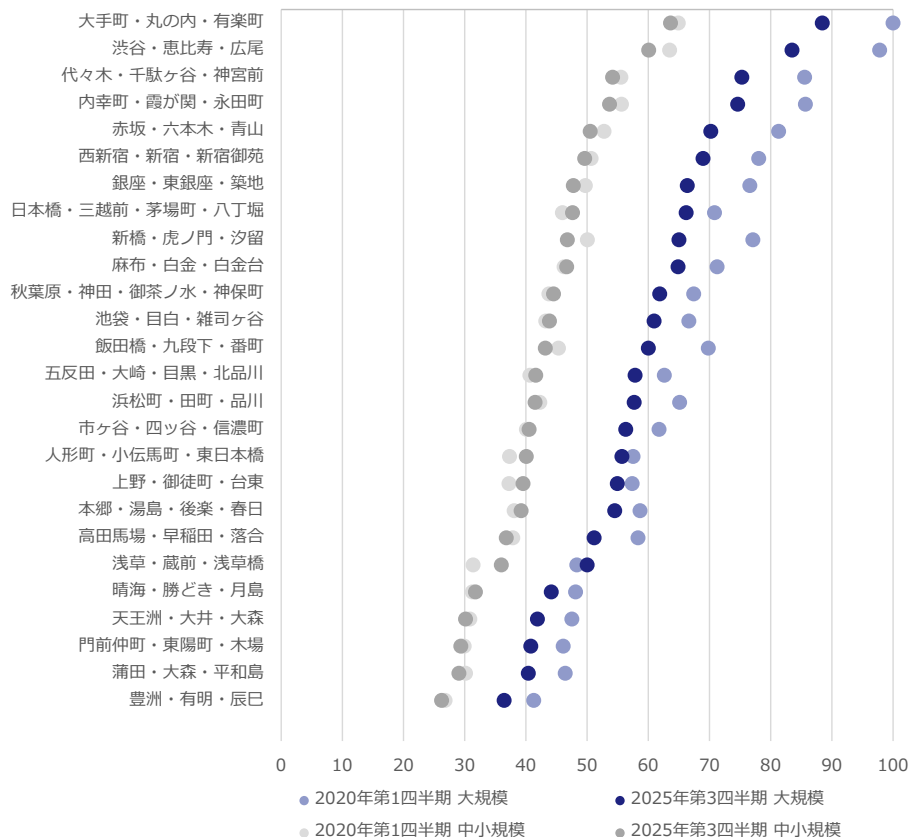
エリア別の成約賃料指数を見ると、2つの時点間で全体的な傾向に大きな変化はない。一方で、「人形町・小伝馬町・東日本橋」「上野・御徒町・台東」「浅草・蔵前・浅草橋」の中小規模ビルでは指数が上昇している。これらのエリアは、働き方改革期までは賃料水準が低かったものの、他エリアに先駆けてセットアップオフィスの普及が進んだという共通点がある。セットアップオフィス化は賃料を押し上げる要因となり得る

ため、もともと賃料水準が低かったこれらのエリアでは、指数の上昇が相対的に目立った可能性がある。

おわりに

本稿では、働き方改革以前から現在に至るオフィスマーケットの変遷を、「近・新・大」の観点での空室率の推移の確認と、成約賃料の形成要因に着目した分析を行った。その結果、最寄り駅からの徒歩分数による空室格差が一貫して存続する一方、「築年数」や「延床面積」による格差はコロナ禍以降に縮小・曖昧化する傾向が確認された。賃料形成要因においても、延床面積に

【図表 8】 成約賃料指数
(2020年第1四半期・大手町・丸の内・有楽町エリア・大規模 = 100)



【図表 9】モデルビルにおける説明変数の設定値

変数名	大規模	中小規模
延床面積	20,000坪	1,500坪
築年数	10年	20年
リニューアル後経過16年未満フラグ	無	無
最寄駅からの徒歩分数	3分	3分
機械警備フラグ	有	有
個別空調フラグ	有	有
OAフロアフラグ	有	有

よる賃料上昇傾向が縮小する一方、リニューアルによる賃料上昇効果が拡大している。エリア・規模別の成約賃料指数(2020年Q1比)を見ると、大規模ビルが平均6.9ポイント下落したのに対し、中小規模ビルは0.3ポイントの下落にとどまった。

こうした変化の背景には、オフィスニーズとそれに応えるオフィス形態の多様化が挙げられる。ハイブリッドワークの普及でオフィスの使い方が変化したほか、内装工事費の高騰や工事期間の長期化により、従来通りのオフィス移転は費用・スケジュールの見通しが困難になっている。シェア型サテライトオフィスやセットアップオフィスは、こうした課題に対する有効な選択肢であり、中小規模ビルでもリニューアルによって導入可能という特徴を持つ。ビル経営の観点では、これらの新たなオフィス形態の普及

は、「近・新・大」という従来の価値基準にとらわれず、ビルの価値を高められることを示している。今後は、ハード・ソフトの両面から柔軟にオフィスニーズに応え、従来の価値観にとられないバリューアップを図ることが、ビル経営の成否を分ける鍵となるだろう。

ザイマックス総研では、今後もオフィスマーケットの動向や需要側のニーズに関する調査研究を通じ、変化を続けるマーケットを展望する上で有益な情報発信を行っていく。

謝辞

本研究にあたり、一橋大学大学院ソーシャル・データサイエンス研究科 清水千弘教授に多大なご指導をいただいたことを心より御礼申し上げます。

付 録

【図表 10】重回帰分析結果

	旧来期	働き方改革期	コロナ禍期	アフターコロナ期
対象期間	2013年第1四半期 - 2016年第3四半期	2016年第4四半期 - 2020年第1四半期	2020年第2四半期 - 2023年第2四半期	2023年第3四半期 - 2025年第3四半期
サンプルサイズ	16872	12582	8388	6873
目的変数	成約賃料の対数値			
延床面積の対数値	0.109*** (0.002)	0.116*** (0.002)	0.073*** (0.003)	0.064*** (0.003)
築年数	-0.014*** (0.000)	-0.014*** (0.000)	-0.013*** (0.000)	-0.013*** (0.000)
築30年以上ダミー × 築30年以上経過年数	0.013*** (0.000)	0.010*** (0.000)	0.008*** (0.001)	0.009*** (0.001)
リニューアル後経過16年未満	0.035*** (0.004)	0.053*** (0.004)	0.090*** (0.005)	0.088*** (0.006)
最寄り駅徒歩分数	-0.027*** (0.001)	-0.024*** (0.001)	-0.023*** (0.001)	-0.023*** (0.001)
階高	0.002*** (0.000)	-0.000 (0.000)	0.003*** (0.000)	0.002*** (0.000)
成約時期 (四半期単位)	Yes	Yes	Yes	Yes
エリアダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
機械警備, 個別空調, OAフロア	Yes	Yes	Yes	Yes
R2	0.683	0.744	0.673	0.658
Adjusted R2	0.682	0.742	0.670	0.655
RMSE	0.20	0.19	0.19	0.20

※p値<0.001:*** ()内の値は標準誤差。

参考文献

(*1) ザイマックス総研:「これからのワークプレイス戦略を考える」, 2025年3月25日公表
https://soken.xymax.co.jp/report/2503-rethinking_workplace_strategy.html

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。12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」及び「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博士後期課程修了、博士(工学)。

たにぎわ あつし

京都大学理学研究科化学専攻 博士後期課程単位認定退学。教職経験を経て、一橋大学ソーシャル・データサイエンス学部に入學。清水千弘研究室にて、ザイマックス総研との共同研究で、不動産関連のデータ分析をおこなっている。

第35回

物価・金利の上昇と年金運用



徳島 勝幸

株式会社ニッセイ基礎研究所
常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. はじめに

これまでも本誌の連載では、何回か類似したトピックについて取り上げてきた(最近の例としては、第32回(2025年8月)「市場の変化を受けたポートフォリオの見直し」、第25回(2024年5-6月)「脱デフレ下の年金資産の運用」等)が、足元での急激な金利上昇と周囲の状況変化は、多くの市場参加者が事前に想定していた範囲を逸脱するようになっている。改めて、これまでの状況を基本的な運用の考え方から振り返るとともに、当面の年金運用の方向性を占ってみたい。

2. 近年の状況と年金運用の基本的な考え方

以前から主張しているように、日本の確定給付企業年金(以下、DB年金)は、世界に例のない成功したものである。成功の背景には、負債

側の要因として、①多くが終身年金を廃して有期年金化し、長寿リスクを排除することができたこと、②長期にわたるデフレ下で賃金が物価との連動性を喪失し、年金給付も物価上昇との連動性が薄れたこと、③日銀による低金利・マイナス金利政策の導入によって、予定利率の引き下げが労使双方から容認されたこと、等があり、また、資産側の要因としては、④予定運用利回りの引下げによって、過大なリスクを取る必要がなくなったこと、⑤市場の下落や急変動に対応する観点から、様々な資産クラスにおいてリスク抑制型の運用が広く採用されたこと、等がある。

国内金利は長期間にわたって低水準で推移したものの、これらの負債特性の変更とコストの押下げ、運用リスクの圧縮といった取組みによって、DB年金の多くが十分な積立超過を獲得することができたのである。金融庁が2025年に公表したプログレスレポートによると、積立水準が

1を超えるDB年金は全体の8割を占めており、特に、資産残高が1,000億円以上の大型DB年金では、95%で積立水準が1を超えている。しかも、大型DB年金の積立水準は中央値が1.3となっており、十分な健全性と安定性を確保できている。

年金負債が有期化し物価に連動した給付を要しないのであれば、実質的に確定負債に特性が近づいており、年金制度の安定性を高めるため、資産運用サイドも確定利付資産でマッチングを図るのが年金ALMの基本的な考え方である（銀行等の金融機関では短期のALMが一般化しているが、年金や保険といった長期の運用においては、必ずしもALMが実現されておらず、理念的な考え方に留まっている）。国内債券以外の資産は、より多くの収益を獲得し利回りを高めるための補完的な資産と設定される。

しかし、低金利下において国内金利が大幅に低下し、負債と資産とで想定される金利水準がバランスしなかったこともあって、ALM型の資産構成を採用することは困難であった。結果的に、国内債券という資産クラスが中核のALM対応資産として位置付けられることはなく、国内株式や外国債券、外国株式といった他の資産クラスと同様に利回りの獲得という役割を果たす対等な資産と位置付けられるようになったのである。

こうした状況の表れの一つが、国内債券区分における運用の基本的な考え方である。年金ALMの概念に基づくのであれば、保有する国内債券は、負債とキャッシュフローもしくはデュレーションを合わせてマッチングさせることが求められる。ところが、負債の構造から切り離され、他の資産クラスと同様に取り扱われるようになったことから、保有する国内債券のポートフォリオはベンチマークとされる市場

インデックスに基づくものとなり、一般的にはNOMURA-BPI総合が採用されるようになったのである。

NOMURA-BPI総合を開発した人々によると、国内の債券は取引所取引ではないため、発行額や格付け等の基本的条件を満たす全銘柄を対象にすることで、TOPIXに近い広汎な市場性の確保を意図したとのことであった。ところが、市場に存在する債券の価格変動性は、株式市場のように経済全般以外の様々な要素（個社の収益、ヘッドライン、政治、為替等々）に左右されるよりも、基本となる年限ごとの国債利回りの動きに左右される方が大きい。そもそも、個社の動きに影響される社債の時価比率はインデックスの1割以下でしかなく、8割近くを国債が占めている（政府保証債や財投機関債、地方債についてもほぼ同等の信用リスクを有すると考えれば、指数の約85%がソブリンリスクと解される）。インデックス開発者の意図から市場に存在する一般的なすべての銘柄を対象にしたため、TOPIXの問題として指摘される様々な問題（例：膨大な構成銘柄数、低流動銘柄の混入（なお、浮動株比率に類似した処理が未採用であり、国債の一部銘柄について日銀が過半を保有していてもフルに算入されている等）、指数の特性が市場全般以外の何物をも示さないなど）を含むものになっている。

足元の環境下では、金利が上昇する過程で株価が上昇するとともに円安傾向となったこともあって、国内債券がマイナスのリターンになっても、他のより価格変動性の大きな資産のパフォーマンスが好調であり、ポートフォリオ全体としての利回り獲得に支障は生じていない。短期的には、ポートフォリオの分散効果が機能していると積極的に評価することも可能である。

しかし、単純に国内の資本市場だけを考えても、金利が上昇している時に、株価が同時に上昇しているというのは、理論的に妥当と考えられる状態ではない可能性が高い。金利が上昇すると、割引率が上昇することで株式の評価は低下する。また、企業にとっても、借入れコストが上昇するため、費用が増加して収益が圧迫される。こういった説明で金利上昇が株価下落をもたらすというのが通常の論理であって、近年の状況はこれらの理論的な仮説にはそぐわない。過去の低金利は、日銀による異次元の金融緩和政策等によって市場を歪められた結果であり、その反動としての金利上昇という説明も可能であろう。また、資金余剰の状態にある企業にとって、金利の上昇は支払利息の増加よりも預金利息の増収に繋がるといった説明も考えられる。

一方で、円金利が上昇すると、為替は円高に向かうというのが、金利平価説等に基づく相場一般的な見方であるが、日銀が一度利上げすると、しばらくは追加の利上げができないだろうという推測から円安が進むといった展開になっている。市場における為替水準の決定については、必ずしも理論的なものがすべてではなく、政治や外交の動向も含め、参加者の思惑等の影響も小さくないため、現在がおかしな状況であるとは言えないかもしれない。しかし、株価も為替も現在のやや異常な状況が、長く継続すると想定できるだろうか。

3. 国内債券運用は当面のマイナス覚悟で

国内債券での運用は、金利が十分に上昇するまでマイナス利回りになるのを覚悟することが必要である。そもそも、国内債券の運用においては、アクティブ運用における超過収益(α)を

獲得することは市場における効率性の低さなどから期待可能であるものの、金利の変動による勝ち負け(デュレーションリスク： β)の方が圧倒的に大きい。国内株式や外国証券への投資では、 α の獲得可能性が必ずしも高くはないものの、相対的に大きな α を獲得できる可能性がある。市場インデックスをベンチマークとする国内債券運用では、デュレーションの方向性に過大な賭けをするのではなく、イールドカーブの歪みや商品・銘柄間の価格誤差を収益化する裁定取引に加え社債等でクレジットリスクを負うことで、わずかばかりの α を積み上げるのが適切な運用方針である。

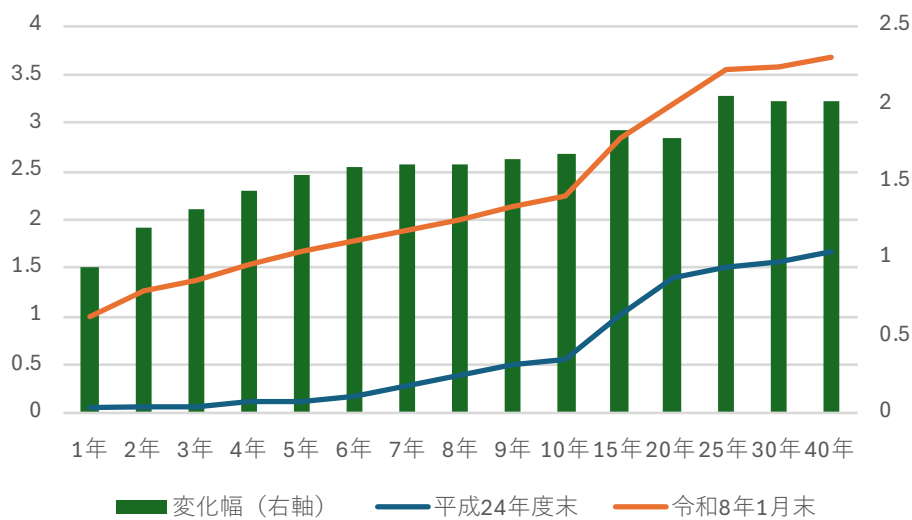
もし、金利が十分に上昇してしまえば、その後は十分高いリターンが確保できるため、国内債券の保有を継続することが可能である。さらに、以前のように金利低下へと回帰するのであれば、長期間にわたってプラスのリターンを享受することができるかもしれない。しかし、まだ、金利上昇が天井にコッソと行き当たった感じはしていない。そもそも「責任ある積極財政」という政権の方針が、財政拡張的なのではないかという懸念から長めの年限、特に超長期の国債利回りが上昇しており、総選挙後の政権が金融市場の不安(正しくは、財政不安を煽ることで収益を得ようとする投機的な資金の動き)を解消できるだろうか。相場格言に曰く「鯛焼きの頭と尻尾はくれてやれ」であり、ピンポイントで金利の天井を当てることは難しいため、少し手前からポジションを構築することが適切だろう。しかし、与野党がこぞって消費税減税を謳っているようでは、財政健全化といった方向に向かうのは難しい。今はまだ、国内債券を運用の主軸とするのには、早過ぎるだろう。

金利上昇がなかなか止まらなると考えられる

状況では、国内債券の代替として、不動産やインフラ投資などのオルタナティブを活用することが考えられるし、生命保険会社の提供している一般勘定商品についても検討の価値があるだろう。いずれも大きなアップサイドの収益を獲得することは難しいが、商品特性から相場下落時の下支え、下方硬直性の発揮を期待することができる。これらの商品については、具体的な

商品の内容が様々であって、単純な株式や債券と異なり、商品内容を特に十分に理解して投資する必要がある。生命保険会社の一般勘定も、提供している会社の信用リスクを考慮することは当然としても、商品の仕組み（保証利率の有無と適用期間、いわゆる解約控除の算式と対象等）を十分に理解する必要があるだろう。

図表：国債イールドカーブの変化



出所：財務省の公表する国債金利情報を基に筆者作成
 ※平成24年度末は異次元の金融緩和が導入される直前の状態で、金利の上昇幅は必ずしも超長期債が極端に大きいというものではない

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、日本ファイナンス学会理事の他、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 19 回

いざ、大阪



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)

今年は寒さが身に染みる。「証券マンは雪が降っても、外出時にコートを着るな」との、上司の忠告を、元来寒さに強い体質もあり、確実に守ってきたが、証券マンを卒業したためか、単なる歳のせい、コートは必須。暖房全開で執筆に臨む。

2001 年も事業会社の流動化は隆盛を続け、取り組む企業の幅や地域も拡大する中で、何の前触れもなく、関西担当に指名された。「琵琶湖の水止めたるか」の生粋の近江商人、関西人の端くれではあるが、殊更大阪については、幼い頃の苦い思い出があり、当時は生まれてから 2、3 度しか行ったことがなく、関西人だから良かれと担当に推挙して貰ったものの、極めて心苦しいスタートとなった。その思い出とは、小学 4 年生、当時の NHK 大河ドラマの舞台である堺に観光に行ったときのこと。某寺院で無邪気に石ころを蹴って遊んでいると、全く見知らぬお婆さんが「私を殺す気か」と大声をあげ、追いかけてきたのだった。石ころとは全く違う方向におられ、見かけはごく普通の方だったので、大阪はみんな怖い人と完全に刷り込まれることとなっ

た。その後、この一方的な恐怖心は、笑わしてなんぼのサービス精神と浪速の熱い夜で、一瞬で蕩けるのであったが。

当時、東京では不動産の証券化による資金循環の再開で、ビルやマンションが新たに建設され始めたが、大阪では梅田、淀屋橋も古いビルが立ち並び、御堂筋でも一本うちに入ると、坪数千円の賃料でも借り手がなかなか見つからない状況であった。また証券化によって調達した資金も、開発資金ではなく、銀行借入れの返済に充当された。このような中、難波の商人には SPC は大いに受けた。元来の新しいモノ好きの土地柄に加え、上手くいかなければ、払わんでよいノンリコースがドストライクであったのだ。当然フィーには厳しく、値引き交渉は必須だったが。ちなみに数年後に担当する名古屋は SPC の鬼門で、良いモノを安くという生粋の製造業の聖地では、SPC は邪道、無駄遣いでしかなかったようだ。

当時大阪での最大のミッションは、緊密鉄道会社の駅直結大型商業施設の証券化プロジェクト

であったが、空いている時間は大阪の営業担当の取合いとなり、朝ら晩まで分単位で連れまわされた。他の金融グループに近い一部事業会社は既に証券化を実行していたが、銀行借入れ返済を目的とし、銀行がノンリコースローンを出しやすいように仕立てられているもの(主語が銀行)が多く、決して顧客が望むものになっていなかった。その中で、顧客利益極大化を目指すアレンジャー視点は新鮮であったようで、赤いグループから近い多数の顧客からも相談を頂き、その後、継続的に案件を頂く関係を構築でき、結果的に東京部隊よりも大きな成果を上げることができた。多くの案件を遂行するために、週の2、3日は大阪通いとなり、始発に近い新幹線が貴重な睡眠時間となった。帰巢本能からか、関ヶ原トンネルを超え、滋賀県に入るといつも目が覚め、新大阪を乗り過ごすことは一度もなかった。帰りも睡眠に充てればよいのだが、つい酒盛りとなり、京都到着までにビール1リットルという伝説の馬鹿飲みが繰り返されるのであった。ちなみに、東京に着くと、オフィスに直行、飲むと記憶なくベッドで寝ている今では考えられないが、眠ることなく仕事に没頭した。

最後に最大ミッションを紹介したい。大阪南部最大のターミナル駅直結、駅の利用者だけではなく、その周辺の高級住宅街を顧客とする本邦最大の売上げを誇る百貨店を中心とした商業施設の証券化により(当時証券化による調達には銀行借入れより高いというのが一般的であった中)、750億円を如何に安く調達するかというものであった。複数手掛けていた大型百貨店証券化で培ったノウハウ、駅直結の不動産のテクニカル対応、最も低利で調達できる社債とローンのクラス分け、格付けの最大限の活用等、当時打ち出せる全ての技を繰り出した。そして借入れよりも安い大規模調達を成功裏に導いた。もったいぶって恐縮だが、その詳細は次回に譲る。なお、当地は大阪でも最も濃い地区の一つ、当時、周辺の動物園にはブルーシートが張り巡らされていた。その地区のビルの一角にプロジェクトルームを構え、朝から日が暮れるまで、侃々諤々議論を交わした。現在は大阪一のビルもそびえ、街並みは一変した。当時、黄昏時に街に繰り出す勇気はなかった。

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月合同会社レブサム設立、代表社員。現在、株式会社レブサム 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。

REIT の IPO



天野 園子

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



武内 香奈

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

1. はじめに

不動産投資法人(REIT)を大別すると、公募の形態で投資口を発行し、東京証券取引所不動産投資信託証券市場等の取引所に上場する上場REITと、私募の形態で投資口を発行し上場を行わない私募REITの二つがある。

上場REITとなるためには、事業会社とは異なるREIT特有の上場要件を満たした上で取引所の上場審査を受け、上場承認を受ける必要がある。また、通常、かかる上場手続きと同時に公募増資が行われ、調達した資金で物件取得が行われる。さらに、その前提として、投資法人の設立・登録及びその運用を受託する資産運用会社の許認可取得等も必要となる。

上場REITの投資口は、私募REITの投資口と比較すると、個人投資家を含めた幅広い投資家

層による取得が可能である上、投資家にとっては通常の上場会社の株式に対する投資と同じように取引所での売却により資本回収が可能という前提で投資ができる金融商品となるため、多数の投資家から広く資金を集めることができるというメリットがある。2025年には約4年ぶりとなるREITの上場^{注1}もあり、今後も様々なプレイヤーにおいて上場REITの運用は検討され得る。そこで、本稿ではREITの新規上場(IPO)について改めて概説したい。

2. 手続きの概観

事業会社では設立後ただちに上場する例は多くはないが、REITの場合、投資法人設立後数か月で上場を行い、上場と同時に初めての物件取得を行うという例が多く見られる^{注2}。この場合、

注1

霞ヶ関ホテルリート投資法人による東京証券取引所不動産投資信託証券市場への上場(2025年8月13日)

注2

一方で、上場するのであれば投資法人設立直後でなければならないというわけではなく、私募REITとして運用を行い、一定期間後に上場することも可能である。私募REITは投資口の売却方法が限られるため、投資家の資本回収の手段として投資口の払戻しを可能とするオープン・エンド型で設立することが多いが、設立時点において一定期間私募REITとして運用した後の上場を見込んでいる場合には設立当初から投資口の払戻しが不可であるクローズド・エンド型とすることも考えられる。私募REITとして運用していた間に投資口を取得した投資主が上場後は投資口の保有継続を望まない場合には、投資口売出しの形で売却することも考えられる。

IPO準備と投資法人のセットアップが同時に進行することになる。

また、投資法人のセットアップ以前の段階として、通常、その運用を受託する資産運用会社のセットアップが必要になるが、既に許認可を有する資産運用会社に資産の運用を委託した上で上場を目指すケースもある。

本項目では、資産運用会社の設立・許認可取得から上場まで取り組む場合の流れを簡単に概説する。

(1) 資産運用会社の設立・許認可取得

REITの資産運用会社は、投資信託及び投資法人に関する法律(以下「投信法」という。)199条に従い、①金融商品取引法(以下「金商法」という。)29条の投資運用業の登録、②宅地建物取引業法3条の免許、③宅地建物取引業法50条の2の認可(取引一任代理等の認可)^{注3}を受ける必要がある。REITの資産運用会社を新規に設立する場合、通常株式会社^{注4}として設立した後、法令若しくは監督指針又は監督官庁の求める一定の人的体制・社内体制の整備を進めることとなる。

(ア) 投資運用業の登録

投資運用業の登録に際しては、管轄財務局等に対して事前相談を行い、事前相談資料(概要書)の中で、業務内容・人的構成・社内体制を記載し、法令又は監督指針等が求める要件を充足していることを説明する必要がある。そのため、概要書提出時点において、役員、重要な使用人(投

資運用を行う部門を統括する者等、法令等を遵守させるための指導を統括する者)の候補者を選定している必要がある^{注5}。投資運用業においては、以下の通り、役員及び重要な使用人について画一的な基準は設けられておらず、想定される業務内容等に応じて個別具体的に判断されるものとされている。

役員・重要な使用人(投資運用責任者、コンプライアンス責任者)に求められる資質	
・金商法上の欠格事由に該当しないこと	
代表者に求められる資質	
・その経歴及び能力等に照らして、金融商品取引業者としての業務を公正かつ的確に遂行することができる十分な資質を有していること	
常勤役員に求められる資質	
・金商法等の関連諸規制や監督指針で示している経営管理の着眼点の内容を理解し、実行するに足る知識・経験、及び金融商品取引業の公正かつ的確な遂行に必要なコンプライアンス及びリスク管理に関する十分な知識・経験を有すること	
重要な使用人(投資運用責任者、コンプライアンス責任者)に求められる資質	
投資運用責任者	運用を行う資産に関する知識及び経験を有する者
コンプライアンス責任者	十分な知識及び経験を有する者

資産運用会社を新規に設立する場合、役職員の兼職やスポンサーからの出向により最小限の態勢でスタートしたいというニーズがあるが、少なくとも、コンプライアンス部門・担当者と、資産運用部門の兼務・兼職は認められていない(金商業者等向け監督指針VI-3-1-1(1)①ニ)。また、REITにおいては、資産運用会社の親会社(スポンサー)がREITに対して物件を拠出することが一般的であり、構造的に利益相反の恐れがあることを踏まえて、スポンサーからの兼職出向については慎重に検討すべきと考えられる^{注6}。

注3

取引一任代理等の認可は、投資法人が主として「不動産」に対して運用することを目的とする場合に必要となる(投信法199条2号)。もともと、実務的には、主として現物不動産ではなく不動産信託受益権に対して運用することを目的とする場合も取引一任代理等の認可を取得する必要がある。

注4

投資運用業の登録のため、取締役会及び監査役、監査等委員会又は指名委員会等を設置した株式会社等である必要がある(金商法29条の4第1項5号イ)が、取締役会及び監査役設置会社として設立する場合が多い。

注5

概要書提出時点で資産運用会社が設立されていない場合等もあり得るため、資産運用会社において役員及び重要な使用人としての選任までは必要ない。

注6

スポンサーからREITに対して物件の売買を行うことが想定されている場合、スポンサーのフロント部門(物件の売買等を所管する部署)に所属する役員員に対して、資産運用会社内部における物件取得に関する検討状況や価格決定に関する情報が伝達されることがないよう留意する必要がある。

事前相談の期間は、概ね3～4か月程度とされているが(投資運用業等登録手続ガイドブック)、そもそものスキームや業務内容、人的構成、スポンサーとの利益相反の解決等の論点に応じ、実際の相談期間は会社毎に異なっている。

投資運用業の登録に係る標準処理期間は、2か月である。ただし、当該期間には、当該申請を補正するために要する期間、当該申請をした者が当該申請の内容を変更するために要する期間、当該申請をした者が当該申請に係る審査に必要と認められる資料を追加するために要する期間は含まないものとされており、事前相談の期間も含めると、6か月から1年程度見込んでおく必要があるものと思われる。

新規登録の場合とは異なり、既に登録を受けて私募ファンドの運用や助言を行っている金融商品取引業者が新たにREITの資産運用会社となる場合、変更登録(金商法31条4項)又は兼業承認(金商法35条4項)^{注7}等を行うこととなる。

この点、二以上の業務の種別(金商法29条の2第1項5号)に係る業務を行う場合には弊害防止措置を採る必要があり、利益相反行為防止のために適切な社内体制を構築する必要がある。異なる種別の業務間において不適切な情報共有がなされないよう部署や担当者を分けることや、運用等を受託するファンド・REITにおいて投資対象が競合する場合のローテーションルールの策定も上記弊害防止措置の一内容といえる。また、運用を受託するファンド・REIT間の取引を想定する場合、実質的に運用財産相互間取引(金商法42条の2第2号)の規制に抵触することがないように社内体制を含めて慎重に検討する必要がある。

注7

現物不動産に対する投資として運用を行うことは「特定投資運用行為」と定義されており(投信法223条の3)、投資運用業の登録申請書に上記特定投資運用行為を行う旨を記載することで、金商法35条4項の兼業承認を受けたものとみなされている。既に登録を受けていた私募ファンドの運用業者が新たに特定投資運用行為を行う場合、原則通り、兼業承認が必要となる。

(イ) 取引一任代理等の認可

投資運用業の事前相談手続きと並行して、取引一任代理等の認可取得のため、国交省に対する事前相談も進める必要がある。取引一任代理等の認可取得に際しては、①財産的要件(取引一任代理等を健全に遂行するに足りる財産的基礎を有すること、業務の収支の見込みが良好であり、公正を害するおそれがないこと)及び②組織要件(業務を公正かつ的確に遂行することができる知識及び経験を有すること)(宅地建物取引業法50条の2の3)の観点から審査がなされる。かかる審査項目については投資運用業の登録時の審査と実質的に重複する部分もあるが、各省庁の所管に応じて業者としての適正性が問われることとなる。なお、金商法上の重要な使用人とは異なり、取引一任代理等の認可取得のための重要な使用人(投資運用責任者)については、以下の通り、一定の知識・経験要件が求められる。

投資運用責任者に求められる資質

大規模な投資判断又は宅地若しくは建物の売買、交換、貸借及び管理に係る各判断に関する業務を的確に遂行することができる知識及び経験を有すること。

<知識要件> 公認不動産コンサルティングマスター、ビル経営管理士、ARES認定マスター、不動産鑑定士、不動産業務経験のある弁護士又は公認会計士 等

<経験要件> 数十億円以上の不動産に関する投資、取引又は管理に係る判断の経験があり、これらの判断に係る業務に登録申請の日前10年以内に2年以上従事し、各業務について適切な判断を行ってきたと認められること

(ウ) 自主規制機関への入会

法令上は、自主規制機関(現一般社団法人投資信託協会(投信協会)(2026年4月、資産運用業協会に統合予定))への加入は任意とされているものの、REITの上場要件の一つに「資産運用会社が投信協会の会員であること」が定められ

ているため、上場REITの資産運用会社は投信協会に加入し、その規則も遵守する必要がある。

金融商品取引業者は、営業を開始する前に、所定の苦情処理措置・紛争解決措置（ADR措置）を行うことが必要となるため（金商法37条の7）、投資運用業登録後、営業開始前に投信協会に加入することとなる。

(2) 投資法人の設立・登録

投資法人を設立するためには、設立企画人が、株式会社における定款に該当する規約を作成し、設立企画人は、所定の事項・書類を記載・添付し、管轄財務局長等に対して投資法人の設立に係る届出を行い、設立時発行投資口を引き受ける者の募集を行う。そして、設立時役員による所定の事項の調査を経て、設立の登記を行うことで投資法人が成立する。

設立された投資法人は、管轄財務局長等の登録を受けなければ、資産の運用として投信法に規定する行為ができないため、投信法に基づく登録の申請を速やかに行うこととなる。

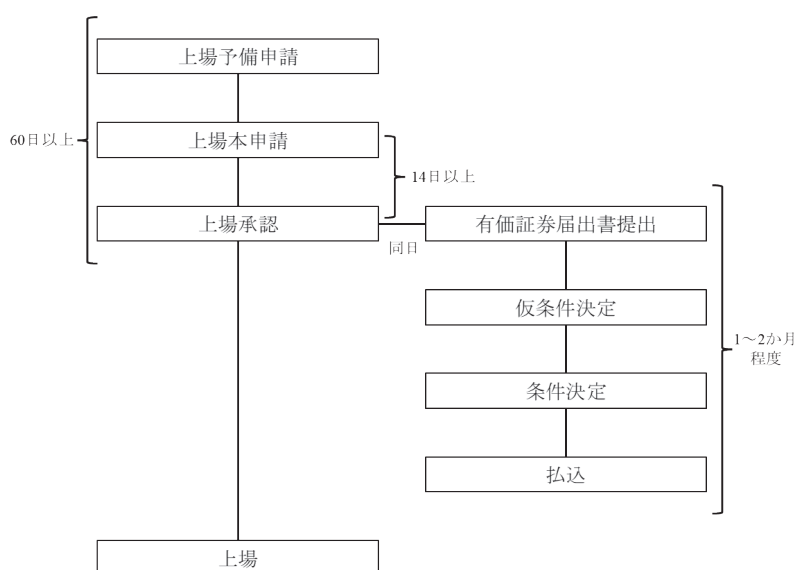
(3) 上場申請

本「(3) 上場申請」においては、

取引所のうち、株式会社東京証券取引所（以下「東証」という。）の不動産投資信託証券市場に上場しようとする場合の申請手続きを概説する。

証券会社^{注8}を通じて東証に事前相談を行った上で上場申請^{注9}を行うが、実務上は上場申請（本申請）に先立って予備申請が行われる。予備申請が行われれば、本申請の前に、上場基準^{注10}に適合する見込みがあるかどうかの審査が行われる^{注11}ため、上場承認までの期間の短縮が可能となる。

予備申請日は、上場承認予定日（新投資口の発行決議予定日）から起算して60日以上前の日とすることができるが、発行決議予定日の14日以上前の日に本申請を行い、当該日に予備申請日に提出した書類以外の上場申請書類を提出することになる^{注12}。



注8

証券会社は、東証との事前相談の窓口になるのみならず、上場時に発行される新投資口の引受人という重要な役割を担う。上場にあたっては、証券会社による審査（引受審査）も行われ、証券会社はそのREITの投資口を引き受けてもよいかという点が様々な角度から検証される。

注9

東証の有価証券上場規程（以下「上場規程」という。）1201条の2第1項1号

注10

上場規程1205条及び1206条

注11

上場規程1202条3項

注12

東証がウェブサイトで公開している「REIT（投資証券）上場の手引き」（以下「上場の手引き」という。）「I 上場までのスケジュール概要 3 上場申請（又は予備申請）」参照。上場の手引きについては、規則改正等にあわせて随時更新されるが、本稿においては2026年2月2日時点の内容に基づき記載している。

予備申請の時点から上場基準に適合する見込みがあるかどうかの審査が行われるため、予備申請日において当該審査に必要な各種の書類^{注13}の提出が求められる。中でも、投資法人の登記事項証明書の提出が求められるため、投資法人の設立手続きのスケジュールとの関係で留意が必要である。また、上場承認日に開示される書類、具体的には金商法に基づき提出される有価証券届出書のドラフトと、東証に提出する不動産投資信託証券に係る発行者等の運用体制等に関する報告書(以下「運用体制報告書」という。)のドラフトの提出が求められる^{注14}。

予備申請後、通常、審査担当者から、有価証券届出書・運用体制報告書のドラフトをはじめとした上場申請書類に基づいて、運用会社における運用方針及び運用体制、開示体制に関する質問が行われる^{注15}。下記の上場審査に用いられる要件を満たすかを審査するための質問となるが、REITの運用において重要な課題とされているスポンサーとREITの間の不動産取引に伴う利益相反対策に関する考え方、投資法人の成長戦略、利益計画等を含む、多岐にわたる質問がなされるのが通常であり、通常2～3回程度繰り返される。また、投資法人の執行役員及び監督役員並びに資産運用会社の社長との面談も行われる。

上場審査において用いられる要件は形式要件と実質要件に分かれる。形式要件は上場規程1205条に列挙されており、ポートフォリオに占める不動産等の比率や、上場時の発行済口数の見込み等の投資口の流動性に関する事項、資産運用会社の投信協会への加入や投資口の払戻しを行わないこと(クローズド・エンド型であること)等がある。実質要件は上場規程1206条に列挙されており、情報開示の適正性、資産の運用等を健全に行うことができる状況にあるかどうか、収益分配の継続性^{注16}、公益又は投資家保護の観点から適切かどうかの観点から審査される。

予備申請後の審査に問題がない場合、発行決議予定日(上場承認予定日)の14日以上前の日に本申請を行う。本申請時には、予備申請のときにはドラフトの提出でもよいもの(運用資産に係る賃貸借契約書の写し等)も含め、様々な書類の提出が必要となるほか、上場時に取得する不動産等に係る売買契約書等の写しも上場承認日のおおよそ2週間前までに提出するように求められている^{注17}。本申請前後に提出する必要がある書類との関係で、不動産に関連する各種契約のスケジュールリングについても、通常の不動産取引と異なる取扱いが求められるため、売主、信託受託者、テナント等、関係者の理解を事前に得ることが重要である。

注 13

上場の手引き「II 上場申請書類について」によると、投資運用の意思決定、運用体制、適時開示、内部統制の仕組み等に関する投資法人及び資産運用会社の諸規程や、投資法人が保有・取得する不動産の鑑定評価書のドラフト等が挙げられている。

注 14

上場の手引き「II 上場申請書類について」によると、新規上場申請に係る宣誓書において、「上場申請において取引所に提出する書類に関し、必要となる内容を漏れなく記載しており、かつ、記載した内容はすべて真実であります。」と記載する必要があるため、上記の開示書類の内容が未確定の場合(時間の経過により新たに発生する事実等を除く。)には、原則として予備申請が受理されないとされている。したがって、開示書類のドラフトについては極力内容を確定させる必要がある。

注 15

上場の手引き「I 上場までのスケジュール概要 4 上場審査」参照。

注 16

上場後の各期の営業収益、営業利益、経常利益、当期純利益及び1口当たり分配金の予想(業績予想)の作成も重要な作業である。業績予想は上場後には適時開示され、投資家に対する重要な情報開示の一つとなる。

注 17

上場の手引き「II 上場申請書類について」参照。

上場審査が終了すると東証ホームページを通じて上場承認の発表が行われる。

(4) 公募増資・物件取得

上場が承認され公表されると同時に、通常、投資口の公募増資が公表される。この際、金商法の開示規制にのっとり、EDINETを通じて有価証券届出書を提出することになる(金商法4条1項、5条5項・1項)^{注18}。有価証券届出書の記載事項は、特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令第4号の3様式に定められており(同府令10条1項3号)、同様式に含まれている詳細な記載上の注意に従う必要がある。

記載事項の中でも特に、投資法人が掲げる投資方針や成長戦略については、投資家に投資法人への投資の魅力を訴求するために重要なポイントであり、またその裏返しとして、当該投資法人の投資口に投資するにあたってのリスク(いわゆる「投資リスク」)についても十分な開示ができるよう慎重な検討が必要である。その他、金商法に基づく厳格な開示責任を負うという観点からは、公募増資により調達する資金で取得する物件の情報や、投資法人の運用体制等の詳細な説明を正確に記載する必要があるため、物件関連資料や投資法人・資産運用会社の規程類を精査し、適切な開示文案を作成することにも時間を要する。

また、公募増資により調達する資金で取得する不動産等については、有価証券届出書におい

て当該物件に固有のリスク(いわゆる「特記事項」)も含めて正確かつわかりやすく開示するために、事前のデューデリジェンスが必要となる。

上場REITの不動産デューデリジェンスにおいて留意が必要な点は多岐にわたるが、建築基準法・消防法等の違法性に問題があることが検出されるということがしばしば起こる。一般投資家を含む広い投資家層から資金を調達する上場リートにおいては、取得を検討する不動産等において違法性に問題があることが検出された場合には、売主に当該問題を是正させたのちに取得を行うのが原則であるとされている。また、投資法人が資産の運用以外の行為を営業としてすることができないと法令で定められている(投信法63条、いわゆる「他業禁止」)こととの関係で、従前のオーナーが締結していた契約をそのまま承継できなかつたり、投資法人が新たに締結しようとする契約の内容にも制約がある可能性がある点も留意が必要である。不動産の関係者(テナント等)に反社会的勢力の関係者がいないことのチェックも重要である。

有価証券届出書の提出後は投資家に対する勧誘が始まる。有価証券届出書提出時点では投資口の発行価格は未定とされた上で、投資口の価格算定を行う能力が高いと推定される機関投資家等の意見等を勘案して投資口の発行価格の仮条件が決定され、当該仮条件に基づいてブック・ビルディングが行われ、その結果を踏まえて仮条件の範囲内で発行価格が決定されるというの

注 18

金融商品取引法の規制により、有価証券届出書の提出前には投資口の取得の勧誘はできないこと(届出前勧誘規制)、REITの上場はスポンサーが上場企業である場合にはスポンサー側の株主に影響を及ぼし、インサイダー取引規制やフェア・ディスクロージャー・ルールの適用もありうることから、有価証券届出書の提出までの情報の管理は重要である。届出前勧誘規制の解釈として、金融庁「企業内容等の開示に関する留意事項について」(以下「開示ガイドライン」という。)の内容は、特定有価証券においても参照されるものとされている(金融庁「特定有価証券の内容等の開示に関する留意事項について」冒頭)が、開示ガイドラインB2-12③においては、一定のルールが示されていることが参考になる。

が通常の流れである。その後、払込期日に払込みがなされ、新投資口が発行された後、投資口が上場し、市場での売買が可能となる。

発行価格の総額から引受証券会社の手取金の

総額を控除した金額（発行価額の総額）が投資法人の手取金となり、当該手取金をもって不動産等の取得の決済が行われ、上場REITとしての資産の運用が始まる。

あまの そのこ

森・濱田松本法律事務所外国法共同事業。2005年慶應義塾大学卒業、2008年弁護士登録。J-REIT及び上場インフラファンドを中心に、投資法人の組成からIPO、上場後の公募増資・グローバルオファリング、資産取得、ガバナンス／コンプライアンス対応まで、証券会社での出向経験を踏まえて、資本市場実務とアセット実務を横断して一貫支援している。

たけうち かな

森・濱田松本法律事務所外国法共同事業。2009年東京大学法科大学院卒業、2010年弁護士登録、2019年南カリフォルニア大学ロースクール修了(LL.M.)。REITの組成、運営、資金調達、不動産取引、規制対応、M&A等に関する助言を幅広く行うほか、各種の不動産ファイナンス分野を取り扱う。近時は特に上場REITについて多彩な案件に主導的な立場で携わっている。

[書 評]

基礎から学ぶ不動産投資・証券化ビジネス

評者

今井 真祐

一般社団法人不動産証券化協会

事務局長

(ARES マスター M1003937)

本書は、不動産投資や証券化の分野において、入門や学び直し、知見のアップデートなどに役立つことを目的に執筆された書籍である。本書では、市場の見方から投資判断基準、証券化、投資戦略などの同ビジネスに関連する項目が一通り取り上げられており、かつわかりやすい表現で書かれている。

本書の内容面での特色は、以下の3点にある。第1は、不動産投資・証券化市場の30年以上にわたる歴史やその間のイベントなど通じ、市場に蓄積された知見を踏まえて執筆されていることである。市場では形を変えて、多様な事象が繰り返される場合もあることを含め、市場関係者がこうした知見を共有することは有用であろう。

第2は、不動産投資・証券化ビジネスにおける実務をベースに執筆されているが、その背景となる理論にも、必要に応じて言及していることである。実務の世界は理論通りにはならないことも多いが、一定の理論を踏まえておくことは、自らの立ち位置の確認や投資判断などにも役立つことがある。不動産金融の実務と共に、大学での研究の経験を有する著者らしい特色もある。

第3は、不動産証券化市場の成長の方向性につき、いくつかの切り口を示唆していることである。例えば、不動産証券化は「不動産」と「金融」



価 格 2,640円 (税込)

発 行 日 2026年1月21日

著 者 名 田邊 信之 著、日経不動産マーケット情報 編

発 行 元 日経 BP

の融合領域だと言われるが、本書では「不動産」の経済的な領域の拡大や「金融」の変革などを通じ、そのプラットフォームが相乗効果的に進化していく姿が想定されている。また、不動産証券化の活用はもはや特別なことではなく、これからは業種を問わず、企業の経営戦略や事業戦略にますます組み込まれるようになるという認識を示している。

著者が本書の中で市場関係者へ感謝しているように、異業種を含めた市場関係者の交流が、新たな知見を生み出し、さらなる「証券化の進化」を促すことにつながってくるようにも感じる。入門者はもちろん、幅広い業種のビジネスパーソンにもお薦めできる一冊である。

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.96
2026 年 2 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>