

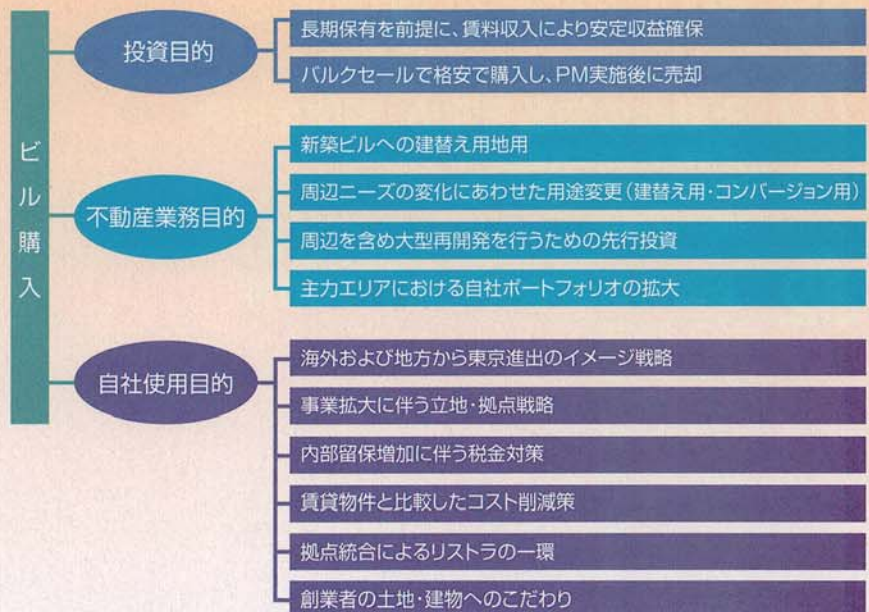
# 今、ビルを 買うということ

## 投資、実需の両面から拡大する 不動産売買マーケットの現状と、 その取得戦略を探る

### ビル売買の昔と今

かつて「生き馬の目を抜く」とまで言われた不動産売買市場。売主、買主ともに市場に姿を現わさず、価格だけが一人歩き。取引には、あまたの不動産業者が、どこからともなく登場する。自ら「売り」に出した物件が市場をめぐる、ブローカーから2倍の値段で「買い」を打診されたという笑い話のようなケースもあったくらいだ。こうした不動産売買の世界も、今、大きく変化している。

現在の不動産売買の一面を、上記の逸話のように例えるなら、SPCが売り出したビルを、ブローカーが利回り、収益率、市場価値を再評価し、「このビルは有効なPMを実施すれば年利10%で回せます。安定収入目的でもよし、ファンドに転売してもよし。購入資金はノンリコースローンで引っ張りましょう」と、そのSPCへの投資家に持ち込むようなものだろうか。確かにSPCへの投資家は表に出ておらず、また、



エクイティ投資のみならず実物不動産に投資することも多い。そう考えると、決してありえない話ではないだろう。

さて、現在のビル売買マーケットを買い手サイドから概観すると、大きく3つの流れが考えられる。上図に、その内訳を簡単に記したが、中でも最も注目され、かつ活発な動きを示しているのが、前述の例え話にある投資目的

によるビル購入だ。とは言え、これまでの値上がり目当ての購入と大きく異なるのは、投資目的がビルの生み出す収益となっていること。また、不動産業者の独壇場であった市場から、売主、買主、そして関連サービスと全ての立場で、様々な業種のプレイヤーが活躍する市場へと変化してきているのが大きな特徴と言えるだろう。



それでは、自社使用目的の場合かどうか。いくら価格が低下したとはいえ、減損会計の導入が叫ばれ、また本業回帰が企業の命題となっている今、あえてビルを購入するには、強い“原動力”が存在する。まず挙げられるのは“立地”へのこだわり。そのため東京では、アパレルや出版社に代表される、地域性の強い企業、地域イメージを重視する企業がビルを購入するケースが目立つ。また、「企業発祥の地に戻りたい」「これを機に都心に進出」「経費削減」等、事業主や企業のスタンスが比較的明確なことも、昨今のビル購入の特徴と言えるだろう。

### ■自社使用目的によりビルを購入した企業の特徴的な理由

業種	ビル購入の経緯
海運	積荷の減少から所有船舶を売却し、その売却益を運用し自社ビルを購入。
自動車	販売部門強化に伴い、売却に出された未出店エリアのライバルメーカー営業所を購入。
高級アパレル	日本進出の際のイメージ戦略として、都内超一等地にビルを購入。
物流	長期にわたり賃貸物件を探すが、高額な設備投資を行うに足るものが見つからず購入。
卸売	地方から東京への進出の際、長期的な視点でビル購入が有利と判断。
医薬品	新薬の研究所設立を目的に、工業団地内のビルを購入。
広告代理店	所有する本社ビルの隣接地が競売に出たため、両地あわせの開発を目的に購入。
運送	元ガソリンスタンドの土地・建物を、自社専用の給油所として使用するために購入。
サービス	好立地かつ外観に意匠を凝らしたビルが売りに出され、企業イメージの向上を目的に購入。
機械	都内数カ所に分散する拠点を統合するために、本社ビル用に購入。
物販小売	都内超一等地に、知名度アップを目的にPR戦略としてビルを購入、店舗進出を果たす。
不動産	所有と賃貸で拠点展開を行っていたが、拠点統合目的にビルを購入し所有に一歩化。
機械	創業40周年を契機に本社ビルを購入。
通信	特殊かつ高額な設備投資を行う必要があるため、廉価で購入できるなら賃貸より有利と判断。
機械	同業種の工場が売りに出されたため、設備等そのまま使用するため購入。
飲食店	立地優先で拠点展開を行い、目的地に妥当な賃貸物件がないためビルを購入。
不動産	キーテナントとして賃貸入居していたビルをオーナーから購入。
機械	賃貸により構築していた東京の拠点を、競売で廉価で購入したビルに移転、東京本社に。拠点コストは削減された。
物流	今まで所有と賃貸で数カ所運営していた倉庫を、購入により1カ所に統合。使用していた倉庫は、退去、売却。
アパレル	内部留保の増加に伴い、税金対策として本社ビルを購入。

## レポート

# 2002年度 オフィスビル売買事例から

## 株式会社都市未来総合研究所

主任研究員 佐藤 泰弘

従来、わが国の不動産売買は地価の上昇を前提に行われてきており、企業が所有する本社ビルや支社・支店ビル、賃貸ビル等が売却される事例は少なかった。

しかし、バブル経済崩壊後、企業経営リストラ策の推進や地価下落に伴う土地所有リスクの認識、さらに「減損会計」を中心とする新会計制度導入の動きなどにより、各企業は保有資産の見直しを迫られている。

1997年度から1999年度にかけて、本社ビル等を関連子会社に売却して利益を捻出する企業が多く見られた。その後、連結決算の導入に伴い「SPC（特別目的会社）」に売却して資産をオフバランス化する事例が増加した。2000年5月に「資産流動化法（SPC法）」、「改正投信法」を中心とする法制度が整備され、不動産の流動化はより活発になった。また、2001年9月にいわゆるJ-REITが上場され、現在東証に上場されている6つの銘柄の保有資産を見ると、オフィスビルがかなりの比率を占めている。

このように、流動化や投資を目的とするオフィスビルの売買は増加しているが、自社使用や不動産事業拡大などを目的とするオフィスビル売買はどのような動きであろうか。

ここでは、みずほ信託銀行と都市未来総合研究所が共同で行っている「2002年度不動産売買実態調査」\*を基に、自社使用目的のオフィスビル売買に焦点を当てて、どのような企業がどのような目的でどのようなオフィスビルを購入しているかを探ってみる。

※「不動産売買実態調査」：「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の集計・分析を行っている。  
なお、購入目的は、公表内容から都市未来総合研究所が推定した。

## オフィスビル 売買の概要

### 自社使用目的はオフィスビル売買の14%

「不動産売買実態調査」によると、2002年度の不動産売買件数は649件あり、そのうちオフィスビルを対象とする売買は190件と29%を占めている。売却額は9750億円と全体（2兆1004億円）の46%を占めている。

オフィスビル売買を買主別に見る



### ■購入目的別・買主別件数

購入目的 買主	投資	流動化	自社使用	事業推進	不明	計		
						件	%	
SPC	23	44	0	1	0	68	36%	
投資目的法人	40	0	0	0	0	40	21%	
事業会社	1	6	22	0	3	32	17%	
不動産会社	14	6	3	8	0	31	16%	
金融・保険	15	0	0	0	0	15	8%	
その他	1	0	1	0	2	4	2%	
計	件	94	56	26	9	5	190	100%
	%	49%	29%	14%	5%	3%	100%	

と、SPC (36%)と投資目的法人 (21%)で約6割を占め、不動産会社は16%、不動産会社以外の事業会社は17%にとどまっている。同じく購入目的別にみると、投資目的が49%と最も多く、次いで資金調達やオフバランスを目的とする流動化が29%となっている。これに対し、自社使用目的は14%、開発事業の推進や賃貸事業拡大など不動産事業推進・拡大目的は5%である。

各購入目的を買主別にみてみると、投資目的は投資目的法人が94件中40件と最も多く、J-REIT が拡大している様子がうかがえる。金融・保険の15件は、外資系の保険会社が資産運用を目的にオフィスビルをバルクで購入した事例である。また、流動化目的の8割弱はSPCである。自社使用目的では、不動産会社以外の事業会社が26件中22件を占めている。その業種をみると、商業とサービス業が各7件、製造業4件、建設業3件となっている。事業推進目的の8件は不動産会社であり、残る1件は不動産管理会社が、AM・PM\*事業拡大のためにSPCが購入した事例である。

\*AM・PM: アセットマネジメント・プロパティマネジメント

次に、自社使用目的のオフィスビル売買事例について見てみる。

## どのような企業が購入したか?

### ■本社所在地が東京都以外の企業が4割弱

前述の通り、自社使用目的で購入した企業の業種は、商業とサービス業が各7件とこの2業種で半数以上を占めている。本社所在地が東京都の企業が多いが、東京都以外の企業も愛知県4件、大阪府3件、その他3県と4割弱となっている。

### ■自社使用目的購入企業の本社所在地

自社使用目的購入企業の本社所在地	件	%
東京都	16	62%
愛知県	4	15%
大阪府	3	12%
福岡県	1	4%
広島県	1	4%
石川県	1	4%
計	26	100%

### ■自社使用目的購入企業の業種

自社使用目的購入企業の業種	件	%
商業	7	27%
サービス業	7	27%
製造業	4	15%
建設業	3	12%
不動産業	3	12%
運輸・通信業	1	4%
その他	1	4%
計	26	100%

## どのようなビルを購入したか?

### ■自社使用目的に購入したビルは中小規模のものが多い

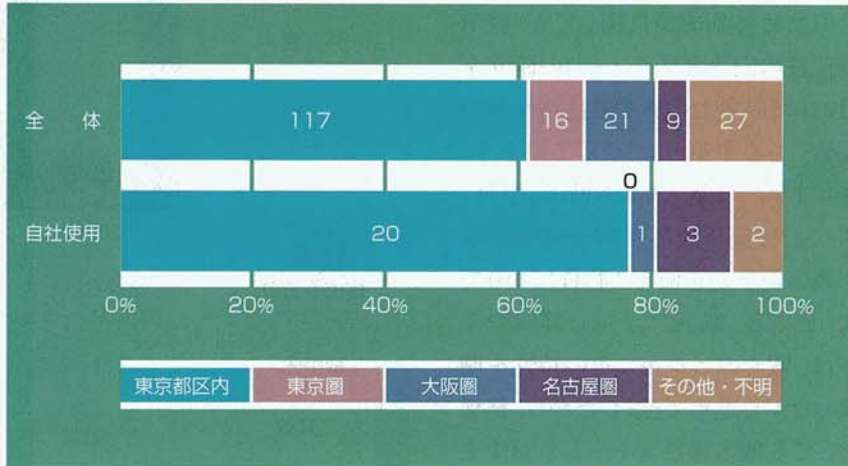
自社使用目的で購入されたオフィスビルの立地をオフィスビル売買全体と比較してみると、東京都区内に立地するビルが全体では62%であるのに対し、自社使用目的では77%と割合が高い。同じく、オフィスビルの規模(延床面積)をみると、自社使用目的のビルは5000㎡未満のビルが7割近くを占めているのが目立つ。購入したオフィスビルの用途は、本社機能が3分の2程度を占めている。

### ■自社使用目的で購入したビルの用途

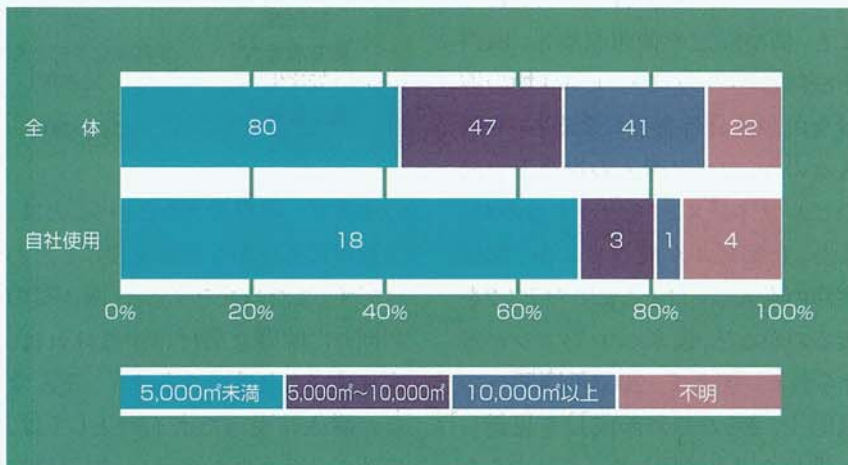
自社使用目的で購入したビルの用途	件	%
本社機能	17	65%
支店・支社	5	19%
営業所	2	8%
子会社	2	8%
計	26	100%



■売買されたオフィスビルの立地 (注)東京圏は、東京都区内を除く



■売買されたオフィスビルの規模(延床面積)



## どのような判断で購入したのか?

### 経済性・非代替性・自由性

自社使用ビル購入の要因をみると、オフィス移転や分散しているオフィスの集約、支店の新設や一部の機能分離の際に購入していることがわかる。また、これまで賃借していたビルを購入した事例も26件中6件

■自社使用目的の購入要因

自社使用目的の主な購入理由	件	%
移転	11	42%
集約	6	23%
賃借物件	6	23%
新設・分離	3	12%
計	26	100%

(23%) 見られた。

これらの企業がどのような判断で自社使用ビルを購入したのか考察してみる。まず、第一に経済性であろう。賃貸コストと取得・保有コストの比較である。ここで最も難しいのは

将来の価値であるが、公示地価等でも大都市で利便性が高く収益性の見込める地域の地価は安定してきており、地価が上昇している地点もみられるようになった。自社所有目的に限らず、売買されたオフィスビルにおいて大都市圏に立地する物件が多いのは当然といえる。

次に、非代替性すなわち代替性がきかないという不動産の特性からくる理由が考えられる。どの企業にとってもオフィスビルの最適立地というのはあるはずであり、希望する立地や規模のビルが賃貸では見当たらず、たまたま売却物件として出てきた場合、経済性の条件をある程度クリアしていれば、この際購入しておこうという判断になることは大いに考えられる。

最後に自由性が考えられる。古い中小の賃貸ビルには、設備性能に劣るものが比較的多い。自社ビルであれば、必要に応じて自由にリニューアル工事を行い、建物や設備性能の更新を図ることが可能であり、これは賃貸ビルにはない大きな利点であるといえよう。

以上、多少古い中小ビルであっても、地価の安定した利便性の高い地域に立地して、使い勝手が良く、建物・設備改修によりビル性能の向上が可能であるビルについては、賃貸、自社使用を問わず需要が見込めると考えられる。

各企業が、自社使用の利点と資産所有のリスクをどのように評価し、価格に反映させるかによって、賃貸と自社使用の場合の購入価額が決定されるであろう。



## ケーススタディ 1

# 優良株の取得が 健全な外部成長 へのキーワード。 さらなる競争優 位性確立に向け、 開発案件取得へ もアプローチ。

### 日本ビルファンド投資法人

#### 競争力のある優良物件への投資

2001年9月10日、ジャパンリアルエステイトとともに我が国初のREITとして東証上場を果たした日本ビルファンド投資法人。2001年5月の運用開始時には22棟1921億円であった資産規模も、上場時には24棟2265億円、そして2003年3月現在では30棟2772億円と、設立以降8棟のビルを購入し、総資産額を1.5倍近くにまで拡大させている。昨年2002年は、新築・ハイグレードビルである「中目黒GTタワー」をはじめ、東京駅からわずか1.5kmに位置する「第2新日鐵ビル」、札幌駅北口広場に面する再開発ビル「札幌エルプラザ」など、計6棟の案件を取得し、1年間で506億円の外部成長を果たすに至った。現在6銘柄が上場しているJ-REITの中でも、最も質の高いビルを購入していると言われる日本ビルファンドの投資戦略は、いったいどのようなものなのか。同ファンドの運用を行う日本ビルファンドマネジメント株式会社の取締役投資本部長・飯野健司氏は、昨年1年間の投資戦略について次のよ

うに語る。

「当社では、中長期的な運用方針として“運用資産の着実な成長と安定した収益の確保”を掲げています。そのため外部成長に関しても、競争優位性の向上とブランド力の確立を目的に“競争力のある優良物件への投資”をまず第一に考えています。昨年1年間に購入した6棟は、立地、スペック、築年数と、いずれの面からも高い競争力を備えた物件ばかりです。ただし、購入に至った経緯や手順は、個々のビル毎にその特性を勘案しながら進めてきましたから、結果として多種多様なスキームを駆使することになりました」。

一口に物件を購入していくと言っても、価格設定や情報収集先、取得手法はもちろんのこと、ビル1棟の取得なのか区分所有権によるフロア購入なのか、フロア購入の場合その後のビルマネジメントをどうするのか、また、新築ビルか既存ビルか、開発案件の購入ならばどこまでのリスクを取るのかなど、数多くのパターンが考えられる。加えて、2003年問題への対応や、さらなる外部成長を見越した施策なども考慮しなくてはならない。ポートフォリオが生み出す利益が、ほぼイコールで配当となるJ-REITは、物件購入の成否が、直接投資家への分配金に跳ね返ってくる。また、徹底した情報開示により、購入価格から管理コスト、稼働率、賃貸NOIまでもがオープンになり、購入物件1棟1棟について、はたして最善の施策が取られたか否かが一目瞭然だ。現在のビル売買マーケットにおいて、投資家に最も厳しく評価される取引がJ-REITと言っても、決して過言ではないのである。

#### 優良物件取得と利回り確保の難しさ

「例えば、第2新日鐵ビルはオーナーの破産に伴う入札により取得した

物件名	中目黒GTタワー	
外観		
エリア(金額)	都心 (137億)	
取得手法のポイント	開発会社との コラボレーション	
取得先	三井不動産	
物件の厳選	立地	◎ 駅前
	スペック	◎
	購入時の築年数	◎ 新築
	賃貸事業の安定化	実質的な分散と安定 (一元運用)
	追加取得の可能性	優先交渉権

のですが、取得できたということは、当社が最も高額な金額を提示したわけです。また当社とすると、購入後の利回りに明確な裏付けがなければ、入札することはできません。そんななか購入に至ったポイントとしては、当社のノウハウを活用し、取得後にビルの運営費を削減して利回りを向上させる目処がついていたことが挙げられるでしょう。同ビルの当時の管理形態は、キーテナントの子会社、孫会社を使った複雑なものでした。もちろん、取得後にキーテナントと何度も協議を重ねる必要はありましたが、適切なプロパティマネジメントを施すことで管理コストが削減できるとの判断から、内部成長を見越した上での価格提示が可能となったわけです。事実同ビルでは、管理運営形態の変更やテナントとの長期安定的な契約への変更等により、現在、購入当初予定していた利回りを上回る運用実績を示すに至っています」。

一般市場における物件購入は、J-



## 日本ビルファンド 2002年の取得物件実績

### 西新宿三井ビルディング



都心  
(16億)

会社更正

佐藤工業

○  
駅4分

◎

○  
築3年

実質的な分散と安定  
(一元運用)

優先交渉権

### 第2新日鐵ビル



都心  
(126億)

破産

小川運輸

○  
駅3分

○

○  
築14年

長期契約

—

### 中野坂上サンライトツイン



東京都周辺  
(90億)

経営効率化

国際自動車・出光興産

◎  
地下鉄通路直結

◎

◎  
築5年

超優良企業

優先交渉権

### サンマリオンNBFタワー



地方  
(105億)

親会社の私的整理

イチダ大阪ビル

○  
駅3分

◎

○  
築6年

マルチテナント

—

### 札幌エルプラザ



地方  
(32億)

開発会社との  
コラボレーション

大成建設

◎  
地下道直結

◎

◎  
新築(未竣工)

マルチテナント/  
全て新規テナント

優先交渉権

REITにとって諸刃の剣の一面がある。投資家に対し、設立母体との利益相反の危惧を払拭できるといったメリットは確かにあるが、優良物件であればあるほど競合するライバルが存在し、購入価格が高くなることは否めない。そして、高額での購入によりファンドの利回りが低下するようなことがあれば、情報開示によりすぐさま明らかにされる。なんともシビアな話である。

このような点からも、同社が掲げる“競争力のある優良物件への投資”が、J-REITにとって思いの外困難なことであるのは想像に難くない。購入時の価格競争には一歩引いて臨まなければならない、高スペックで利便性が高く、しかも新しいビルとなると、高利回りを確保できる価格では、なかなか購入できないのが現実だ。

同社が昨年取得した6物件のうち、区分所有権の購入により数フロアを所有するケースは4棟。同水準の価格であれば、中小規模ビル1棟とハ

イグレードビルの数フロアで、どちらの方が市場価値が高く、収益の安定が図られるのかを判断した結果の表れである。また、この4棟の全てについて、区分所有者間の規約変更決議等により、後の売却時における優先交渉権を設定し、追加取得の可能性を高めている。これなども、さらなる優良物件の取得に向けた施策の一つと言えるだろう。

### 競合の少ない開発案件購入に向け

「当社が目標とする資産規模5000億円を早期に実現するためには、物件取得のノウハウや情報ルートをできるかぎり拡充していく必要があります。また、優良物件取得に向けては、競合の少ない開発案件購入への取り組みが必須となってきました。もちろん、未竣工となる開発案件には、工事の完工リスクやスケジュールの遅延リスク、施工会社や事業主のクレジットリスクに賃貸マーケットの変動リスク等、既存ビルの購入とは比

較にならないほどのリスクが存在します。J-REITとして、これらのリスクのどこまでが負えるものなのか、どのようなヘッジ手法が存在するのか、これらを精査、判断して最初に手掛けた開発案件取得が、中目黒GTタワーでした」。

今年2月に同社が取得した中目黒GTタワーは、三井不動産の手による開発。つまり、設立母体とのコラボレーションにより事業を進めたものだ。三井不動産サイドがハイリスクハイリターンな開発リスクを負い、J-REITサイドが保有リスクを負うという三井不動産との共生モデルを構築した事例と言えるだろう。そして、このノウハウを足がかりに、さらなる新たな取り組みとして行われたのが、今年3月竣工、11月取得予定の札幌エルプラザだ。デベロッパーは全くの外部企業である大成建設、竣工前の売買契約締結、様々なファクターを考慮したリスクヘッジと、あらゆる面で革新的なビジネススキームの実践となった。



## ケーススタディ 2

# 16棟280億円 を手始めに、今 後も資産規模を 拡大。 ビル購入のポイ ントは、何よりも その収益性。

マニユライフ生命保険株式会社

### エクイティ100%確保を目的に

マニユライフ生命保険株式会社は、カナダに本拠を置くマニユライフ・ファイナンシャル社のグループ企業で、1999年4月、第百生命からの営業権取得により日本進出をスタートさせた。日本ではまだ馴染みの薄いマニユライフ・ファイナンシャル社だが、北米ではトップクラスの金融コングロマリットとして知られる。ビルオーナーとしても、カナダ・米国で計150棟のオフィスビル（カナダ約22万坪、米国約13万坪）を所有し、また、自社内でプロパティマネジメントを行うなど、グローバルスタンダードに基づくビル運用のプロフェッショナルだ。この経験とスキルを背景に、同社は今年3月、日本国内において初めてのオフィスビル購入を行った。

「昨年秋、今後の日本における事業戦略の一つとして、資産運用の多様化と運用効率の向上に向け不動産投資に積極的に取り組んでいく方針が確認されました。今回、全国で16棟のオフィスビルを購入するに至ったわけですが、これは、その第一

の安定収入を確保する意味での解約金規定を設定したりと、竣工時からファンドに組み込めるメリットをあらゆる面において実践している。

### 少ない取得チャンスを的確にキャッチ

「J-REITでは、新と旧、東京と地方都市といったポートフォリオのバランスを考慮することが不可欠ですから、もちろん、常に札幌エルプラザのような取得手法を採用していくわけではありません。しかし、J-REITには、竣工ピカピカのビルを購入できるチャンスがほとんどないというのも、また事実なのです。そういった意味で、今回の購入実績は大切なケーススタディとなりましたし、今後、開発案件を取得するチャンスを逃さないノウハウが修得できたと考えています。工事完工やスケジュール遅延のリスクを負い未稼働物件を購入するといったことは当面考えていませんが、資産規模拡大のメリットを活かしポートフォリオの一定範囲内で、賃貸マーケットの変動リスクは買主側で負い新築ビルの購入を推進しても良いのではないかと考えています」。

J-REITの誕生は、デベロッパーや不動産会社の事業スタンスをも大きく変化させようとしている。また、J-REITの有する透明性が健全で効率的な市場を生み、不動産取引に発生するリスクプレミアムの減少による希望利回りの低下とともに、さらにマーケットが拡大するといったグッドサイクルを思い描くのも、あながちの外れではないだろう。また、新しい多様な資金を不動産市場に導き入れることにより、市場活性化を通じ都市再生を図るというJ-REIT創設理念の下、デベロッパーが開発という本業に回帰し、ノンアセットビジネス化が進展する。J-REITがビル売買マーケットにおいて果たす役割も、さらに増していくに違いない。

「ご承知の通り、昨今の地方都市の賃貸オフィス市場は、2003年問題が取り沙汰される東京以上に厳しいものがあります。また、J-REITとしては、リスクヘッジの観点から東京周辺ばかりに投資するわけにはいきません。そんななか地方都市への投資については、より慎重に、ニーズが確実な物件を選別して投資を行う必要があります。つまり、好立地、ハイグレード、築浅といった条件が、東京以上に厳しくなる。札幌エルプラザの投資額は30億円程度と、当ファンドの中では小規模な部類に入りますが、1年半以上の時間をかけ、新たな手法を模索しながらの購入となりました」。

実際の購入に当たり同社が取ったリスク回避策は、瑕疵担保責任はもちろんのこと、竣工後かつテナント90%以上入居後の引渡しとし、さらにフリーレントを考慮したタイムラグまで設定するという徹底したもの（前述した3月竣工、11月購入予定との記載は、このことに起因している）。これにより、工事の完工や遅延、テナントのリース・アップ、クレジット、マーケット変動等、様々なリスクを回避することとなった。さらに、竣工前に購入を決めたことで、建物を建設する過程で買主の立場から積極的に物件への要望を提示し、より市場ニーズにマッチした物件へと商品力向上を図ることができた。具体的には、大部分がワンフロア単位のテナントで内定していたにもかかわらず、将来の入れ替えを想定して、フロア最大10分割まで対応できる機能を付加したことや、同ビルが札幌市の公共施設等との複合施設であることから、一般来客とオフィスワーカーの動線分離の徹底や、中央集中監視体制の強化等の設計変更が施された。また、賃貸借契約についても、当初から同社独自のフォームによる契約書を使用したり、中長期



マニライフ生命が購入したオフィスビルの例



弾と言うべきものです。今後も、同事業計画戦略に沿って、高い運用収益を望める良質なオフィスビル物件の購入を進めていきたいと考えています」。

こう語るのは、同社の不動産投資を統括するアシスタントヴァイスプレジデント・守邦ロバート氏である。

確かに現在の日本では、株価の低迷に加えて、国債等への投資から得られる利回りは驚くほど低水準だ。国内生保各社においては逆ぎやの状況が叫ばれて久しいが、強固な財務基盤を誇る外資系金融機関と言えど、より高い利回りを追求するのは当然の動きであろう。都心部のオフィスビルの初期利回りが、現在4～9%であることを考えると、入居率の落ち込みがなく安定収入が見込めるのならば、選別的な不動産投資から、相対的に高い資産運用効果が期待できることに間違いはない。

「私どもがビルを購入する際、最も重視するのはその収益性です。当該ビルが生み出すキャッシュフローや、その利回りを継続的に期待できるかどうかの見極めが、購入に至る最大のポイントとなります。資産運用を目的にビルを購入するとは言え、当社の戦略はあくまで長期保有による安定的な収益確保及び成長です。ですから、購入物件にプロパティマネジメントを施して売却し、その利ざやを取る不動産投資会社や、借入金利とビル収益利回りの差からレバレッジを効かせ運用を図る不動産ファ

ンド等の事業戦略から比べると、はるかに保守的なスタンスと言えるでしょう。また、ポートフォリオの特性も、将来的には店舗やレジデンシャルも視野に入れてはいますが、今のところ、最もリスクが把握しやすいオフィスビルに限定していく考えです」。

その他、同社の慎重な不動産投資の特徴は、区分所有は行わず100%保有にこだわる点にも表れている。単純に利回り目的のみのビル購入ならば、大型ビルの数フロアといった所有でもなんら問題はない。逆に、妥当な価格で競争力のある大型ビルを所有できると見る向きもあるほどだ。しかし、それでは独自のビル運営が困難になり、いざ入居率が低下した時に、積極的な対応ができないというリスクが存在するとの見方もある。また、リスクヘッジの観点以外にも、同社はビルの購入に当たり、ブランドイメージの確立強化をその目的に挙げており、そういった意味でも区分所有はしない考えにある。

### 収益性に対する売り手との温度差

昨今は減損会計の影響もあり、かつての「ビルを売る」ということへのマイナスイメージは確実になくなりつつある。逆に本社ビルの売却などは、株式市場では好意的に受け取られているほどである。守邦氏も、「市場におけるオフィスビルの流動性は確実に増してきており、購入を検討できる物件は多い」と語る。しかし、売り物件が増えたからと言って、ビル

を購入しやすい状況になったとは決して言えないようだ。守邦氏が特に感じるのは、キャッシュフローと情報開示に関する売り手サイドとの認識の差だと言う。

「テナントが入居し、現在キャッシュフローを生んでいるビルと、テナントが未入居のビルとのプライスの差に関して、売り手サイドと私どもの捉え方には、いまだに大きな隔たりがあると感じます。たとえどんなに立地が良くグレードが高いビルであっても、購入時に収益がないならば、満室稼働のビルと同等の価値ということはありません。テナント募集にかかるコストも加味しなければなりませんし、昨今の市況下では、ある程度のフリーレントも必要でしょう。それ以前に、空室のリスクが存在するわけですから、その点も考慮しなければならないわけです。市場では不動産価格の下落が続いていますが、長期にわたりテナントが未入居のオフィスビルに関しては、売り手サイドがまだ強気すぎるのではないかと感じています。また、いくら魅力的な物件であっても、購入に必要な各種データがそろっていないければ売買は難しくなるといった考え方が、さらに浸透する必要があるでしょう。市場の透明性が増すことでディールのスピードも短くなりますし、そのことが、売買市場の活性化にも繋がっていくのではないかと思います」。

マニライフの日本不動産市場での今後の動きに、注目が集まる。