

Title	地方不動産の再生と日本の活性化
Sub Title	
Author	鈴木, 雄大(Suzuki, Yuta) 村上, 裕太郎(Murakami, Yutaro)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2016
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2016年度経営学 第3119号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002016-3119

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程

学位論文（ 2016 年度）

論文題名

地方不動産の再生と日本の活性化

主 査	村上 裕太郎 准教授
副 査	小幡 績 准教授
副 査	山本 晶 准教授
副 査	

氏 名	鈴木 雄大
-----	-------

論文要旨

所属ゼミ	村上裕太郎 研究会	氏名	鈴木 雄大
(論文題名)			
地方不動産の再生と日本の活性化			
(内容の要旨)			
<p>本論文では、収益不動産（レジデンス）の稼働率が販売価格に与える影響および稼働率向上に寄与する要因を実証研究によって分析を行なった。その上で、筆者が慶應義塾大学大学院経営管理研究科の同期と設立した法人の事業にどのように活かせるかの考察をしている。収益不動産という特殊な市場において、「稼働率」に着目した実証研究は筆者の知る限りでは少なく、この点において本研究の意義があると言える。</p> <p>分析には、被説明変数に表面利回りを設定し、説明変数に建物構造、築年数、最寄駅からの徒歩分数、駐車場率、戸あたり部屋面積、稼働率、戸あたり地価、戸あたり販売価格を導入したモデルと、被説明変数に稼働率を設定し、説明変数に建物構造、築年数、最寄駅からの徒歩分数、駐車場率、戸あたり部屋面積、戸あたり地価、土地面積を導入したモデルの重回帰分析を行なっている。</p> <p>結果としては、空室物件を稼働させることで、表面利回り約3.7%分の価格差を生み出すことができるということを明らかにすることができた。この価格差が事業を行なっていく上で自社が生み出せる付加価値であり、収益の源泉となり得ると考えている。また稼働率においても、駅近という条件は必須ではなく、駐車場を完備することで補完できるということを明らかにすることができた。この点においては、物件取得時の判断材料として十分に活用できるものだと考えている。</p>			

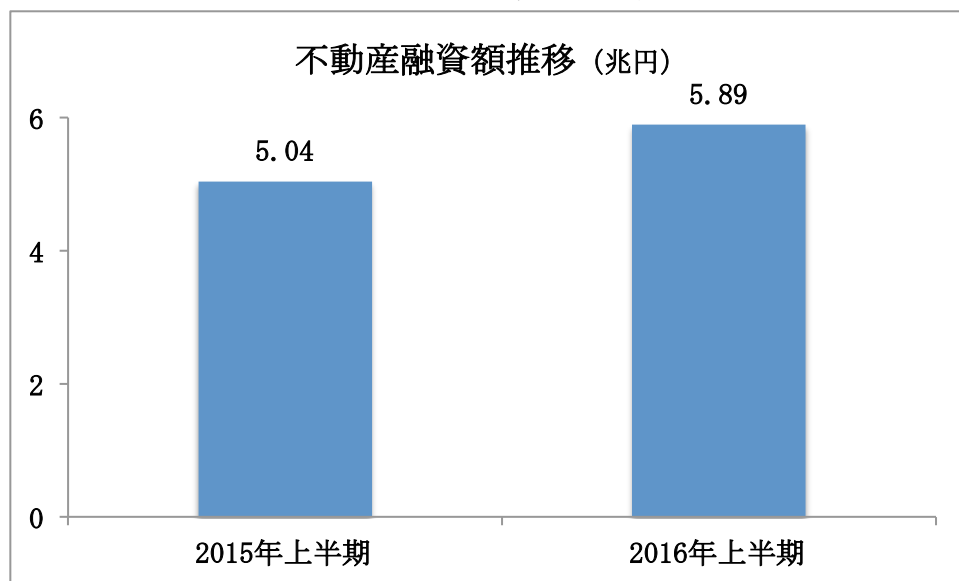
目次

1	序論	2
2	本研究の背景とこれまでの経緯	3
3	想定している事業の仕組み	4
3-1	会社全体の事業方針	4
3-2	収益不動産運営事業について	5
4	先行研究	7
5	仮説および明らかにしたいこと	8
6	リサーチ・デザイン	8
6-1	サンプルセレクション	8
6-2	回帰モデル	10
7	分析結果	13
8	結論	20
9	稼働率向上を図るために	20

1. 序論

本研究の目的は、収益不動産（レジデンス）の稼働率における価格への影響度合いを検証することである。これを筆者が2016年10月に設立した法人の事業の仕組みの中に組み込んでいく。近年、収益不動産に対する銀行融資が活発化しており、2016年上半期（4月～9月）の不動産融資額は約5.9兆円（前年同期比16.8%増）と過去最高の規模となっている。（日本銀行「貸出先別貸出金」より）東京オリンピック・パラリンピックに向けた首都圏の再開発や、不動産投資ファンドに対する融資が伸びているほか、節税目的で賃貸住宅を建設する個人への貸し出しも増加している。収益不動産市場におけるプレーヤーとしては、代々土地を所有しており、その資産活用を目的として参入している地主系大家やサラリーマンの副業として参入しているサラリーマン投資家、投資で主に生計を立てており、不動産も自身のポートフォリオの一部として参入しているプロの投資家などが挙げられるだろう。

図表 1. 不動産融資額推移

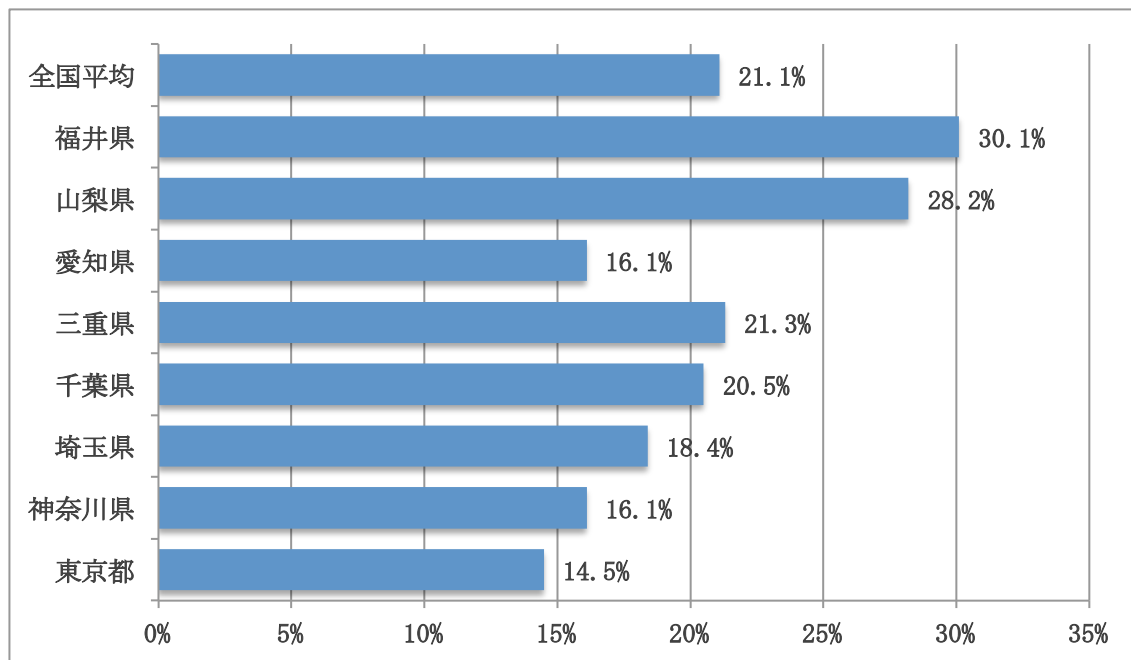


(出典：日本銀行「貸出先別貸出金」の銀行融資額より筆者作成)

上述の通り、収益不動産市場が非常に活発化している一方で、空室率も近年上昇傾向にある。平成15年には12.2%だった空室率は、平成20年には13.1%、平成25年には13.5%と上昇している（総務省統計局より）。賃貸用住宅に絞って見てみると、全国平均で21.1%、東京では14.5%、最も空室率が高い福井県では30.1%という高い水準となっている（HOME 's 不動産投資 見える！賃貸経営より）。清水（2015）は、機能不全となっている住宅市場の歪みを除去していかなければ、増殖を続けるゾンビ（空き家）

は退治することができないと述べている。

図表 2. 賃貸用住宅空室率



(出典：HOME 's 不動産投資 見える！賃貸経営_平成 28 年 8 月)

こうした環境の下、筆者は個人でも 2014 年から不動産賃貸業を営んでおり、2016 年 10 月にも慶応義塾大学大学院経営管理研究科の同期と法人を設立し、不動産ベンチャーとして事業をスタートさせた。本研究を通じて、新たに設立した企業の収益の肝となる部分を実証するとともに、それを実現するために重要となる要素を明らかにする。

2. 本研究の背景とこれまでの経緯

先述のとおり、筆者は不動産賃貸業を営んでいるのだが、その経験の中で収益不動産市場は、一般的なマクロ環境の推移とは異なる特殊な動きをしていると感じるようになる。空室率を例に挙げると、マクロ的には空室率は年々上昇し、筆者が不動産を所有している地域でも空室率は 20% 前後となっている。なかでも、稼働率 100% の状態が続き高稼働している物件もあれば、ほとんどが空室で建物が死んでしまっているような空室物件もあり、非常にばらつきの大きい環境だと体感した。この稼働率に影響を与える要因として、立地や築年数、間取りといった物件そのものが持つ条件はもちろんのこと、所有者（経営者）の関与度合いやマーケティング施策などによっても大きな影響が及んでいるのだと考えた。そして、売買取引の条件を見ても、稼働率が高い物件については、高値で売り出されていることが多く、逆に稼働率の低い空室物件は銀行の融資が

つきにくいという特徴も相まって、安値で売り出されており、それでいて買い手がなかなか付かない状況も発生していた。

そこで、物件の稼働率を高めることによる付加価値を生み出すことで、事業として利益の源泉となり得るのではないかという視点のもと、事業化の検討を行なった。これに伴い、稼働率向上による付加価値が販売金額ベースでどの程度のものになるのかを実証研究することで、対外的な説得力も増すと考え、本研究のメインテーマとした。

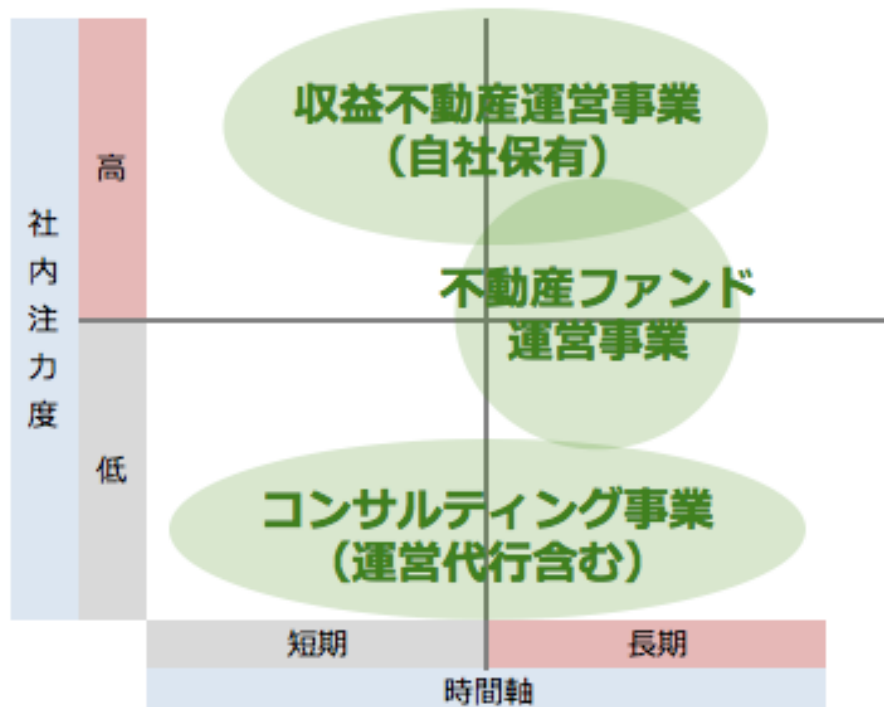
2016年10月に設立した新規法人のここまでの経緯を簡単に述べると、同年6月15日に本事業に関するキックオフミーティングを実施し、出資金調達、銀行開拓、物件情報収集といった活動を行なっていた。実際に事業化の目処が立った同10月24日に三重県内に法人を登記し、現在に至る。

3. 想定している事業の仕組み

3-1. 会社全体の事業方針

現在、会社全体で想定している事業方針としては、以下の図表3で示す通りである。

図表3. 想定している事業



収益不動産運営事業 (自社保有)

まずは、三重県内の不動産を中心に取得し運営、売却をしていく。当面は居住用不動

産を中心に取得をしていく方針ではあるものの、店舗・オフィスといった商業ビルについても徐々に取得していき、ノウハウの蓄積を図る見込みである。ターゲットとする不動産は、前オーナーが運営に積極的ではなかった等の理由で空室が多く、経営施策によって十分に稼働率を高められると判断した物件が中心となる。不動産の値上がり期待といったコントロールが難しい部分に期待する事業ではなく、稼働率を高めることによって自社の手で付加価値を生んでいくことで収益機会を捉え、運営中のインカムゲイン、売却時のキャピタルゲインの両面を収益源とする。

また、本事業領域では、ターゲットとする不動産の対象を徐々に拡大していき、物件・エリアに対する特性への理解を深め、不動産運営に関する様々なノウハウを蓄積していくことを目指す。

不動産ファンド運営事業

収益不動産運営事業で、実績を出し運営ノウハウを社内に蓄積させたタイミングから不動産投資ファンドの組成及び運営を視野に入れている。慶應義塾大学やMBAでのネットワークを活用し、個人投資家や中小企業経営者等からファンドへの出資金の調達を目指す。投資家にとっては、ファンドの形態をとることで、実際に自分で不動産を取得し、運営していくよりもはるかに手間もかからず、不動産投資から生じる収益を得ることができ、その一方でリスクを分散することもできる。自社としては、そのファンドの運営受託によるアセットマネジメントフィーと自社からの出資に伴う分配金を収益源とする。

コンサルティング事業

これまで培った不動産運営ノウハウや取得に向けたスキルを活用し、不動産投資家を目指す層への物件の選定、ファイナンスアレンジ、運営代行、売却までのコンサルティングを一部、場合によっては全面的に行なう。不動産投資を始めるにあたって、何を（物件選び） どういった条件で（ファイナンススキーム） 取得するかが極めて重要になってくるため、一人一人の状況に応じた物件選びをこれまでの知識・ノウハウ・ネットワークを駆使してサポートしていく。また、物件取得後も入居者付けやリフォーム、管理会社選定など、収益に多大な影響を与えるポイントが存在するため、要望に応じて運営代行という形式も取りながらコンサルティングサービスを提供する。

3-2.収益不動産運営事業について

自社の事業の柱である収益不動産事業に関しては、「取得」「運営」「売却」のそれぞれのフェーズで重要だと考えているポイントが存在する。

「取得」フェーズ

・上流での情報取得

収益不動産市場では、不動産の所有者から業者もしくは個人に売却の相談・打診が入り、業者・個人が直接購入したり、レインズという不動産流通標準情報システムに情報が掲載されて、その後一般向けの情報サイト等に物件の情報が流通する。

本当に良い物件は一般向けの情報サイトに流通する前の段階で売れてしまうため、好条件の不動産を取得するためには、レインズに情報が掲載される前の段階で情報を入手できるかが大きな鍵となる。

・物件目利き

収益不動産情報サイトには、一見すると好条件に見えるような高利回りの物件も多数存在している。しかし、実際にその中から購入しても良い物件は1割にも満たないだろう。地域性や接道状況、現場での市場調査や建物の状態や修繕履歴など多面的に評価をして物件を選定していく必要がある。

・融資先の確保

高額である不動産を自己資金のみで購入していく場合を除き、収益不動産を取得する上では、融資が極めて重要になってくる。融資が付きやすい物件は多くの人が購入できるので、価格も高騰しやすい。逆に一般的に融資が付きにくい物件は購入できる人が少ないため、低価格でも売れ残っている状況が散見される。一般的には融資が付きにくい物件に融資を付けられる金融機関を見つけ、ネットワークを構築できれば大きな強みとなる。

「運営」フェーズ

・リフォームスキーム

不動産運営をしていく上で、入居者の退居のタイミング毎にリフォームが必要となる。この部分を管理会社任せにしていると、間に業者が余分に挟まる分、コストが多くかかってしまうことがある。自分でも依頼できるリフォーム業者とネットワークを構築しておくことで、最低限のコストでリフォームを行なうことができる。

・優先リーシング

空室となった部屋を埋めていくためには入居者付け（リーシング）が必要となる。仲介業者が優秀であったり、物件自体に人気があり、すぐに入居希望者が現れるようなケースを除き、同じような条件の物件が多数存在する中で、いかに自分の物件を紹介してもらい、成約まで導いてもらうかが大きなポイントとなる。

「売却」フェーズ

・ファイナンススキーム提供

先述のとおり、多くのケースは不動産を購入するためには融資が必要となるため、欲しいと思う物件があっても、その物件に対して融資が付かないと購入ができない。そのため、売却時に融資先の紹介も含めたファイナンススキームを構築した上で提供できれば、流動性も高まり、比較的好条件での売却も実現できる。

4. 先行研究

不動産投資に特化した実証研究を行なっている論文は筆者の知る限りでは少ない。そうした中でも、不動産市場の特性を把握しておくことは、本研究を進めていく上でも、収益不動産市場でビジネスを行なっていく上でも非常に重要なことである。不動産は投資財としての性格を持つとともに、それを利用することによって生産活動が行なわれたり、住宅サービスが消費されたりするために、消費材としての性格も併せ持っている。そのため、利用をすることによって経済価値が存在するという点で、株式や債券と大きくことなる (Lee et al., 2010)。

また、不動産鑑定士によって決定される不動産鑑定価格は、実際の不動産市場の動向を適切に反映できないことも知られている。Geltner(1989)、Clayton1 et al.(2002)、Shimizu and Nishimura (2006)で指摘されているように、不動産鑑定価格には鑑定評価の誤差が存在するとともに、その変動を用いて不動産投資リターンを計算すると、リターンが平滑化されており、適切にリターン、またはリスク量を見積もることができないことが指摘されている。

小林・福井 (2003) は、不動産市場を次のように述べている。「不動産市場は、資産取引の観点から見ると、制約の大きい市場である。取引は相対であり、リスク要因も多様で複雑であり個別性も強い。個別資産のサイズは大きく、分割できないため、分散投資が困難で流動性は低い。また、売買当事者の着目する効用や利用目的は異なり、取引コストも大きい。この取引コストには、市場参加者自身、個別不動産の市場価格がはつきりわからないため、誤差を伴った推定による判断を強いられることも含まれる。」

また、刈谷 (2003) は不動産の価値について、客観的に決めることは難しく、実際に不動産の絶対価値などというものは存在しないと述べている。その上で、市場価値を絶対視できない要因として以下の4つを挙げている。

a)不動産はまったく同一なものはない

b)不動産の属性が、技術、地域概念や制度など外部的な要因に依存している

c)不動産の利用の仕方 (個別企業のビジネスモデルに依存) が多様である

d)不動産の保有動機 (利用目的や投資目的) に依存して、保有期間が異なるものの、ある程度期間を伴ったことを基本的には前提とされており、その結果として将来の不確

実性に大きく依存する

このように不動産市場というのは、特殊な市場であると考えられ、その特性を理解し、うまく活用していくことでビジネスチャンスに繋がられる可能性も十分にある市場であると捉えている。

5. 仮説および明らかにしたいこと

これまで、自身で不動産賃貸業を営んできた経験から、下記の2つの仮説を設定する。

H1. 収益不動産の『稼働率』は販売時の『価格』に影響を与えている

自身が不動産賃貸業を営んでいる中で、感覚値として稼働率の低い物件は販売価格が低く設定されていることが多いように感じている。今回、収益の機会として着目している点もまさにこの点であり、H1を実証し、その影響度合いについても明らかにできればと考えている。

H2. 物件の『稼働率』は『駐車場の有無』が影響を与える

これも自身の経験則ではあるが、とりわけ地方の物件においては、稼働率に対して駐車場が与える影響が大きいと感じている。車社会である地域は特に、駅からの徒歩分数といった条件よりも駐車場が確保できるのかといった条件を重視する傾向もあるように感じる。H2も実証し、自社が事業を拡大していく際の物件選びにおける判断材料として活用できればと考えている。

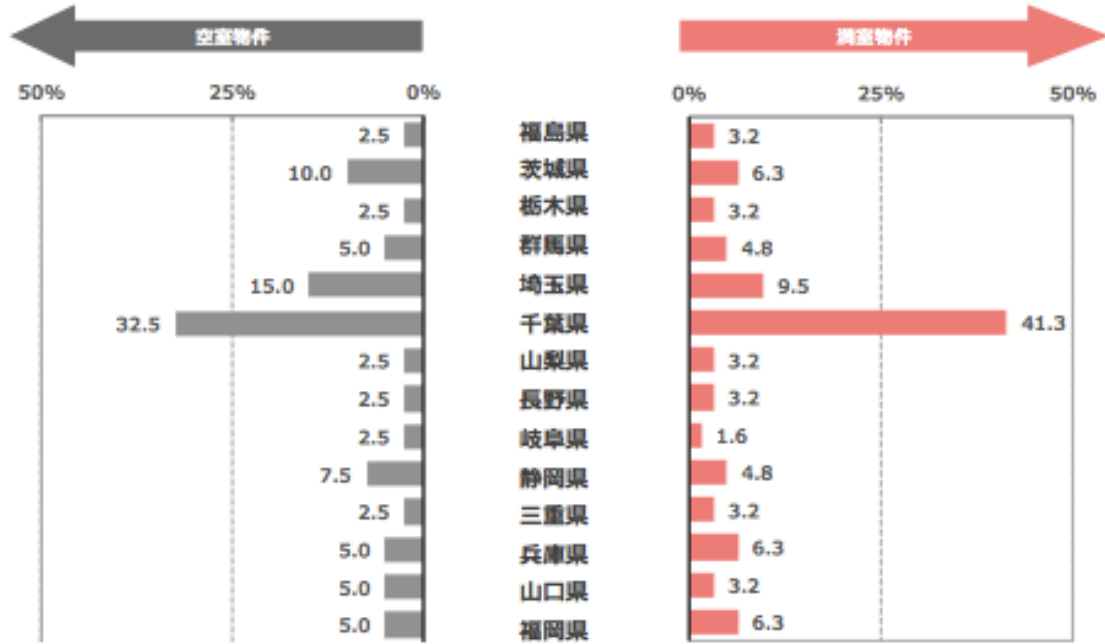
6. リサーチ・デザイン

6-1. サンプルセレクション

以上の仮説をもとに次のようにリサーチ・デザインを構築した。稼働率の違いによる販売価格への影響を実証するにあたり、収益不動産情報サイトである「楽待」「健美家」「クリック不動産」「不動産投資博士」に掲載されていた物件を2016年4月～10月まで収集した。その中から、稼働率が1/3以下の物件と定義した「空室物件」を抽出し、その「空室物件」と同等エリアにある「満室物件」（稼働率が100%の物件）を抽出した。空室物件は40件、満室物件は63件の計103件のサンプルサイズとなり、それぞれの主要項目の構成比は次の通りとなっている。

・エリア

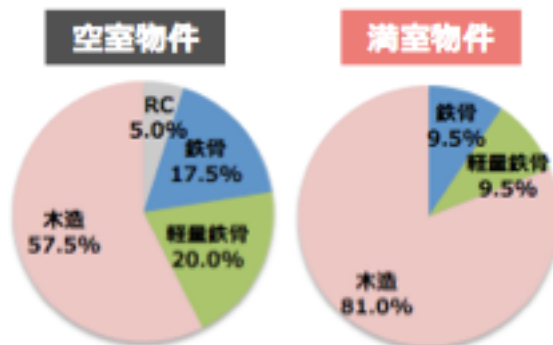
図表 4. 分析対象物件のエリア構成



千葉県が占める割合が最も多くなったが、その他の地域の構成比が極力近くなるように「空室物件」「満室物件」の抽出を行なった。

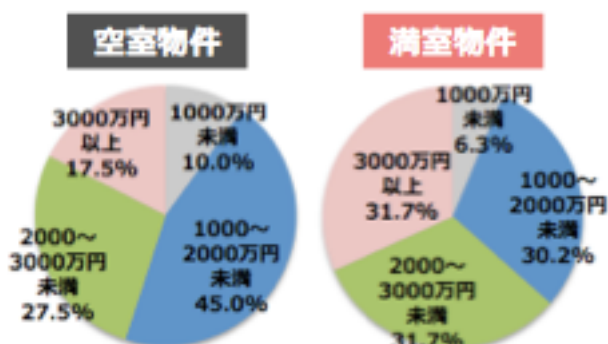
・構造

図表 5. 分析対象物件の構造構成



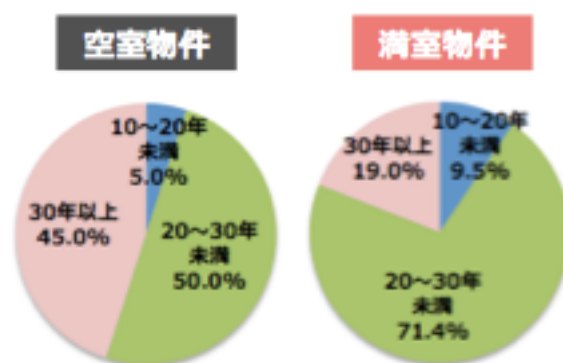
・販売価格

図表 6. 分析対象物件の販売価格構成



・築年数

図表 7. 分析対象物件の築年数構成



抽出の際、物件地域による影響をコントロールすることを重視した関係で、構造・販売価格・築年数の構成には若干の違いはあるが、極力近い構成となるようにサンプリングを行なった。

6-2. 回帰モデル

まず、稼働率による価格差への影響を分析する回帰モデルでは、被説明変数を表面利回りに設定した。販売価格だと物件の規模や間取りによって大きく変動してしまうため、表面利回りが最適であると考え、設定した。

この被説明変数に影響を及ぼす説明変数として、物件の構造、築年数、最寄駅からの徒歩分数、駐車場率、戸あたりの部屋面積、稼働率、戸あたり地価、戸あたり販売価格を入れている。情報の収集が可能であり、物件の価格へ影響が出そうな項目は極力説明変数に入れている。

以上の被説明変数、説明変数を導入した回帰式は、次の通りである。

・モデル1

$$R = \beta_0 + \beta_1 CD + \beta_2 Age + \beta_3 WD + \beta_4 WC + \beta_5 RS + \beta_6 ORD + \beta_7 LP + \beta_8 SP + \varepsilon$$

このモデル式で使用している変数の詳細は次の通りである。

—被説明変数—

R (表面利回り)

満室時の収益性を示した利益率。販売価格で満室時の想定賃料を割っている。

R=満室時想定賃料 (万円) / 販売価格 (万円)

—説明変数—

CD (建物構造ダミー)

建物の構造を RC (鉄筋コンクリート造)、鉄骨造、軽量鉄骨造、木造に分類。その上で木造のものに1、それ以外のものに0のダミー変数を作成した。

Age (築年数)

建物の築年数による変数。建築後に何年経過したかを示した数値。

WD (最寄駅からの徒歩分数)

最寄駅から物件までの徒歩分数。徒歩圏内として検索されることの多い15分圏内を0、15分超のものを1としたダミー変数を作成した。

WC (WD×駐車場率)

最寄駅からの徒歩分数ダミーと物件の駐車場率 (総世帯数で駐車場台数を割ったもの) を掛け合わせた変数を作成。徒歩圏外のものに対しては駐車場の有無が重要になると考えられるため、WDと掛け合わせた変数としている。

WC=WD×駐車場率

RS (戸あたり部屋面積)

1戸あたりの部屋面積を示した変数。簡易的に総世帯数で建物面積を割った数値で作成した。

RS=建物面積 (平方メートル) / 総世帯数

ORD (稼働率)

販売時の稼働率を示す変数。100%稼働の「満室物件」を1、稼働率1/3以下の「空室物

件」を0としたダミー変数を作成した。

LP（戸あたり地価）

1戸あたりの地価を示した変数。総世帯数で路線価ベースの土地評価額を割った数値で作成した。

LP=路線価ベース評価額（万円）／総世帯数

SP（戸あたり販売価格）

1戸あたりの販売価格を示した変数。総世帯数で販売価格を割った数値で作成した。

SP=販売価格（万円）／総世帯数

次に、稼働率向上に寄与する要因についての回帰モデルだが、被説明変数は稼働率に設定している。稼働率は先述の稼働率1/3以下の「空室物件」を0、稼働率100%の「満室物件」を1とした変数を設定した。

この被説明変数に影響を及ぼす説明変数として、物件の構造、築年数、最寄駅からの徒歩分数、駐車場率、戸あたり部屋面積、戸あたり地価、土地面積を入れている。

以上の被説明変数、説明変数を導入した回帰式は、次の通りである。

・モデル2

$$\underline{ORD = \beta_0 + \beta_1 CD + \beta_2 Age + \beta_3 WD + \beta_4 WC + \beta_5 RS + \beta_6 LP + \beta_7 LA} \\ + \varepsilon$$

上記のモデル式で使用している変数の詳細は次の通りである。

－被説明変数－

ORD（稼働率）

販売時の稼働率を示す変数。100%稼働の「満室物件」を1、稼働率1/3以下の「空室物件」を0としたダミー変数を作成した。

－説明変数－

CD（建物構造ダミー）

建物の構造をRC（鉄筋コンクリート造）、鉄骨造、軽量鉄骨造、木造に分類。その上で木造のものに1、それ以外のものに0のダミー変数を作成した。

Age (築年数)

建物の築年数による変数。建築後に何年経過したかを示した数値。

WD (最寄駅からの徒歩分数)

最寄駅から物件までの徒歩分数。徒歩圏内として検索されることの多い15分圏内を0、15分超のものを1としたダミー変数を作成した。

WC (WD×駐車場率)

最寄駅からの徒歩分数ダミーと物件の駐車場率（総世帯数で駐車場台数を割ったもの）を掛け合わせた変数を作成。徒歩圏外のものに対しては駐車場の有無が重要になると考えられるため、WDと掛け合わせた変数としている。

$WC = WD \times \text{駐車場率}$

RS (戸あたり部屋面積)

1戸あたりの部屋面積を示した変数。簡易的に総世帯数で建物面積を割った数値で作成した。

$RS = \text{建物面積 (平方メートル)} / \text{総世帯数}$

LP (戸あたり地価)

1戸あたりの地価を示した変数。総世帯数で路線価ベースの土地評価額を割った数値で作成した。

$LP = \text{路線価ベース評価額 (万円)} / \text{総世帯数}$

LA (土地面積)

土地面積を示した変数。土地面積の自然対数で作成した。

7.分析結果

・モデル1

稼働率による価格差への影響を分析する回帰モデルであるモデル1の記述統計を図表8、相関行列を図表9、回帰分析の結果を図表10に示す。

図表 8. モデル1 の記述統計量

説明変数	サンプルサイズ	最小値	最大値	平均	標準偏差
R	103	6	41	13.57	5.39
CD	103	0	1	0.72	0.45
Age	103	12	51	28.14	7.27
WD	103	0	1	0.53	0.50
WC	103	0	250	44.18	63.38
RS	103	14	83	36.38	14.95
ORD	103	0	1	0.61	0.49
LP	103	25	761	153.16	111.80
SP	103	75	1100	391.52	194.94

図表 9. モデル 1 の相関行列

	R	CD	Age	WD	WC	RS	ORD	LP	SP
R		-.276***	.416***	.257***	-.103	-.041	-.719***	-.300***	-.709***
CD	-.276***		.021	-.195**	-.019	-.092	.254***	-.011	.140*
Age	.416***	.021		-.173**	-.353***	.052	-.269***	.197**	-.246***
WD	.257***	-.195**	-.173**		.654***	.346***	-.145*	-.158*	-.108
WC	-.103	-.019	-.353***	.654***		.467***	.169**	-.023	.159*
RS	-.041	-.092	.052	.346***	.467***		.105	.420***	.471***
ORD	-.719***	.254***	-.269***	-.145*	.169**	.105		.237***	.545***
LP	-.300***	-.011	.197**	-.158*	-.023	.420***	.237***		.641***
SP	-.709***	.140*	-.246***	-.108	.159*	.471***	.545***	.641***	

(***有意水準 1%、**有意水準 5%、*有意水準 10%)

図表 10. モデル 1 の回帰分析

説明変数	予測符号	偏回帰係数	標準化偏回帰係数	t値
Constant term	?	15.720***		9.532
CD	+	-0.707	-0.059	-1.101
Age	+	0.108**	0.146**	2.212
WD	+	1.721**	0.160**	2.191
WC	—	-0.010	-0.117	-1.468
RS	—	0.085***	0.237***	3.206
ORD	—	-3.713***	-0.338***	-5.237
LP	—	0.002	0.051	0.674
SP	—	-0.016***	-0.589***	-6.328
サンプルサイズ		103		
修正済み決定係数		0.746		

(***有意水準1%、**有意水準5%、*有意水準10%)

まず図表 8 の記述統計量より、分析対象の物件の販売時表面利回りは平均で 13.57% となった。空室物件は販売時における表面利回りが高い水準で売りに出ていることが多いのでこのような結果となったと思われる。また図表 9 の相関行列をみると、表面利回りと物件の稼働率の相関係数 (-0.719)、同じく表面利回りと戸あたり販売価格の相関係数 (-0.709) と非常に高い負の相関を示している。表面利回りと物件の稼働率に関しては、自社の収益不動産運営事業における付加価値創出の源泉となり得るポイントであるため、これまでの経験則から考えても納得できる結果となった。

そして、図表 10 の回帰分析結果については、築年数と最寄駅からの徒歩分数が 5%水準で正に有意となった。築年数に関しては、やはり年数が経過し建物や設備が老朽化し修繕費が高むリスクや入居者からの関心をもらえないで空室となってしまうリスクが考慮され表面利回りを押し上げる要因になっていると考えられる。最寄駅からの徒歩分数に関しても、生活の不便さからの空室リスクが考慮され表面利回りを押し上げる要因に

なっていると考えられる。また、最も注目していた稼働率の結果であるが、被説明変数の表面利回りに対して1%水準で負に有意となった。やはり稼働率が高まるにつれて空室による機会損失を被る範囲が減少するため、表面利回りを押し下げる要因になったと考えられる。

・モデル2

次に、稼働率向上に寄与する要因についての回帰モデルであるモデル2の記述統計を図表11、相関行列を図表12、回帰分析の結果を図表13に示す。

図表11. モデル2の記述統計量

説明変数	サンプルサイズ	最小値	最大値	平均	標準偏差
ORD	103	0	1	0.61	0.49
CD	103	0	1	0.72	0.45
Age	103	12	51	28.14	7.27
WD	103	0	1	0.53	0.50
WC	103	0	250	44.18	63.38
RS	103	14	83	36.38	14.95
LP	103	25	761	153.16	111.80
LA	103	4	8	5.64	0.73

図表 12. モデル 2 の相関行列

	ORD	CD	Age	WD	WC	RS	LP	LA
ORD		.254***	-.269***	-.145*	.169**	.105	.237***	-.165**
CD	.254***		.021	-.195**	-.019	-.092	-.011	-.293***
Age	-.269***	.021		-.173***	-.353***	.052	.197**	-.063
WD	-.145*	-.195**	-.173***		.654***	.346***	-.158	.286***
WC	.169**	-.019	-.353***	.654***		.467***	-.023	.333***
RS	.105	-.092	.052	.346***	.467***		.420***	.263***
LP	.237***	-.011	.197**	-.158	-.023	.420***		0.41
LA	-.165**	-.293***	-.063	.286***	.333***	.263***	0.41	

(***有意水準 1%、**有意水準 5%、*有意水準 10%)

図表 13. モデル 2 の回帰分析結果

説明変数	予測符号	偏回帰係数	標準化偏回帰係数	t値
Constant term	?	1.499***		3.628
CD	—	0.177*	0.164*	1.765
Age	—	-0.018***	-0.272***	-2.837
WD	—	-0.280**	-0.287**	-2.359
WC	+	0.002**	0.315**	2.318
RS	+	0.001	0.027	0.234
LP	+	0.001**	0.250**	2.452
LA	+	-0.116*	-0.175*	-1.815
サンプルサイズ		103		
修正済み決定係数		0.249		

(***有意水準1%、**有意水準5%、*有意水準10%)

まず図表 12 の相関行列をみてみると、仮説で設定した駐車場率と戸あたり部屋面積が相関係数が 0.467 と比較的高い正の相関を示している。これは駐車場を完備できる物件は広大な土地を有している場合が多いため戸あたりの部屋面積も広くなるといった要因が考えられるだろう。

そして、図表 13 の回帰分析結果については、建物構造が 10%水準で正に有意となった。筆者は木造よりも鉄骨造や RC 造の方が人気が高く負に有意と出ると予測していたが、逆の結果となった。次に最寄駅からの徒歩分数と駐車場率をみてみると、前者が 5%水準で負に有意となったが、後者では 5%水準で正に有意となった。これは純粹に徒歩分数だけで判断すると駅から遠ければ稼働率にはマイナス影響をもたらすが、駅から遠くても駐車場が完備されていれば稼働率にはプラスの影響を与え得るという可能性を示している。その他、戸あたり地価は 5%水準で正に有意、土地面積は 10%水準で負に有意という結果となった。戸あたり地価に関しては、やはり地価が高いということは立地が良い可能性が高いので、一般的な感覚から考えても十分納得できる結果となっている。

8.結論

以上の結果から次のことが言えると結論づける。

「空室物件を稼働させることで、表面利回り約3.7%分の価格差を生み出すことができる」この価格差が事業を行なっていく上で自社が生み出せる付加価値であり、収益の源泉となり得ると判断する。具体的な数値に置き換えて考えてみると、以下のようなシミュレーションができる。

図表 14. 価格シミュレーション



上記の通り、表面利回り約3.7%分の価格差を生み出せるとした場合、2000万円で表面利回り15%の空室物件を取得したケースでは、売却時に654万円という3割を超える付加価値を創出できることになり、事業として十分なキャピタルゲインを得られる可能性があるという結果となった。

また、稼働率向上に寄与する要因についての回帰モデルに関しても、「駅近という条件は必須ではなく、駐車場を完備することで補完できる」という結論に至った。このことは物件取得時の判断材料として十分に活用できるものだと考えている。

9.稼働率向上を図るために

これまで、物件が持つ諸条件を中心に実証研究を進めてきたが、筆者の経験上、同じようなポテンシャルの物件であっても「経営の仕方」によって稼働率は大きく変動すると考えている。

筆者の所有している物件の事例を簡単に紹介すると、埼玉県某所にある築28年の木造アパートであり、洗濯機置き場は外廊下、3点ユニットバスというお世辞にも魅力的な物件とは言い難いものであった。そのため、取得時の稼働率は30%となっており、加えて同地域内には同じようなタイプのアパートが乱立しており、地元の不動産会社からは「この地域では7割埋まれば御の字」だと言われていた。

しかし、以下のような施策を実施していったことで、2016年12月現在、満室で稼働

している。行なった施策は主に次の通りである。

- ・リノベーション
- ・賃料最適化
- ・入居者ターゲットの変更
- ・リーシング営業
- ・入居者紹介キャンペーン

また、筆者の事例ではないが、福岡県の昭和 55 年築の物件は、高齢の管理人がリフォームも含めてすべての業務をひとりでこなしていたため、隅々まで手が回らず問合せがきても「案内できる部屋はない」と入居を拒否している状態となっており、稼働率が 55%という水準だった。その後、すべての部屋に最低限のリフォームをしたことで半年後には申し込みベースで満室という状態まで変貌した。その他にも、なかなか稼働率が向上しない物件でも家電付きのプランを導入したことで満室を達成するなど様々な事例が存在する。

これら事例が示す通り、同じ条件の物件であっても、経営の仕方次第で稼働率は大きく変化する可能性がある。本研究で実証した稼働率向上による価格差（付加価値）の創出の肝となる稼働率の向上に向けて、物件目利き、運営手腕の両軸でノウハウを蓄積していくことで自社の事業の成長に繋がると考えている。

■参考文献

- [1] Clayton J. D., Geltner, S. W., Hamilton, (2002), "Smoothing in Commercial Property Valuations: Evidence from Individual Appraisals," *Real Estate Economics*, 29(3), pp.337–360.
- [2] Geltner, D. (1997), "The use of appraisals in portfolio valuation and index," *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 15, pp.423–445.
- [3] Lee, N. J., T.N. Seslen, and C. Wheaton (2010), "Do House Price Levels Anticipate Subsequent Price Changes Within Metropolitan Areas?" available at: <http://economics.mit.edu/files/2336>
- [4] Shimizu, C and K.G.Nishimura (2006), "Biases in appraisal land price information: the case of Japan," *Journal of Property Investment & Finance*, 24(2), pp. 150- 175.
- [5] 小林秀二, 福井義高 (2003) 不動産投資における「見落とされた」リスク:1
- [6] 清水千弘(2015) 『空き家はどのように生まれるのか? -Why Do Vacant Homes Zombie Born?-』麗澤学際ジャーナル 第23巻
- [7] 刈谷武昭 (2003) 『不動産金融工学とは何か -リアルオプション経営と日本再生- 』東洋経済新報社
- [8] 才津康隆 (2016) 『CF 不動産投資』サンライズパブリッシング

■謝辞

本論文の作成にあたり、終始親身になってご相談にのって下さり、丁寧にご指導賜りました村上裕太郎准教授に深く感謝の意を表します。実際に会社を興しながら研究を進めていくことにも優しく背中を押していただきました。統計学の理解も十分ではなかった私が実証研究まで落とし込むことができたのもご指導のおかげです。

また、副査である小幡績准教授、山本晶准教授にも多方面からのアドバイスはもちろんのこと、ビジネスも応援いただけたこと、心より御礼申し上げます。

さらに、東北大学の黄耀偉助教授にも定量分析についてご指導いただきましたこと感謝致します。

そしてゼミのメンバーである小野寺さん、木戸さん、古手川さん、斎藤さん、玉木さん、丁さん、吉田さんにも大変お世話になりました。家業を継ぐメンバー、起業を目指すメンバーが多く、日々の議論を通して刺激と、大きな学びを得ることができました。

最後に、KBS 進学に際し、快く後押しをしてくれた母と多大な支援をいただいた義父母、いつも私を支え前向きな気持ちにしてくれる妻さとみに感謝の意を評します。

以 上