日本の主要都市におけるリーマンショック前・後の不動産投資指標（Cap Rate)変化

京都大学大学院工学研究科
都市社会工学専攻
越知昌賜

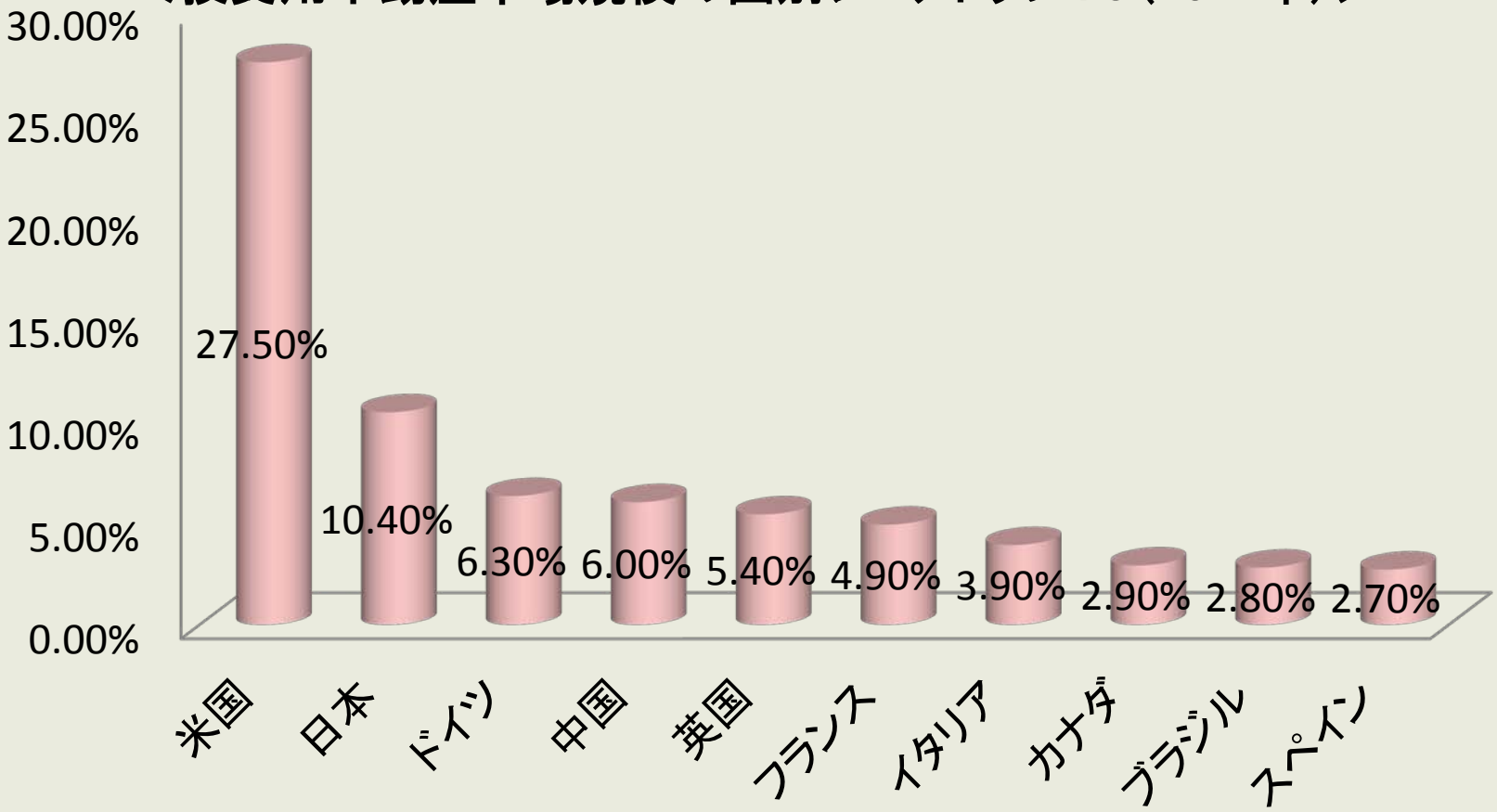
日本の不動産市場概況

1. 日本の不動産投資市場のポジショニング
2. 投資対象不動産（証券化対象不動産における比率）
3. 投資対象エリア
4. リターンの推移
5. 投資家とレンダーのスタンス

1．日本の不動産投資市場のポジショニング

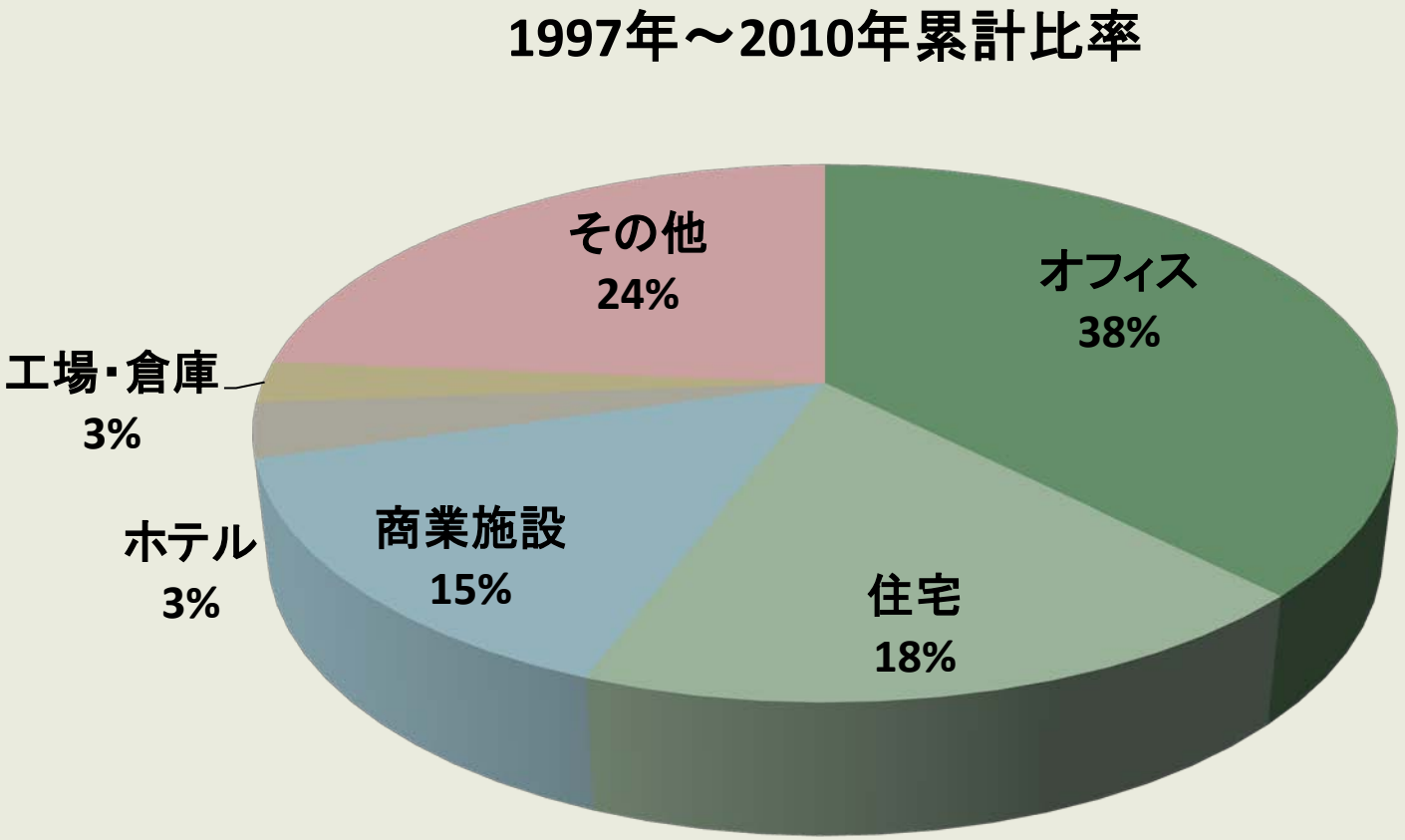
・日本の市場規模は世界で2番目（10.4%）
・アジアの不動産市場では約40%を占める

＜投資用不動産市場規模の国別シェアトップ10（2011年）＞



＊NOR　日本の不動産市場　2012　（PWC　2011）

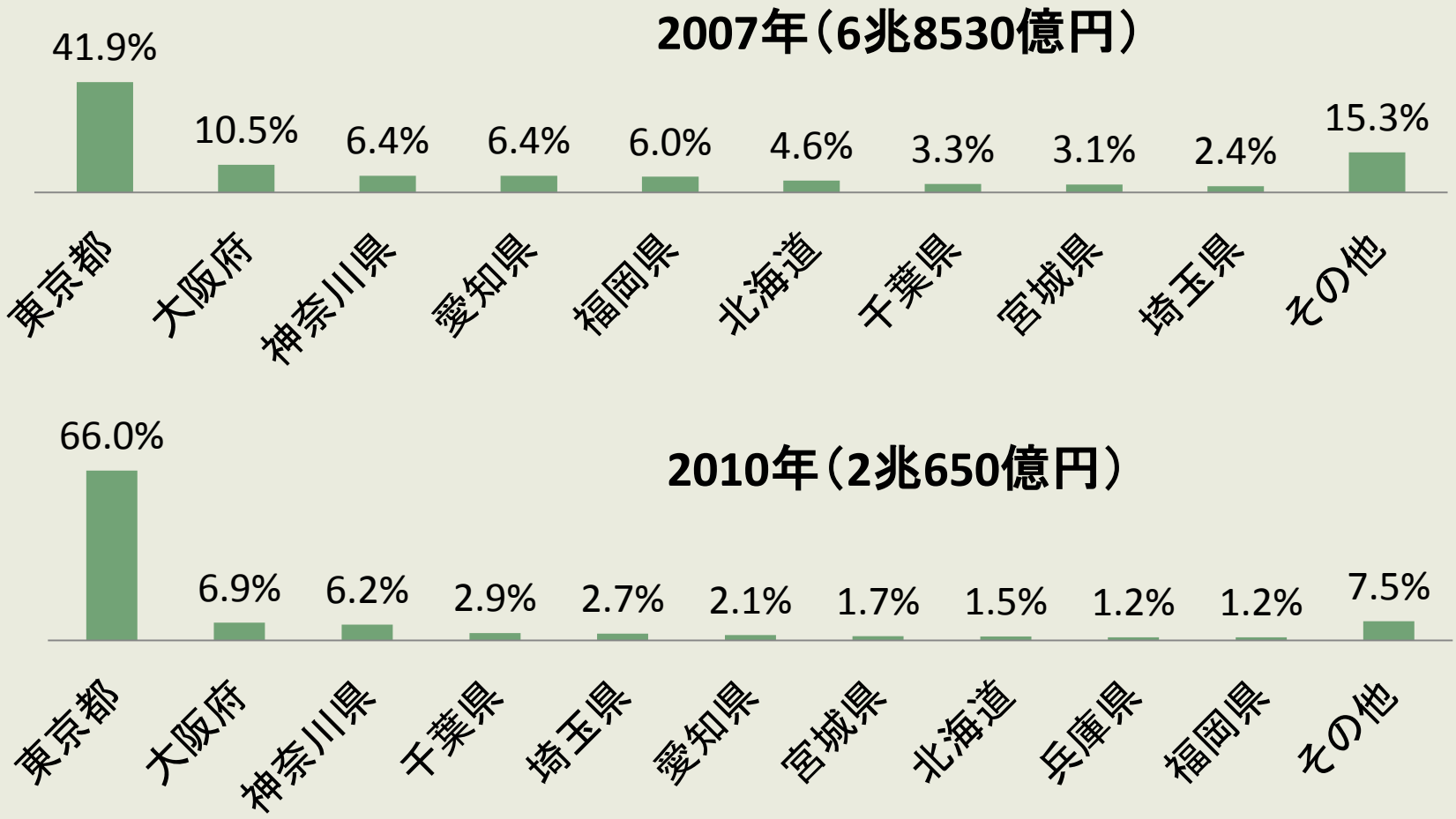
2. 投資用不動産(証券化対象不動産)の種別比率



＊国土交通省　不動産証券化の実態調査より

3. 都道府県別の証券化不動産投資実績比率

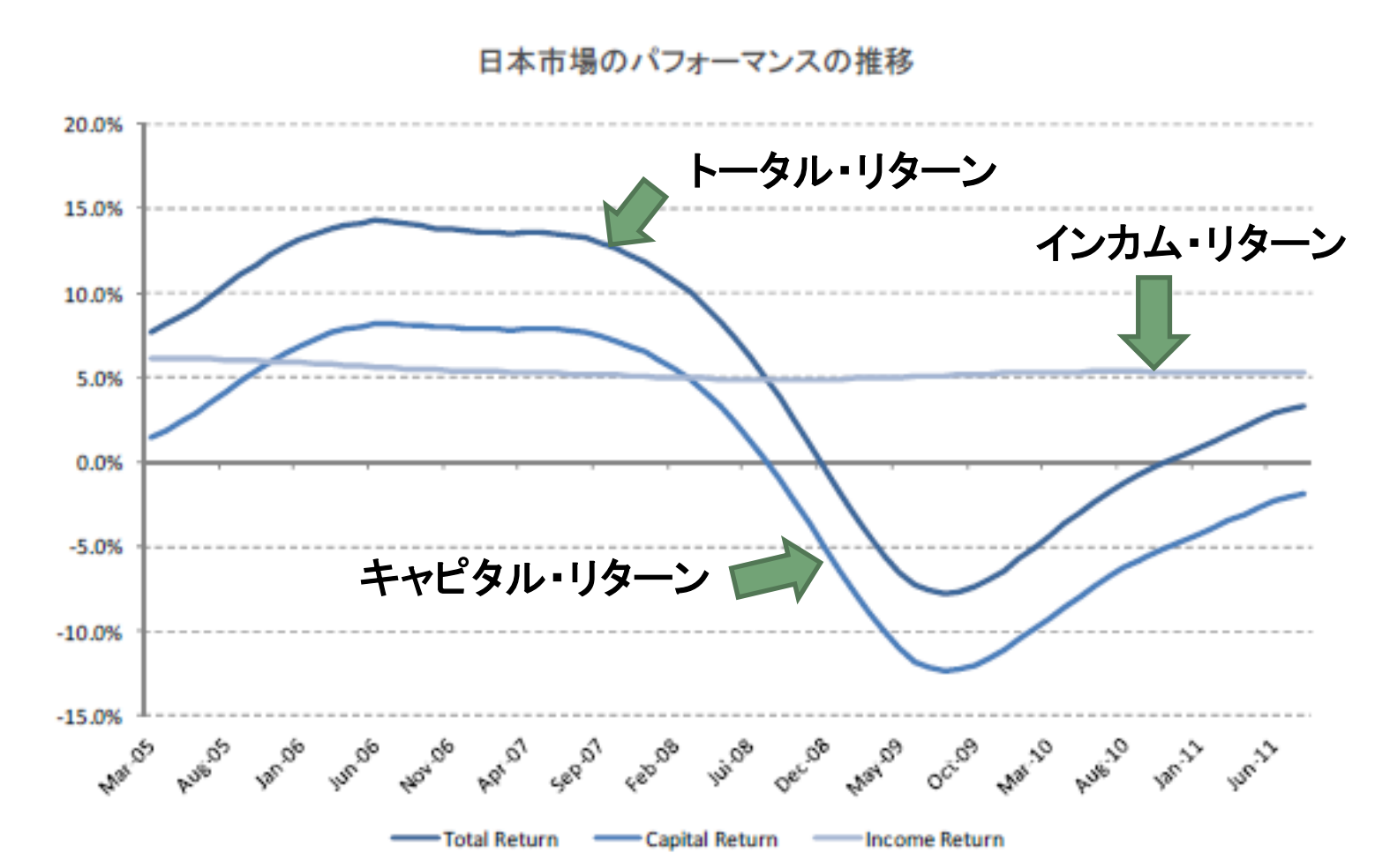
出所:国土交通省　不動産証券化の実態調査より



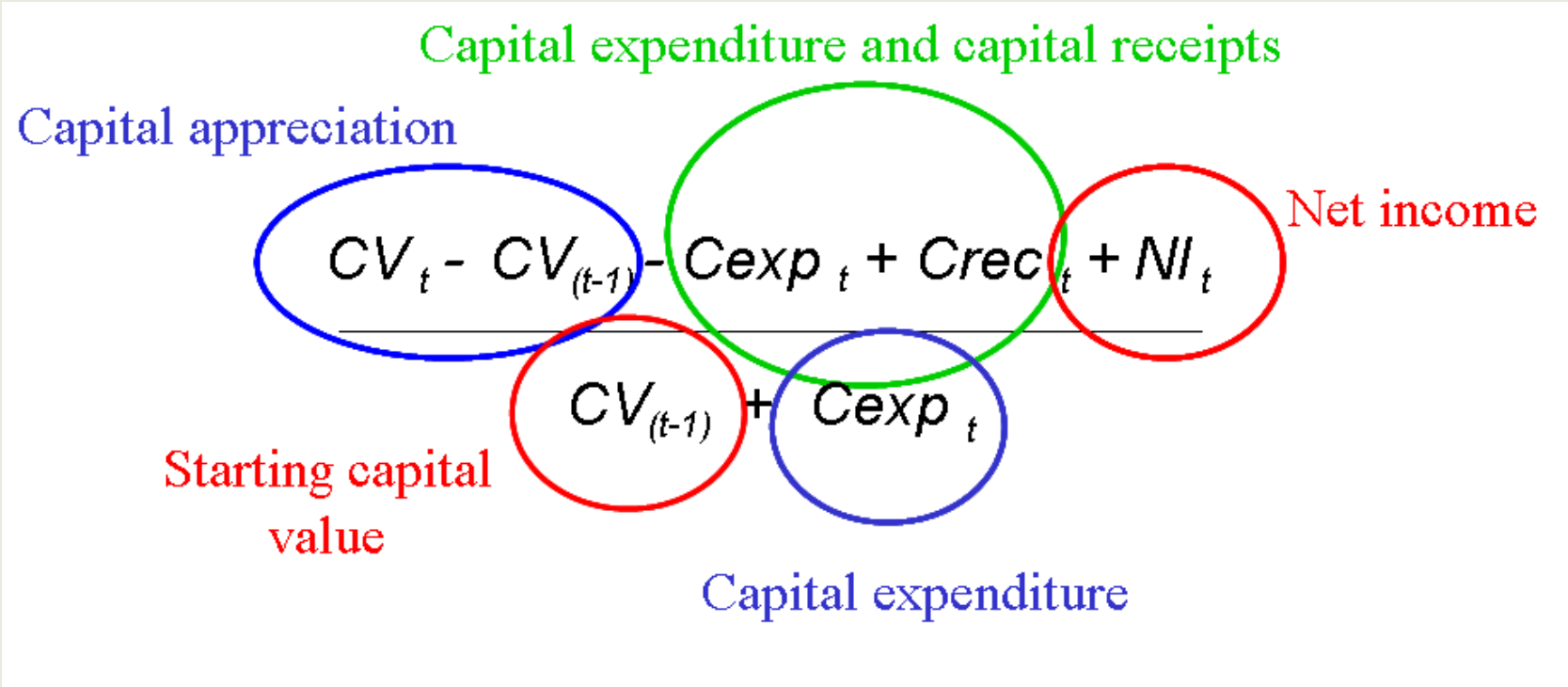
リーマン・ショック後、東京以外の投資が後退し首都圏の比率が増加。
2010年で約8割を占める

4. リターンの推移

・インカム・リターンは5%の水準で維持（今後の賃料更改が課題）
・2009年夏以降キャピタル・リターンの下落に歯止め。上昇に転じる



＊出所：NOR　日本の不動産市場　2012


Capital expenditure and capital receipts
Capital appreciation
Net income
$CV_t - CV_{(t-1)} - Cexp_t + Crec_t + NI_t$
$CV_{(t-1)} + Cexp_t$
Starting capital value
Capital expenditure

５．投資家とレンダーのスタンス

＜投資家＞

日本の不動産投資プレイヤー

- 不動産投資信託（REIT）
- プライベート・エクイティ・ファンド
- 不動産会社（ディベロッパー）
- 生命保険会社
- 各国政府系投資公社（GIC，ADIA等）
- 年金基金
- 商社
- 企業、個人

５．投資家とレンダーのスタンス

＜投資家＞

なぜ欧米等の機関投資家が日本の不動産に投資するのか？

１．ローリスク（ローリターン）＝インカムリターンが低位安定＆キャピタル・リターンの変動幅が少ない

　→投資ポートフォリオの「安全パイ枠」に充当

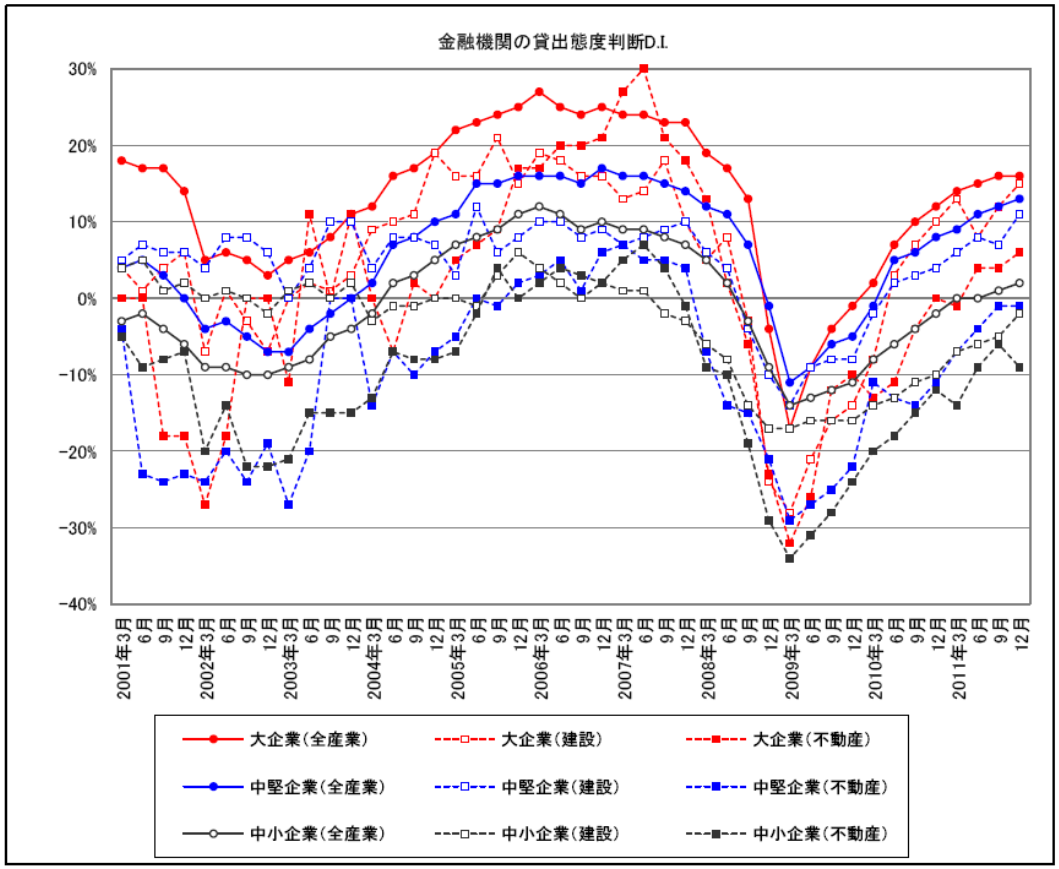
２．2008年までは、超低金利によるレバレッジ効果

３．リーマンショック前までは適度な為替レート

　→2010年以降の円高水準は円高買い・円安売りのリスク

⇒２、３の事由により現在は欧米系投資家のプレゼンス後退

＜レンダー＞



出典：日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

- 金融機関の不動産向け貸出態度DIは2009年1st Qを底に徐々に柔軟になりつつあるが、大企業向け以外はネガティブスタンスである
- 外資系金融を主体としたメザニン融資は減少
- LTVは2007年の70-90%水準から50－70%へ低下している

日本の主要都市におけるリーマン・ショック前後の不動産指標（Cap Rate）変化

1. Cap－Rateとは
2. 投資不動産のValueはどのように決められるか
3. オフィス（主要都市比較、京都、神戸）
4. 商業
5. 住宅
6. 不動産投資の分析手法

Cap-Rate とは?

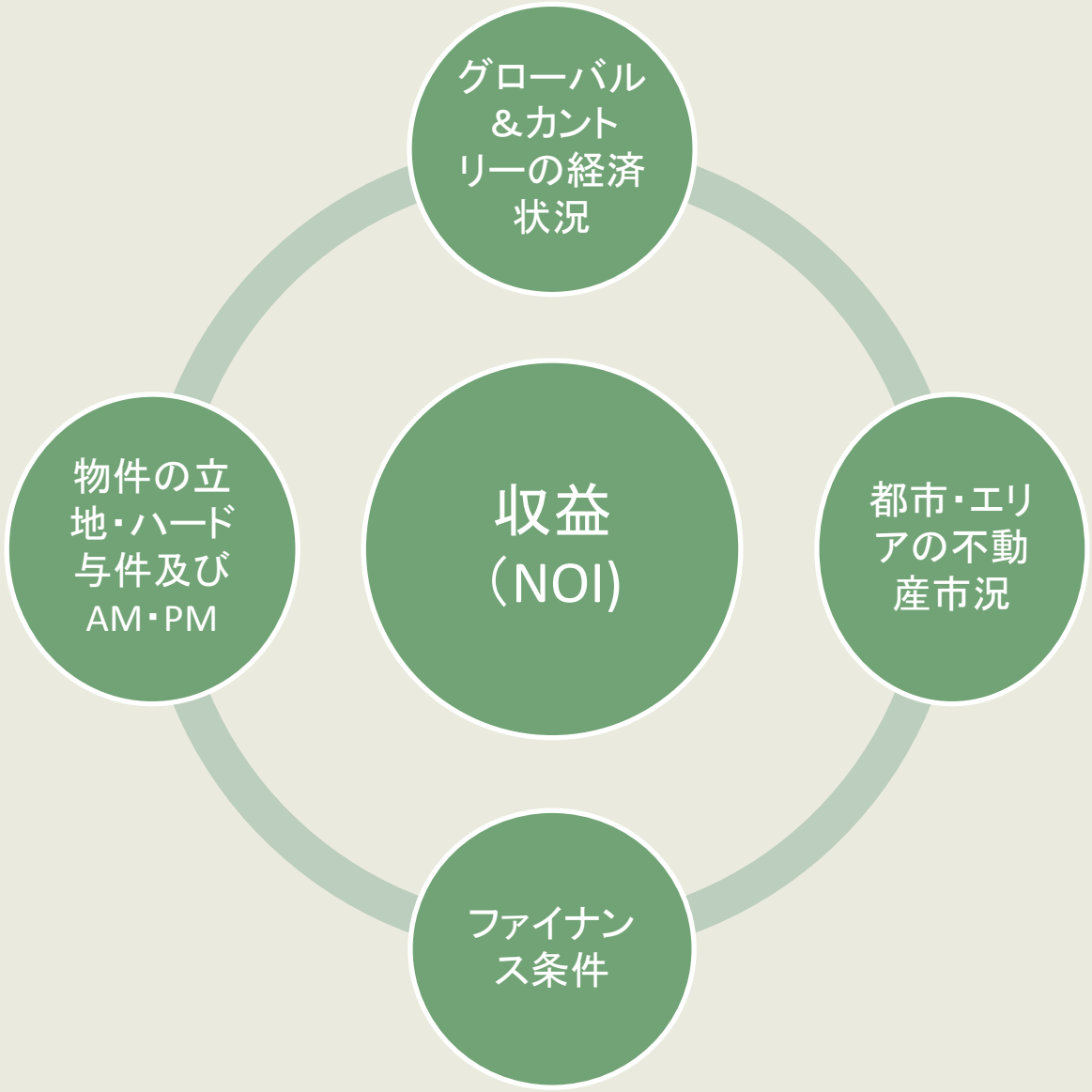
- Cap Rateとは、不動産が生み出す収益から当該不動産の価格を求める時に用いられる利回り。投資家にとっての投資対象不動産の期待利回りとなる。

$$\text{Capitalization Rate} = \frac{\text{annual net operating income}}{\text{cost (or value)}}$$

- 不動産のIndexとして、該当する不動産の マーケット・ヴァリューを判断する指標として使われる

  例えば、「大手町のAクラスオフィスビルは現在Cap X %で取引きされている」等。

「Value」はどのように決められるか？

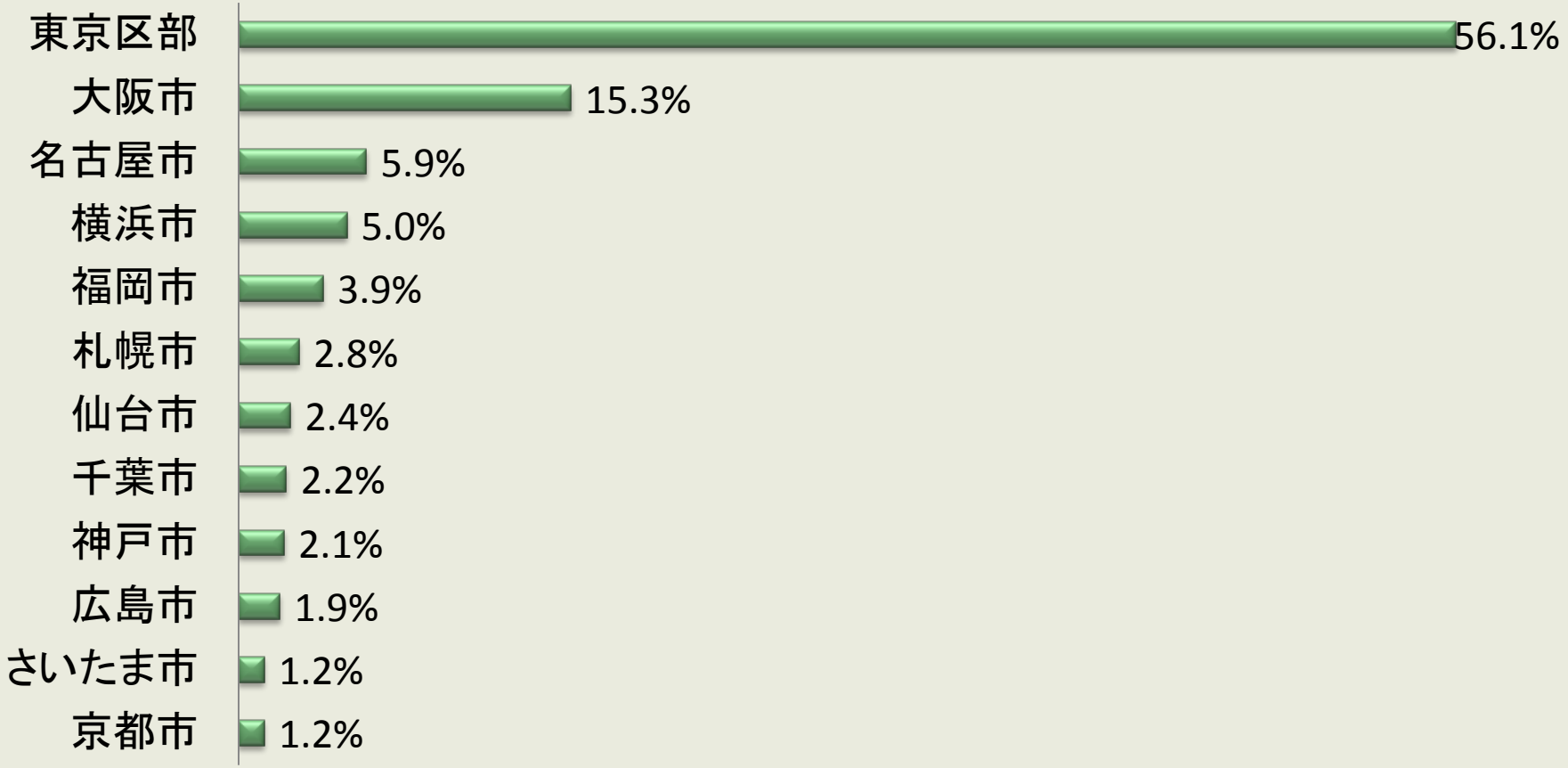


対象都市・エリアの不動産市況	・ 需要と供給（新規開発ポテンシャル） ・ 現状賃料・賃料上昇率（又は下落率） ・ 空室率
ファイナンス条件	・ LTV（Loan to Value）、LTP（Loan to Purchase） ・ 貸出金利（Spread） ・ 融資期間、DSCR等その他条件
物件の立地・ハード与件、AM/PM	・ 基本スペック（構造、設備、プラン、内装）、遵法性 ・ 立地 ・ ER（長期修繕コスト、耐震値、環境・土壌など） ・ AM/PMによる改善ポテンシャル
経済状況（出口戦略）	・ 投資時期、売却時期の見極め（経済動向） ・ Entry＆Exitキャップ ・ 為替

オフィス

日本の賃貸オフィス市場

主要12都市における2009年の賃貸面積シェア*JREI 2009 Data



- 主要12都市の賃貸可能なオフィス総面積は約8800万㎡
- 東京区部が56.1%を占める。首都圏シェア84.5%、大阪圏18.6%

主要都市における空室率・賃料の変化
(Office buildings in CBD)

Miki Shoji Office Report　2007　2010

	2007年		2010年			
	空室率	賃料/月坪	空室率	空室率差異	賃料/月坪	賃料差異
札幌	7.94%	10,500	11.50%	+3.56%	8,338	-¥2,162
東京	2.65%	21,998	8.9%	+6.25%	17,585	-¥4,413
名古屋	6.50%	11,313	12.91%	+6.41%	11,110	-¥203
大阪	4.71%	12,882	11.88%	+7.17%	11,957	-¥925
福岡	8.08%	9,898	14.72%	+6.64%	9,557	-¥341

＊Vacancy in Sendai：2007:8.78%、2010:19.41%

主要都市のクラスAビルにおけるCap Rate 変化

The Japanese Real Estate Investor Survey by **Japan Real Estate Institute (JREI)**

	Oct. 2007		Oct. 2010		2007/2010	Apr.2012
	Expected Cap Rate	Market Cap Rate	Expected Cap Rate	Market Cap Rate	Variance (Market Cap)	Market Cap
札幌	5.7%	5.4%	7.0%	6.8%	+1.4%	6.8%
東京	4.5%	4.2%	5.2%	5.0%	+0.8%	4.9%
名古屋	5.0%	4.7%	6.4%	6.2%	+1.5%	6.2%
大阪	5.0%	4.5%	6.0%	5.9%	+1.4%	5.8%
福岡	5.3%	5.0%	6.5%	6.4%	+1.4%	6.4%

Definition of Class A office building is defined by JREI in terms of location, design, construction, materials and equipment, management, tenants, and amenities.

丸の内･大手町地区におけるCap Rate 変化

The Japanese Real Estate Investor Survey **Japan Real Estate Institute (JRES)**

	Oct. 2007	Oct. 2010	Apr. 2012
Expected CAP	3.8%（4.5%）	4.5%（5.2%）	4.5%
Market CAP	3.5%（4.2%）	4.2%（5.0%）	4.2%
想定借入割合	70%	60%	60%
借入金利	2.0%	2.4%	2.0%

＊（ ）内は東京平均値

Capは安定したが、東京ビジネス地区における空室率上昇・賃料低下は継続

空室率：8.9%（2010）→9.23%（Apr. 2012）

賃料：17,585円/月坪（2010）→16,771円/月坪

→背景には新築オフィスビルの大量供給。2012年に完成する延床1万㎡以上のオフィスビルは、

「　28棟、244万㎡　」

京都のオフィスマーケット

Real Estate Index comparison to other major cities

京都ビジネス地区における空室率・賃料の変化

	2007年		2010年			
	空室率	賃料/月坪	空室率	(Differences)	賃料／月坪	(Difference)
東京	2.65%	¥21,998	8.90%	(+6.25%)	¥17,585	(-4,413)
大阪	4.71%	¥12,882	11.88%	(+7.17%)	¥11,957	(-925)
京都	7.33%	¥12,613	11.87%	(+4.54%)	¥12,096	(-517)
福岡	8.08%	¥9,898	14.72%	(+6.64%)	¥9,560	(-338)

- 福岡の2007から 2010 のオフィス床供給は約29万㎡
- 一方、京都における同期間の床供給は約6.6万㎡

Miki Shoji office report

京都クラスAオフィスビルCAP　Rate変化

＊Japan Real Estate Institute　2007年10月、2010年5月　ビジネス地区　Aクラスビル

	Expected CAP		Market　CAP		
	2007年	2010年	2007年	2010年	Apr. 2012
東京	4.5%	5.2%	4.2%	5.0%	
大阪	5.0%	6.0%	4.5%	5.9%	
京都	—	6.5%	—	6.5%	6.5%（Exp,Mar）
福岡	5.3%	6.5%	5.0%	6.4%	

- 2010年までキャップ調査なし
- ４都市の中では最も高いCap
- Expected cap and Market cap が同じ＝低い競合性

→ Quiet　マーケット（需要と供給の低位安定）

→アビトラージュの低い投資マーケット＝投資家の優先度が低い

神戸市のオフィスマーケット

Real Estate Index comparison to other major cities

神戸の不動産マーケット（空室率・賃料）

三鬼商事オフィスレポート

	2007年		2010年	
	空室率	賃料／月坪	空室率	賃料／月坪
東京	2.65%	21,998円	8.90%	17,585円
大阪	4.71%	12,882円	11.88%	11,957円
神戸	8.70%	12,012円	13.19% （+4.49%)	11,458円 (-554円)
福岡	8.08%	9898円	14.72%	9,560円

- 2007年―10年の福岡ビジネス地区のオフィス新規供給量が約29万㎡に対し、神戸は僅か0.9万㎡
- その結果2010年の神戸の空室率は福岡より1.5%低く、新規供給が少ないため、賃料水準も高止まり
- 神戸市の2010年6月のゾーン別空室率は三宮エリア14.2%、元町11.7%、神戸ハーバーランド27.1%。ハーバーランド地区は収益不動産のマーケットとして不適格

神戸の不動産マーケット（CAP　Rate）

	Expected CAP		Market　CAP	
	2007年	2010年	2007年	2010年
東京	3.8%	4.5%	3.5%	4.2%
大阪	5.0%	6.0%	4.5%	5.9%
神戸	5.5%	6.7%	5.3%	6.5%
福岡	5.3%	6.5%	5.0%	6.4%

＊日本不動産研究所　2007年10月、2010年5月　ビジネス地区　Aクラスビル

- 東京と神戸のMarket CAPの差は2007年時に1.8%であったものが、2010年には2.3%に拡大。投資家の神戸オフィス・マーケットへの評価はより厳しくなっている（東京と神戸にNet Profit (EBITDA)が10億の同一物件があったとすると、2010年のCapでは東京238億円に対し、神戸153億となる）

レンダーの見る神戸オフィス･マーケット評価

＜LTV＞

- 2007年ピーク時の東京ビジネス地区、Aクラスオフィスビルで70－90%、2010年現時点で50－70%
- 2007年大阪ビジネス地区、Aクラスビルで70―80%、2010年現時点で50－55%
- 神戸のLTV情報は公開された過去データ、直近取引事例が少なく確認出来ないが、外資系ファンドのファンドマネージャー情報では、 LTPは大阪と同等か若干下回る模様。しかし多くのレンダーは神戸での融資に消極的

＜Spread＞

- 現時点で東京ビジネス地区、Aクラスビルのspreadは100－150bps、大阪ビジネス地区、Aクラスビルで150－250bpsとなる
- LTP同様神戸のデータはないが上記大阪物件のspreadを上回る可能性が高い

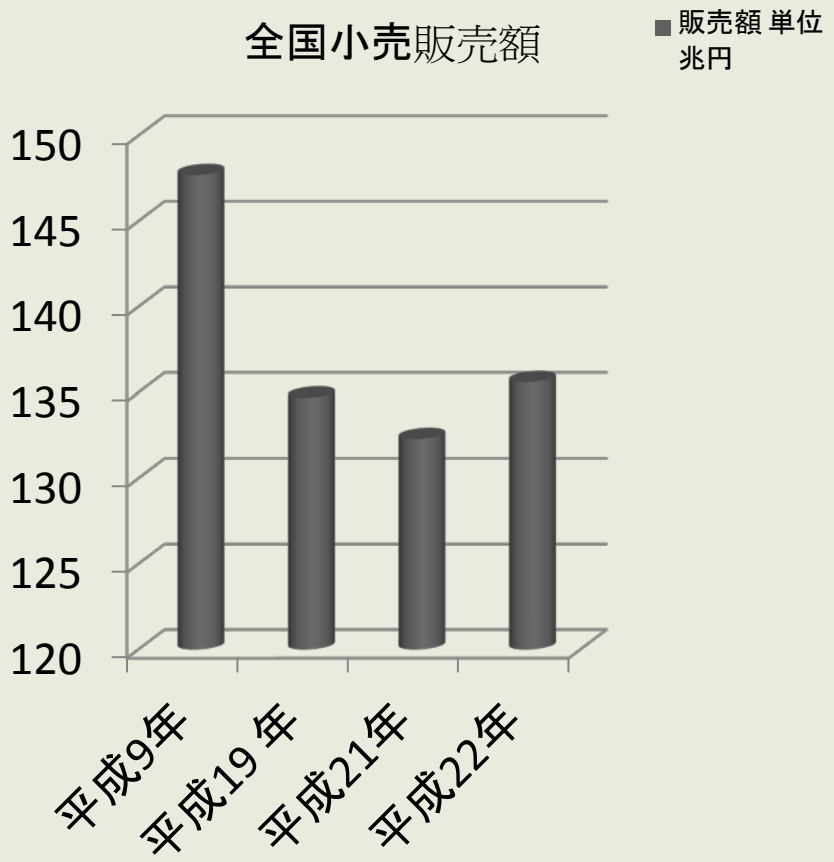
神戸の不動産に対する投資家のマーケット評価

- 空室率が好況時においても9％近い数値となっているのは需要の弱さを示している
- また常態化した空室率の高さは賃料上昇圧力を弱めるため、投資家側のアップサイドシナリオが成立しにくい
- LTPやSpread等レンダーの融資条件は大阪エリアと大きな差は見られないが、不況時における神戸への融資姿勢は消極的となる傾向がある
- グローバル企業の期待するスペックに該当する高質なオフィスビル床が少ない（新規供給が少ないことも要因）
- 不況時のマーケット・キャップ下落率が高く、経済変動による損失リスクを懸念

→比較した4都市の中では投資優先順位が低い

商業

小売マーケットの状況



経済産業省による商業統計

全国小売業の年間販売額は平成9年の147.7兆円をピークに下がり続け、

平成19年134.7兆円

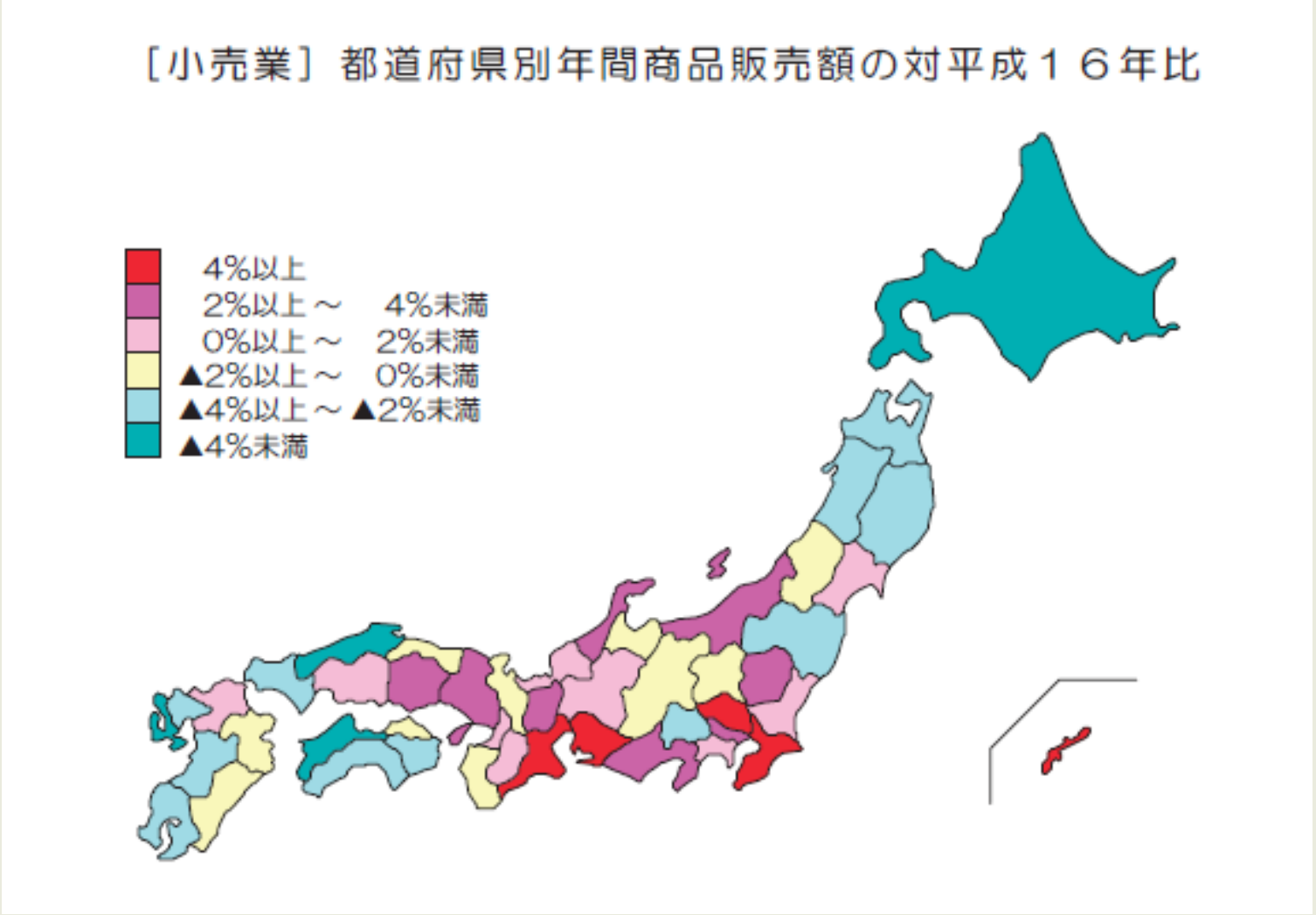
平成21年132.3兆円

平成22年135.6兆円

となっており、経済の停滞や人口減少の影響を受け販売額は横ばいの状況が続いている。

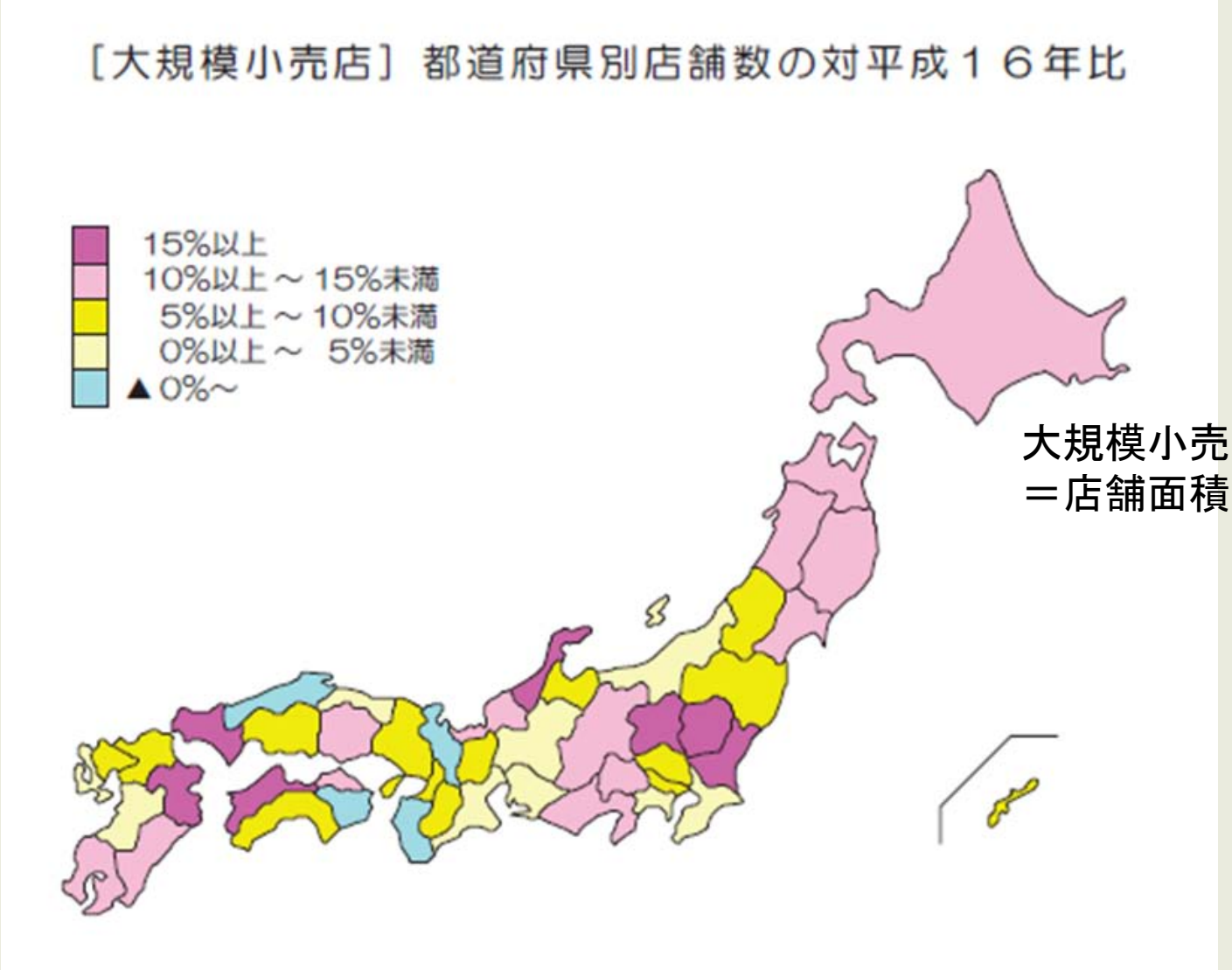
小売業の状況：平成16年度（2004年）と21年度（2009年）の比較

経済産業省商業統計　平成21年度版より



小売業の状況：平成16年度（2004年）と21年度（2009年）の比較

経済産業省商業統計　平成21年度版より



大規模小売店
＝店舗面積1,000㎡超

主要都市における商業施設のCap　Rate変化

The Japanese Real Estate Investor Survey **Japan Real Estate Institute (JREI)**

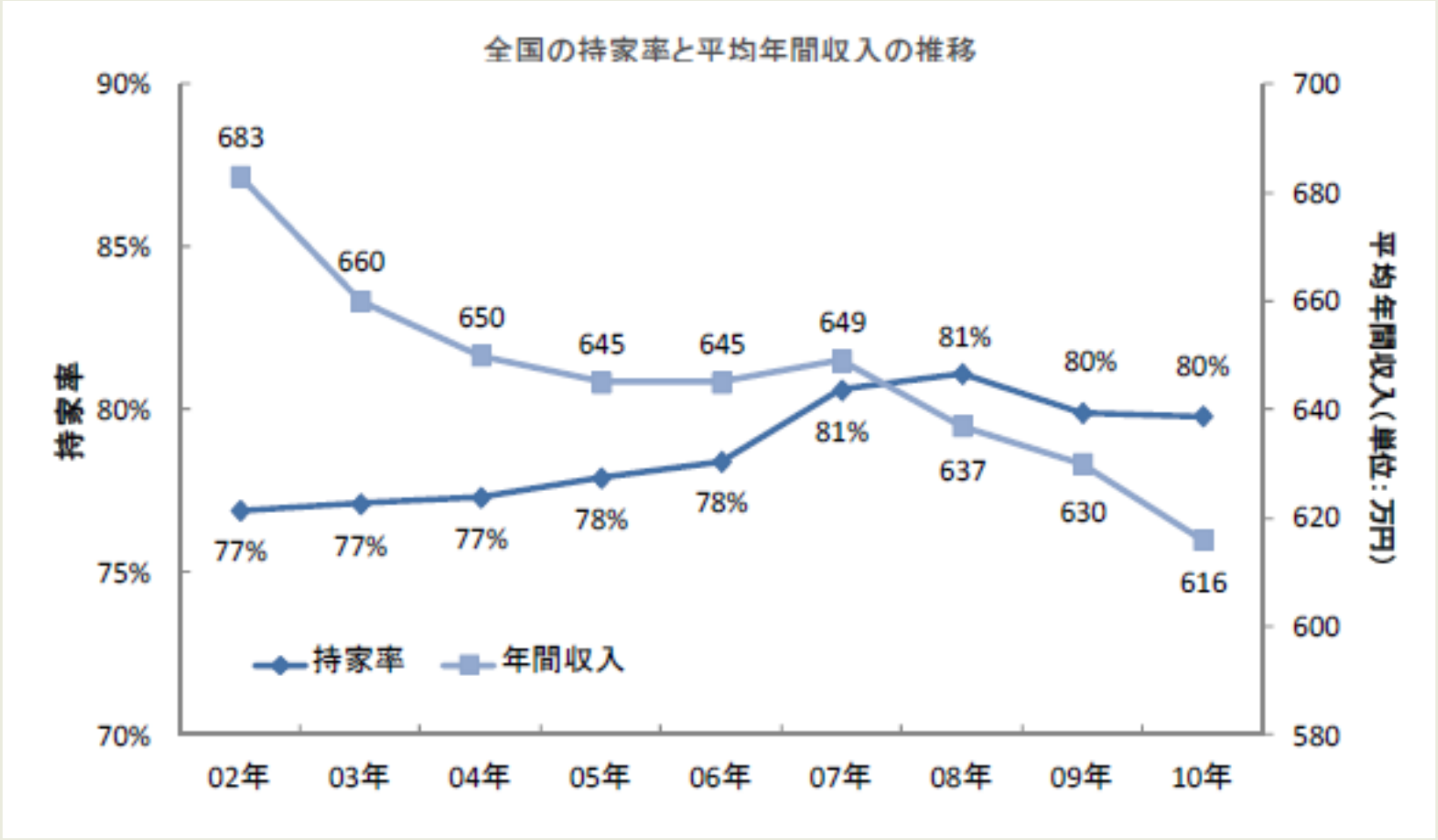
	Oct. 2007		Oct. 2010		2007/2010	2007/2010
	都心型専門店	郊外型SC	都心型専門店	郊外型SC	都心専門店差異	郊外型SC差異
札幌	5.8%	6.5%	7.0%	8.0%	＋1.2%	+1.5%
東京	4.0%	5.5%	4.8%	6.8%	＋0.8%	+1.3%
名古屋	5.2%	5.8%	6.4%	7.1%	＋1.2%	+1.3%
大阪	5.0%	5.7%	6.0%	7.0%	＋1.0%	+1.3%
福岡	5.4%	5.9%	6.5%	7.5%	＋1.1%	+1.6%

住宅

主要都市における賃貸住宅のCap　Rate変化

The Japanese Real Estate Investor Survey **Japan Real Estate Institute (JREI)**

	Oct.　2007		Oct. 2010	
	ワンルーム	ファミリー	ワンルーム	ファミリー
札幌	6.0%	6.0%	7.5%	7.6%
東京	5.1%	5.2%	5.7%	5.8%
名古屋	5.5%	5.5%	6.9%	7.0%
大阪	5.5%	5.5%	6.7%	6.8%
福岡	5.7%	5.8	7.0%	7.0%
京都	—	—	7.0%	7.0%



出所：NRI　日本の不動産市場2012

物流

主要都市における物流施設・倉庫のCap Rate変化

The Japanese Real Estate Investor Survey **Japan Real Estate Institute (JREI)**

	Oct. 2007		Oct. 2010	
	シングル テナント	マルチ テナント	シングル テナント	マルチ テナント
東京	5.5%	5.5%	6.0%	6.0%
名古屋	6.0%	6.0%	7.0%	7.0%
大阪	6.0%	6.0%	6.8%	6.8%
福岡	—	—	7.0%	7.0%

上記Capは湾岸部立地施設
シングルテナントは延床5,000㎡程度（2007）、10,000㎡程度（2010）残存契約期間10年以上
マルチテナントは延床20,000㎡程度（2007）、延床50,000程度（2010）、複数のトラックバース有

不動産投資の分析手法

投資Value評価のプロセス

Investment Summary（投資分析の総括）

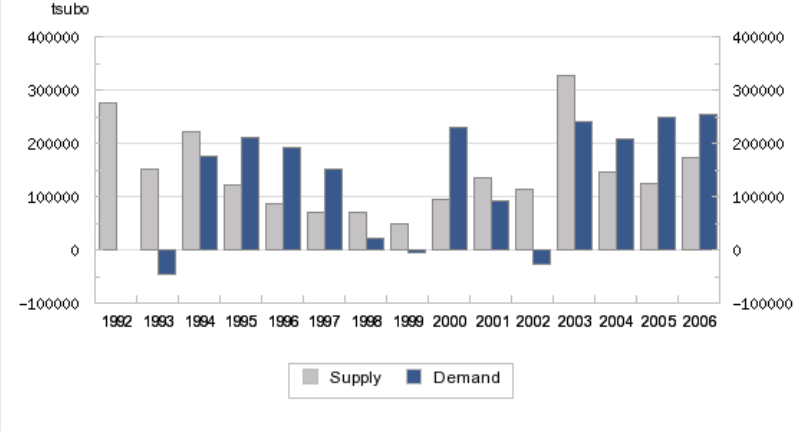
	JPY Million	USD Million
Property Price	*	*
Acquisition Costs*	*	*
Loan Financing Costs (72% LTV)**	*	*
Initial Capital Expenditures	*	*
Finance Fee	*	*
Operating Cash Flow	*	*
Total Investment Amount	*	*
Debt – 72% @ 1.95% p.a.	*	*
Equity Required (Fund Level)	*	*
Cash-on-cash yield	**4.8%**	
Exit Price	*	*
Holding Period	**48 months**	
Exit Cap Rate (%)	**3.2%**	
Stabilised NOI Over Property Price	**4.1%**	
IRR – Unleveraged	**11.8%**	
IRR – Leveraged	**23.8%**	
Gross Fund IRR	**20.8%**	
Equity Multiple	**2.13x**	

調査・分析1：SWOT　Analysis

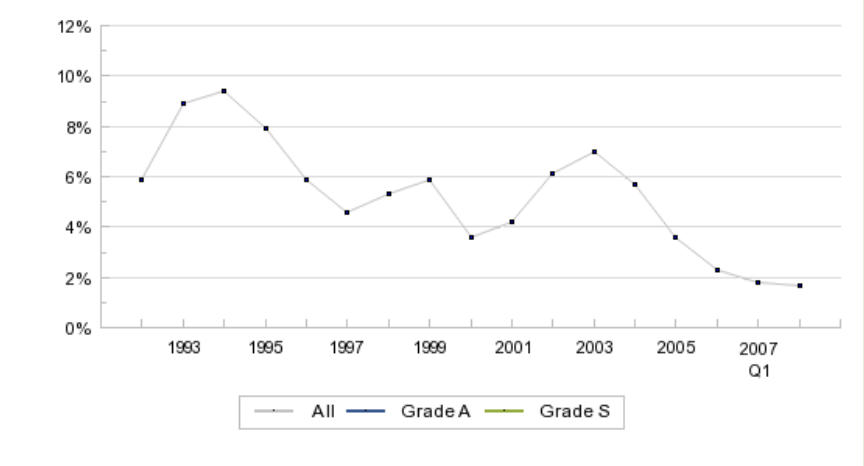
Strengths	Weaknesses
• High grade building structure; • The only A class building along the popular ; • Large standard floor plate and high ceiling; • Critically acclaimed office building for its unique and refined design; and • Well known office building in giving extra sentimental value. **競合上の優位性等**	• Not located in a prime office area which may have less appeal for some tenants; • The floor configuration allows only a single tenant on each floor. NRA of 18.5 tsubo (or 1.3% of total NRA) would be lost, if a floor is divided for multiple tenant accommodation; and • Central air conditioning system which has less flexibility, high costs for tenants to use beyond normal office hours. **立地の課題、設備老朽化等**
Opportunities	**Threats**
• Strong leasing potential since there are limited large scale properties that are vacant in the current market; • There are already applications for the 2F and 7F; • Extra income achievable by maximizing the use of the basement common area for storage; and • Less initial costs since the Vendor will bear costs for security installation to carry out necessary construction for multi-tenant use. **テナント候補の存在等**	▪ The Property is a uniquely designed office building and located in a low concentration area of office buildings; during market downturn, the Property may not be as attractive as other office buildings located with better commutation access. **将来の開発ポテンシャル等**

調査・分析2：マーケティング

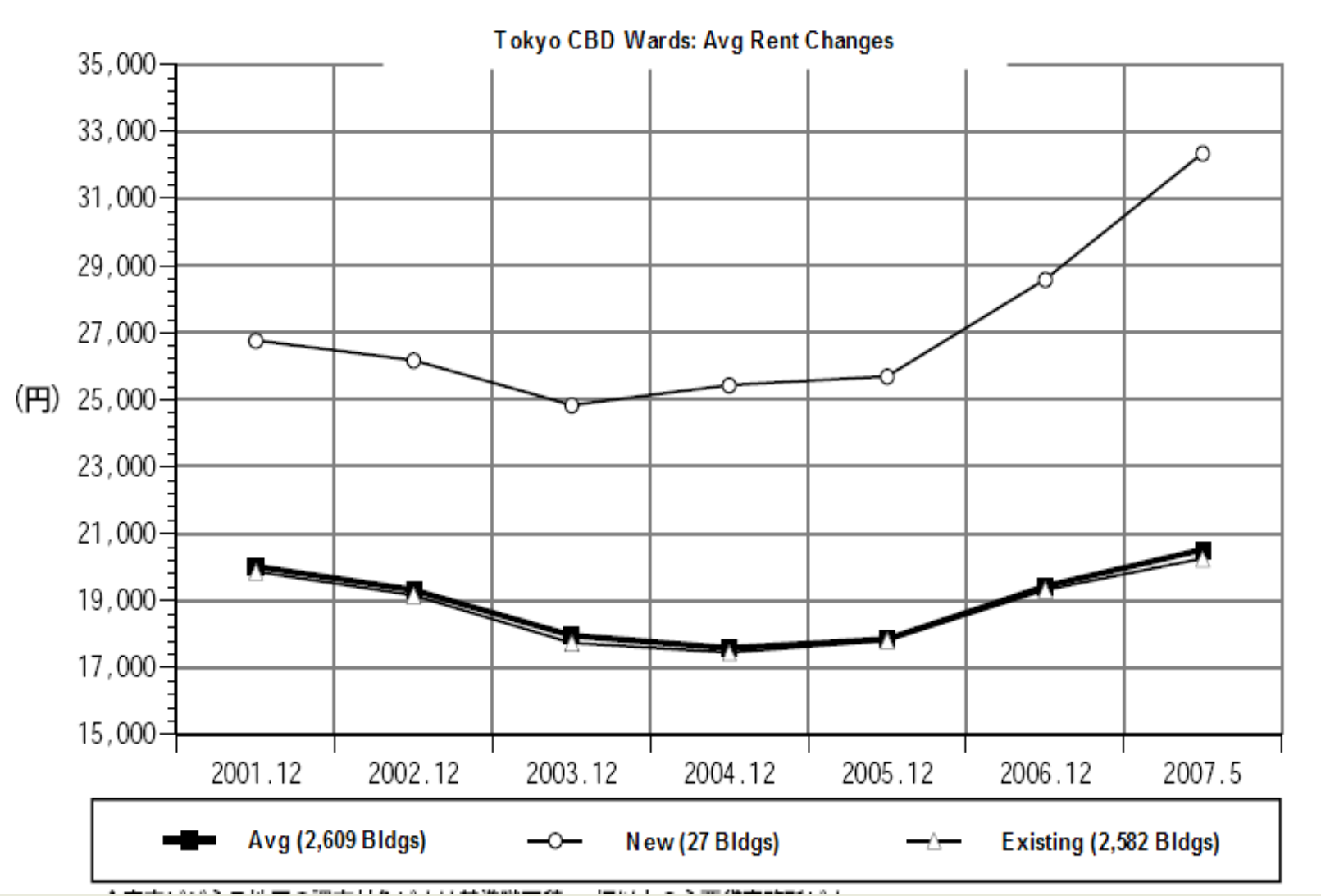
1. • **Economic Overview**
2. • **Property Market Overview**
3. • **Submarket Overview**



Tokyo 5-ward Supply and Demand



Tokyo 5-ward Vacancy Rate


Tokyo CBD Wards: Avg Rent Changes
35,000
33,000
31,000
29,000
27,000
25,000
23,000
21,000
19,000
17,000
15,000
(円)
2001.12
2002.12
2003.12
2004.12
2005.12
2006.12
2007.5
Avg (2,609 Bldgs)
New (27 Bldgs)
Existing (2,582 Bldgs)

調査・分析３：Engineering Report

- SECTION I 総 括
- A. 建物概要.....2
- B. 一般的な事項.....2
- C. 全体的な状況.....3
- **D. 予想修繕費用.....3**
- **E. 再調達価格.....3**
- **F. 遵法性.....3**
- **G. 環境アセスメント.....4**
- SECTION II 調査
- A. 調査目的.....8
- B. 視察及び評価の手法.....8
- C. 業務内容.....8
- D. 視察要員.....8
- SECTION III 物件概要.
- A. 立地概要.....10
- B. 建物概要.....10
- C. 設備概要.....12
- SECTION IV 建物診断
- A. 修繕・更新履歴.....15
- B. 建築関連診断.....15
- C.設備関連診断.....
- SECTION V 遵法性
- A. 建築関連法規への遵法性.....20
- B. その他各種関係法.....22
- SECTION VI 修繕費用
- C. 緊急を要する修繕費用および中長期修繕費用.....24
- D. 特記事項.....24
- SECTION VII 再調達価格
- A. 再調達価格.....26
- SECTION VIII 環境アセスメント
- A. 当該地概要.....28
- B. 現場視察.....32
- C. 法規制関連事項.....33
- D. 環境に係る指摘事項.....34

Engineering Report主要な調査項目

＜修繕費用(CAPEX)＞

- 緊急修繕費用
- 長期的修繕費

  予想される今後10年間の修繕費用

＜建物診断＞

- 建築・設備診断
- 耐震性(PML)

＜遵法性＞

- 検査済証有無
- 建築基準法・消防法等建築関連法規との整合性

＜環境アセス＞

- 地歴概要
- 当該周辺地
- 地質及び水文地質
  - ✓ 報告書1 – 地質調査報告書(1996年10月)
  - ✓ 報告書2 – フェーズI土壌汚染リスク評価報告書(2006年)
  - ✓ 報告書3 – フェーズII土壌調査報告書(2006年)
- 廃棄物
- 石綿(アスベスト)含有物質
- PCB(塩化ビフェニール)

分析4：Valuation（鑑定評価）

- **「原価方式」**
- 不動産の再調達原価から評価額を決定する方式。
- 価格の場合……原価法：対象不動産の再調達価格から減価修正を行って価格を算出する。
- 賃料の場合……精算法：対象不動産の基礎価格から必要経費などを加味して価格を算出。
- **「取引事例比較方式」**
- 過去に行われた実際の不動産取引事例から価格を決定する方式。
- 価格の場合……取引事例比較法：近隣・類似地域における取引事例を基に価格を算出。
- 賃料の場合……多数の事例の中から適切なものを収集し、それに基づいて価格を算出。
- **「収益還元方式」**
- 対象不動産から生み出されるであろう収益から価格を決定する方式。
- 価格の場合……収益還元法：対象不動産が将来生み出すと期待される収益から価格決定。

調査・分析５：Structure & Financing

◆INVESTMENT STRUCTURE

- 投資ビークル（TMK,TK等）の構図
- 資金フローの確立（資金の流れ、節税対策）
- 会計及び法的検証とスキム

◆FINANCING

ファイナンスの基本条件（レンダーとの交渉とタームシートの取得）
＊ノンリコースファイナンスが基本となるため金融機関の審査は厳格

- Loan Proceeds：JPY＊M
- Loan To Property Price：＊%
- Loan Term：4 Years with 2 year lock-out
- Loan Type：Interest-only
- Interest Rate：1.95%（Spread） + 3 month LIBOR
- Origination Fees：＊%
- Debt Coverage Ratio ：＊%

Investment　Model

◆調査･分析結果を踏まえ投資検証の事業モデルを作成し投資価格を判断

- Revenue & Expense
- Corporate Revenue & Expense
- Capital Expenditure
- Deposit & Reserve
- Capital Drawdown
- Cash Flow
- Performance Indicator

など25項目の分析モデルを作成

ilter Out

モデル事例：Cash Flow

****

Input - DEBT

(In JPY)

Purchase Price	5,935,630,520	Equity Multiplier	1.90
Exit Price	8,429,421,009	NOI Yield	9.77%
Investment Period (months)	73	Cash on Cash%	9.40%
Ungeared Net Cashflow	4,523,720,462	Ungeared IRR	12.0%
Geared Net Cashflow	3,560,565,144	Geared IRR	16.1%
Gross Fund Net Cashflow	3,155,791,796	Gross Fund IRR	13.4%

Investment Period:	1	2	3	4	5	6	7
Ref: Month	1	2	3	4	5	6	7
Ref: Date	31-Jul-08	31-Aug-08	30-Sep-08	31-Oct-08	30-Nov-08	31-Dec-08	31-Jan-09
Area Used In Equations	17,729	17,729	17,729	17,729	17,729	17,729	17,729

Input - Senior Debt

Name of Loan:	Senior Debt					Senior Debt	Senior Debt	Senior Debt	Senior Debt	Senior Debt	Senior Debt	Senior Debt
Fixed or Floating - Senior Debt	Floating					Floating	Floating	Floating	Floating	Floating	Floating	Floating
Loan Covenant % - Senior Debt	150.00%				%:	150.00%	150.00%	150.00%	150.00%	150.00%	150.00%	150.00%
		JCP	AFII									
Loan Ratio - Senior Debt	50%	50%	80%									
	50%	of Purchase Price			%:	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
Loan Amount - Senior Debt	2,967,815,260	JPY			JPY:	-	-	-	-	-	-	-
	% of Loan Amount		Date									
Drawdown % - Senior Debt	100%		28-Feb-09			0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Repayment % - Senior Debt	100%					0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Financing Fee - Senior Debt	2.83%	Total	2.83%			0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
		JCP	AFII	Interest Rate		4.75%	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%
Interest Spread - Senior Debt	3.00%	3.00%	2.10%	Interest spread		3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
Bond Service Charge				Bond service charge		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
LIBOR				LIBOR		1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%

31-Jan-07	1.75%
31-Mar-07	1.75%
30-Jun-07	1.75%
30-Sep-07	1.75%
31-Mar-08	1.75%
30-Sep-08	1.75%
31-Dec-08	1.75%
30-Jun-09	1.75%

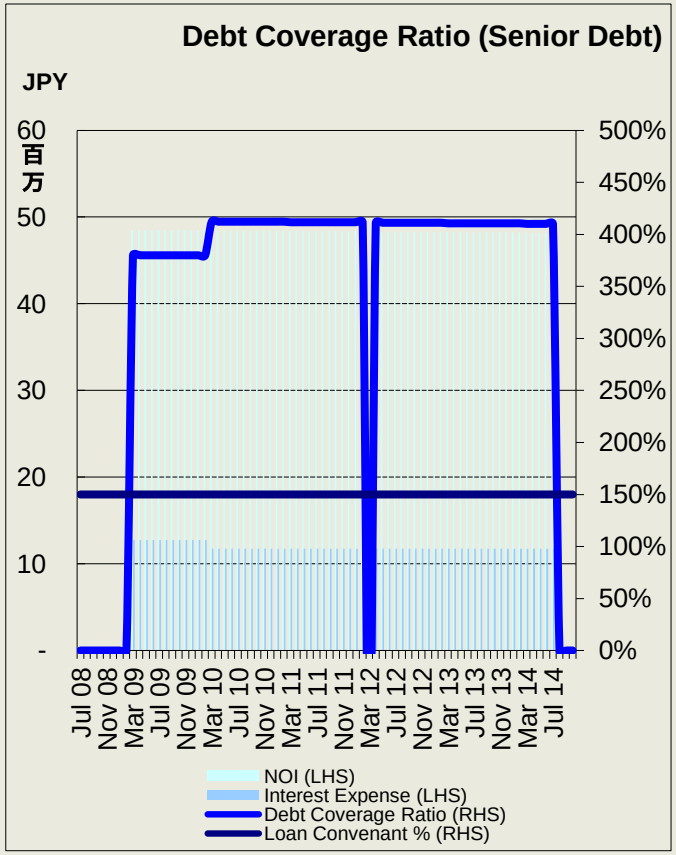
Refinancing	
TRUE	
Upside loan	
Refinancing Date	29-Feb-12

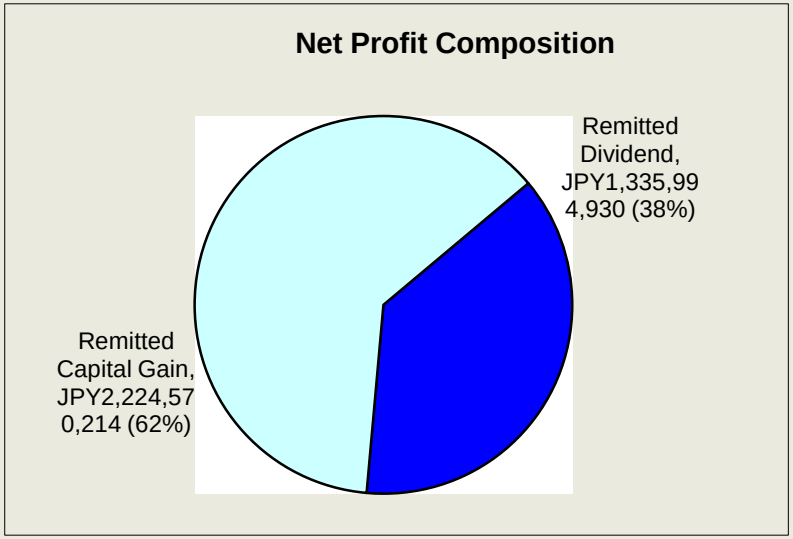
Loan Establishment Fee

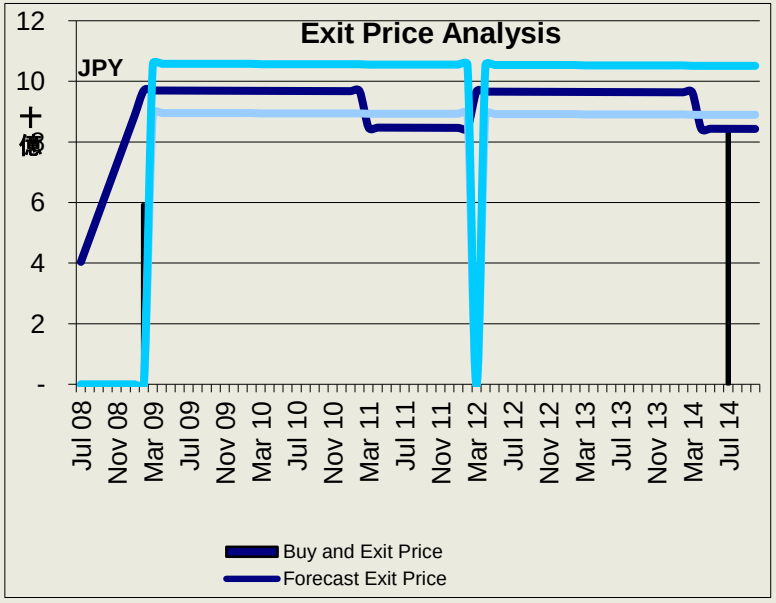
Origination Fee	1.05%	31,162,060	270,974
Interest Cap	0.40%	11,871,261	103,228
Legal Fee (Lender)	0.51%	15,000,000	130,435
Legal Fee (Borrower)	0.51%	15,000,000	130,435
Tax	0.10%	3,000,000	26,087
Cash Management and Paying Agent	0.27%	8,000,000	69,565
	2.83%	84,033,321	

Loan Drawdown - Senior Debt	2,967,815,260	JPY:	-	-	-	-	-	-	-
Loan Repayment - Senior Debt	2,967,815,260	JPY:	-	-	-	-	-	-	-
Financing Fee - Senior Debt	84,033,321	JPY:	-	-	-	-	-	-	-
Interest Expense - Senior Debt	422,913,675	JPY:	-	-	-	-	-	-	-

モデル事例：Performance Indicator







Investment　Model の落とし穴

1. 賃料上昇（下落）率、空室率の予測

2. Finance条件（＋Re-finance 条件）

3. Exit　Capの設定

RISK MANAGEMENT

Risk	Description	Consequence	Risk Mitigation Strategy
Market Risk	-	-	-
Leasing Risk	-	-	-
Financing Risk	Unable to attain the target gearing ratio and spread	If LTV drops 2% → return drops 0.8% - If spread increases 0.5% → return drops 1.2%	Conservative 72% LTV is assumed - Secure binding term sheet
Closing Risk	-	-	-
Interest Risk	-	-	-
Interest Risk	-	-	-
Exit Risk	Difficult to exit at the asking price	If exit cap increase 0.2% → return drops 3.3%	Ensure Exit Cap rate are accretive to domestic REITs

＜リターン指標＞

- Equity Multiplier

  自己資本投資額に対する回収資金の倍率

- Cash on Cash

  自己資本投資額に対する単年度のキャッシュフローの割合

- Ungeared IRR

  借入を考慮しない場合の内部収益率（IRR：将来のキャッシュフローを現在価値に割り戻した利回り)

- Gerared IRR

  借入を前提としたIRR（レバレッジドIRR）

- Gross Fund IRR

  出資元（タックスヘイブン国）におけるIRR

バブル崩壊後の
不動産投資及び評価手法のパラダイムシフト

＜キーワード＞

- 資産流動化に関する法案、不動産特定共同事業法の成立
- 投信法改正（不動産投資信託解禁）
- 新借地・借家法（定期借地・借家契約）
- 不動産の収益還元評価

→ストック型（大家型）からフロー型（投資＆回収型）へ

→多機能保有型組織から機能分担型へ

→成り行き評価（収益＋地ぐらい＋取引事例比較）から収益還元評価等論理的評価へ