

株式会社 不動産経済研究所
〒160-0022 東京都新宿区新宿 1-15-9 さわだビル7階
TEL 03-3225-5301 (代表) FAX 03-3225-5330
URL <http://www.fudousankeizai.co.jp>
購読料：月額 16,720 円 (税込)
月 3 回発行

●Opinion	物上代位と相殺	1
●Deal Information	FPG、「神戸」を推定85億円規模で取得し小口化に	2
●J-REIT Benchmark	REIT全体のトータルRが5%を割り込む：個別分析：EJR	4
●Lenders List	愛知銀など47機関、経常利益ランキング	8
●Interview	林大介—フェニックス・プロパティ・インベスターズ日本代表	12
●Global Report	米豪における不動産利回りの拡大縮小サイクル	15
●Focus	団塊世代を狙うシニア向け分譲マンション—高齢期のウェルビーイングを事業化	16
●Value-Up	「借り手目線」でセットアップオフィスの好事例を展開—「THE CROSS 神田」	18
●Inside Story	建築費上昇で再開発事業に暗雲/2024年は電子契約が広がるか	20

Opinion

物上代位と相殺

志賀 正浩

モリソン・フォースター法律事務所 弁護士

物上代位（ぶつじょうだい）に基づく賃料債権の差押えと相殺の優劣につき、最高裁の判例（令和5年11月27日判決）が出ているのでご紹介したい（事実は、考察に必要な範囲で変更・簡略化している）。

〈事案の概要〉

- ▶2017年1月1日：貸貸人（A）が賃借人（Y）との間で、月額賃料1000万円、期間2年の建物賃貸借契約を締結し、AはYに建物を引き渡した。
- ▶2017年2月：貸付人（X）は、Aに1億円を貸し付けた（X貸金債権）。Aは、X貸付債権を被担保債権として、建物につき抵当権を設定し、その旨の登記をした。
- ▶2017年3月：Yは、Aに1億円を貸し付けた（Y貸金債権）。
- ▶2018年1月：Yは、Aとの間で、2018年3月分から2018年12月分までの10カ月分の賃料支払債務について、期限の利益を放棄した上で、係る債務をY貸金債権と対当額で相殺する旨の合意（本件相殺合意）をした。
- ▶2018年3月：Xは、本件抵当権に基づく物上代位権の行使として、AのYに対する2018年3月分から2018年12月分までの10カ月分の賃料債権を差し押さえた。
- ▶Xが、本件相殺合意に基づき差押賃料の支払いを拒むYを提訴。

〈判旨〉

第1審および原審では、本件相殺合意により差押えの時点で賃料は消滅しているとして、Xを敗訴させた。これに対し、最高裁は、「物上代位により抵当権の効力が将来賃料債権に及ぶことが抵当権設定登記によって公示されており、これを登記後取得債権と相殺することに対する賃借人の期待を抵当権の効力に優先させて保護すべきといえない」ことを実質的な理由として、物上代位権の行使としての差押え前に行われた本件相殺合意の効力を抵当権者に対抗することはできないとして、X勝訴とした。

〈考察〉

上記に示した最高裁の「実質的な理由」は、最高裁の平成13年3月13日判決に基づくもので、X勝訴の結論は妥当と思われる。ただ、平成13年最判が、「相殺予約」に基づき、実際の相殺は、物上代位による差押後に賃料債権が発生する都度行われる事案であったのに対し、本事案は、物上代位による差押前に相殺により将来の賃料債権は（少なくともAとYの間では）実体的に消滅しているものである。実際、本件の第1審および原審は、平成13年最判を踏まえつつ、係る違いに着目してXを敗訴させている。

この点、本件相殺合意の代わりに、YがAに10カ月分の賃料を2018年1月に前払いするとともに、ほぼ同時にAからY貸金債権の返済を受ける形をとった場合はどうか。係る前払いYは、民法372条の準用する304条1項但書の「払渡し」に該当するようにも思われ、そうすると、Xを勝訴させるハードルは一段上がるはずである。

また、Y貸金債権の代わりに、YがAに1億円を敷金として預託した場合で、Yが2018年3月以降の賃料を払わないまま賃貸借契約が終了し、建物が明け渡された場合。「目的物の返還時に残存する賃料債権等は敷金が存在する限度において敷金の充当により当然に消滅する」のであって、係る消滅は「抵当権者に主張することができる」とするのが最高裁の判例（平成14年3月28日判決）である。賃料10カ月分が敷金として妥当かという問題は残るものの、Xを勝訴させることはより一層困難になると思われる。



FPG、「神戸」を推定85億円規模で取得し小口化にいちごオーナーズ、都心レジ102億円超でST第4弾

**FPG、「神戸」を約85億円で取得
希少立地の商業施設を高評価**

今号のディールでは、富裕層向けに小口化商品を供給するFPGが神戸市の商業施設「MIUMIU神戸」を取得した。同物件は2019年に投資法人みらいが85億円で売却しており、編集部推計によれば今回は同規模での取得とみられる。取得先はGreen Map合同会社。4月23日に決済・引渡しを受けた。FPGは、同物件について信託受益権を用いて小口化し、1口1000万円から販売を開始。なお現在、FPGリンクス神戸元町」と改称している。

「神戸」（神戸市中央区明石町18-1）は、市営地下鉄海岸線旧居留地・大丸前駅から徒歩4分、JR神戸線元町駅から徒歩7分に立地。敷地面積383.83㎡（116.10坪）、S造陸屋根地上3階建て、延床面積874.03㎡（264.39坪）。竣工は2017年7月で、プラダジャパンが一棟で賃借する。同物件は、アルマーニやフェラガモなどラグジュアリーブランドが集積する明石町筋に面し、高級感ある街並みでブランドイメージを重要視するテナントに適した立地。建物はテナントの意向を強く反映した仕様となっており、メタル素材のカーテンを一面に配した外観が目

を惹く。旧居留地エリアでまとまった面積を確保することは非常に難しく、高い希少性を有している。

2017年に67億円で取得したみらいは、2030年までの定期建物賃貸借契約を締結するなど、強い事業継続性を確認。一方で賃料水準の維持に対する懸念などから、2019年に売却した。今回取得したFPGは、エリアポテンシャルを持つ商業施設の価値を高く評価。オフィス賃料などが、エリアごとに一定のキャップがかかるのに対し、特に路面店を持つ商業は、大きなアップサイドを見込めるという背景がある。富裕層からは安心感のある一等地への投資に引合いが強く、足元では東京・中央区の「GINZA SIX」（11階部分）なども販売する。そのほか、海外不動産への投資機会も提供するなど、事業拡大に向け、国内外で今後も取得を継続するとみられる。

**いちごオーナーズ102億円超を譲渡
ST第4弾を都心レジ7物件で組成**

そのほか、いちごオーナーズが東京・港区の「GRAN PASEO西麻布」など都心レジデンス7物件の譲渡を決めた。譲渡額は計102億6000万円（鑑定評価額111億5000万円）。譲渡先は合同会社ISTレジデンス4。5月23日

に売買契約と引渡しを行い、同社がセキュリティ・トークン（ST）を用いて組成する「いちご・レジデンス・トークン」の4号案件に組み込む予定。

同STの発行総額は31億6500万円の見込み。1口10万円から購入できる。運用期間は約5年2カ月の予定。また、アセット・マネジャーの判断により早期売却や最大2年の延長が可能で、運用期間の上限は2031年7月。予想分配金利回りは年4.1～4.14%。

本STの裏付け資産のうち最も資産規模の大きい「西麻布」（東京都港区西麻布4-18-25）は、東京メトロ日比谷線広尾駅から徒歩11分、六本木駅からは同14分に立地し、3月1日時点での鑑定評価額は22億3000万円。総戸数19戸。RC造陸屋根地上4階建て、延床面積1059.45㎡（320.48坪）、総賃貸可能面積822.83㎡（248.90坪）。竣工は2022年12月。同物件は、1LDKと2LDKで構成され、専有面積は38.62～45.83㎡（11.68～13.86坪）。東京メトロ日比谷線や都営地下鉄大江戸線など5路線が、徒歩圏内で利用できるなど交通アクセスに優れる。

いちごオーナーズが組成した不動産セキュリティ・トークン・オファリングは、今回が第4弾。これまでも同社が供給する東京都心に立地の

「市場は良好、6つの優位性を持つ日本 今年は買手としてのポジション強める」

フェニックス・プロパティ・インベスターズ 林大介日本代表に聞く



林大介

香港の独立系資産運用会社のフェニックス・プロパティ・インベスターズ。オポチュニスティックとコアプラスのファンドで、日本に高い割合の投資を振り向けている。築年数が経過した物件をバリューアップして売却するプレーや、需要が確かな地方都市で案件を発掘するなど、角度を付けた戦略で投資を進める。多くの資金が流入する日本不動産市場で1000億円を超える資金の運用を続ける林大介日本代表に、足元のマーケット状況と今後の戦略などを聞いた。

足元のマーケット環境について。

林氏——基本的にはポジティブに見ている。理由の1つは、先進諸国で日本がイールドギャップのある唯一の国であること。2つ目に、レバレッジがかけられるファイナンス環境であること。ファンド投資を進めるにあたって、この2つの優位性は大きい。

加えて3つ目に、アセットクラスによって非常に健全な不動産のファンダメンタルズがある。インバウンドが戻っているホテルは言うまでもなく、需要の強いロジスティクス、さらにオフィスもタイプと立地によって需給バランスは良好と言える。4つ目は、潤沢な流動性。日本の不動産投資市場は、コアインベスターであるJリートを始め、プライベートリートから外資系ファンドまで、多くの資金が投資機会を求めて流入している。オポチュニスティックな投資を試みるプレーヤーなど、意欲的な投資家も買手には控えており、活況なトランザクションマーケットはとても魅力的だ。5つ目に、政治と経済の安定性がある。経済は低成長であるが、法制の大きな変更といったサプライズがないため、不動産に対するリスクだけを見て投資に専念できる。最後に円安であること。外資系ファンドとしては、やはりマーケットに入る環境として大きな追い風となっている。

現在の運用状況は？

林氏——われわれはオポチュニスティックファンドとコアプラスファンドの2本で投資を行っている。アジア太平洋の先進諸国が投資対象だが、足元の日本に対するアロケーションは、オポファンドで5～6割、コアプラスファンドで7～8割と非常に高い割合を振り向けている。昨年は売手としての案件が多かったが、今年は積極的に取得を進めようとする。日本の他には、オーストラリア、韓国、香港のアジアの先進国が対象。現在、中国は制度リスクを鑑みて投資を行っていない。香港も一定の影響はあるが、住宅市場にはまだまだ投資妙味があると見て、選別的に投資する方針だ。

オポファンドは、オフィス・ロジ・ホテルが対象。コアプラスファンドは、この3アセットに加えてレジデンスを見ている。

御社の強みは？

林氏——日本にはアジアで投資先を探す多くの資金が入っており、市場の競合は多い。われわれは、入札案件は基本的に行っていない。オポファンドは、物件のバリューアップを1つの切り口として相対ディールをメインに取得を行う。現在9名体制で市場にネットワークを築き、他社とは異なるアプローチで汗をかき案件を掘り起こす。またコアプラスは、コアが多い日本