これからの不動産投資と不動産投資指数

－不動産投資市場におけるインフラ整備の必要性－

西岡　敏郎

1．はじめに

わが国の不動産投資市場は，経済・金融のグローバル化と高度経済成長の終焉に伴い，土地を所有することにより得られるキャピタル・ゲインの比重が大きい「土地投資」から，土地を利用して得られるインカム・ゲインとキャピタル・ゲイン，さらにはそれらに伴うリスクを総合的に考慮した「不動産投資」へと認識が移行しつつあるように思われる．だとすれば，「土地の有効利用による適正な土地利用」を推進し，より効率的な不動産投資が必要になる．

不動産投資がより効率的に行われるためには，不動産投資市場に関連する情報整備が不可欠である．その際に有用な指標のひとつとして，不動産投資指数がある．不動産投資市場は，欧米の多くの国では，機関投資家をキー・プレーヤーとして，株式や国債など他の金融投資商品との比較のもとに，資産運用先の一環として位置づけられている．したがって，不動産から得られる収益やそれに伴うリスクを，他の金融商品と比較可能な物差しとして，不動産投資市場の動きを示す不動産投資指数が必要になる．

不動産投資指数は，英米においてはスタンダードなものが存在するが，その他の国ではその必要性が認識され始めたところである．日本においても，この指数に関する関心が高まっているが，そもそも不動産投資指数とは何か，なぜこうした指数が必要であり，どのように活用されるのか，また日本で実際に作成する場合どのような課題があるのかといった基本的な論点にはあまりふれられていないと思われる．本稿は，これらの論点につき整理し，検討したものである．

にしおか　としろう　(財)日本不動産研究所　業務部
〒105-0001　港区虎ノ門１－３－２勧銀不二屋ビル５Ｆ

2．不動産投資と不動産投資指数

2.1　不動産投資に関する評価方法と基準

不動産投資に関する評価には，投資意思決定のための評価と，投資結果の測定と成果を検討するための評価とがある．

わが国では，意思決定における評価に関しては，利回り法，回収期間法などの方法が用いられてきた．(注1) しかし，実務における具体的な活用の実態に関する調査や公表データは非常に少ない．(注2) また，投資の決定において，そのプロジェクトに伴うリスク分析に関しては，ほとんど論じられることはなかった．さらに，投資から得られる成果の評価に関しては，地価・賃料の変動率，あるいは初期投資額(簿価)をベースとした利回りの把握が，論じられてきた程度であっただろう．

こうした投資に関する評価方法への関心が低い理由をありていにいえば，地価が中長期には相当程度上昇することを誰もが予想（期待）し，実際そのとおりになってきたことにつきよう．いわゆる，「土地神話」の時代には，土地を持っていれば，その資産価値はいずれ（物価上昇率や経済成長率以上に）上昇するのであり，細かいリスク分析や年度ごとの利回りの計算に労を費やす必要がなかったともいえる．しかし，経済情勢が変化し，土地の資産価値増加によるリターンがこれまでのように期待できないとするなら，不動産投資においても，より細やかな分析が必要となってくる．

2.2　不動産投資指数

不動産投資のリスクや成果を分析するためには，不動産投資から得られる総合的な収益性に関するデータを用いるのが通常である．投資により得られた収益を利率(注3)で表現し，ある起点となる時点を100として指数化したものを一般に，不動産投資指数 Property Index という．

不動産投資の収益性を総合的に測るには，他の投資

© 日本オペレーションズ・リサーチ学会．無断複写・複製・転載を禁ず．

資産と同様に，その不動産の賃貸収入から得られる純収益による部分 income return とその資産価値の変動から得られる収益による部分 capital return を合計したものを求める．例えば，ある不動産の購入価格（投資額）が100億円，購入後１年間の賃貸による純収益が４億円，１年後に資産価値が105億円となったとする．この場合，１年間のインカム・リターン，キャピタル・リターンおよびトータル・リターンは，それぞれ次のようになる．

インカム・リターン＝４億円÷100億円＝４％
キャピタル・リターン
＝(105億円－100億円)÷100億円＝５％
トータル・リターン＝４％＋５％＝９％

不動産投資指数は，投資用不動産のリターンに関するデータを多数集めてそれらを集計し，不動産投資市場の動きを示すような指数である．ところで，株式市場とは異なり，不動産投資市場は，取引自体がそれほど多くはなく，１棟全体から得られる賃料収入や売買価格に関する情報が極めて少ない．そのため，市場全体の動きを相当程度表現する指数を作成するために必要なデータを確保するには，多くの困難を伴う．たとえば，指数作成のために資産価値を把握する際，鑑定評価等の査定に多くを依存せざるを得ない．

３．不動産投資におけるベンチマークの「必要性」

3.1　不動産投資指数作成の意義と目的

不動産投資指数の意義は，第一義的には市場における過去のパフォーマンスを表現すること，第二義的には投資の意思決定における「予測」を行うための基礎データと考えられる．

不動産投資指数の主たる利用主体別に使用目的をみると，まず，不動産ポートフォリオを運用しているファンド・マネージャーは，投資戦略を構築したり，物件の購入・売却に際し，対象となる投資案件の収益性の判断に，不動産投資指数などのベンチマークを用いる．ポートフォリオの実績が，ベンチマークと比較のうえ，投資を決定した者の能力が評価される．欧米の不動産ファンド・マネージャーが，不動産投資指数の発表に一喜一憂する所以である．

第２に，投資家にとっては，ファンドの成績評価は，ファンドに関する情報開示になる．単に，トータル・リターンの数字だけではなく，ファンド・マネージャーが，商品が宣伝する方針にそって資産運用を適切に行っているかどうかをチェックする材料を提供する．第３の投資銀行や不動産開発業者は，投資家に商品を提供する側として，投資指数を利用する．例えば，新規の不動産投資案件に対し，不動産投資指数を活用したリスク・ヘッジ商品を開発したり，新規開発案件に着手するタイミングを決定する．最後に，市場アナリストや研究者にとって，投資指数は様々な分析に用いる基礎データとして有用である．(注４)

3.2　不動産投資とポートフォリオ理論

不動産投資指数の有用性は，不動産投資を含んだ資産運用において発揮される．ポートフォリオ理論は，マーコヴィッツ（1959）の資産選択論に始まり，資本市場における資産価格の決定理論へと発展していった．理論的な詳しい説明は専門書にゆずるとして，(注５)ポートフォリオ理論のいわんとするところは，予想される収益（リターン）にリスクが伴う場合，資産を分散することによって投資家にとって最も望ましい収益とリスクの組合せを達成することができるということである．実務においては，年金基金・生命保険会社などの機関投資家が資産運用を行う際に応用してきた．

欧米では，不動産も株や国債などとともに，こうした資産運用における投資対象として位置づけられてきた．他の投資財と収益性やリスクを比較しながら，不動産への投資を決定するために，これらの商品市場の動きと比較可能な指標として，不動産投資指数が必要になる．

3.3 投資財としての不動産

株式や国債への投資と比較した場合，欧米においては，不動産投資による収益には一般に，インカム・リターンは比較的安定しており，キャピタル・リターンは，国債のような元本価値の保証はないが，株式市場ほどの振れ幅はなく，中長期には，物価上昇にある程度応じて変動すると考えられている．(注６)不動産投資がこうして株式や国債とは，投資財としての性格が異なることから，これらを組み合わせることによって，リスクを分散することができる．また，不動産投資においては，対象とする不動産の種別（オフィス，店舗，工場等）や地域的な分散も考慮して，望ましい不動産ポートフォリオを構築する．

以上は，欧米の不動産投資に関するテキスト的な記

© 日本オペレーションズ・リサーチ学会．無断複写・複製・転載を禁ず．

述を整理したものである.(注7)このような考察も，それぞれの資産の収益性に関する過去データがある程度整備されていてはじめて可能となる．そうしたデータがない以上，現代ポートフォリオ理論による資産運用というのは，事実上不可能といえる.(注8)

3.4 不動産投資の変化とベンチマークの「必要性」

これまで，日本の不動産投資は，ポートフォリオ選択の対象としての位置づけが明確にされていなかった．その理由としては次のものが指摘できよう．

第1に，不動産投資そのものの歴史が浅いこと．日本においては，機関投資家の代表的存在である生命保険会社が，不動産を投資の対象として積極的に考え始めたのは，1980年代に入ってからである.(注9)

第2に，投資案件のパフォーマンス評価に対する投資家やスポンサーの関心度の低さがある．ほとんど横並びであった約定利回りが示すように，「仕切られた競争」（村上泰亮）においては，不動産投資あるいは資産運用の具体的な情報が提供されることなく，また強く要求されてもこなかった．ファンド（マネージャー）が，運用成績によって厳しく評価されるといったことは，従来はなかったのではないか．第3に，「投資用資産」であっても，会計上は簿価評価が行われてきた．「時価」との差額が，経営上，様々な場面で有利に活用できたことがある．第4の，最大の理由は，不動産投資においては，「右肩上がり」の地価に支えられた土地市場において，パフォーマンスを計測する必要性が小さかったことであろう．

こうした不動産投資に対する考え方は，「バブル」の崩壊後，急速に変化しつつあるように思われる．第1に，金融や経済の国際化のなかで，資産運用業務において機関投資家は，厳しい国際競争にさらされることになる．提供できる利回りの水準だけではなく，運用方針や内容の点で，有意かつ説明可能な情報を開示していくことが要求される．時価主義会計導入の議論はその例である．第2に，経済成長の鈍化に伴い，株や土地の資産価値の上昇に依存した投資スタイルの変更を余儀なくされている．さらに，含み益の減少によって，不動産ポートフォリオの運用は，従来の超長期的保有 Buy & Hold から，タイミングを考慮したポートフォリオの入れ替えを伴うようになるだろう．結果として，より細かい不動産投資戦略や分析の基礎となる種々のデータが必要になってきたわけである．

3.5 不動産投資市場の活性化と不動産投資指数

不動産投資市場が直面している問題として，「市場の活性化」がある．短期的にではなく，中長期に市場を活性化するためには，市場の構造を変える必要がある．

不動産投資市場が動きにくい構造的な理由を考えると，一般に考えられている不動産投資の「短所」のうち，最も大きなポイントは，「流動性の低さ」であり，「情報の不足」であろう．流動性の低さを克服する方策として議論されてきたのが，不動産の小口化や証券化である．しかし，こうした不動産の証券化が進むには，不動産価格の決まり方がより明瞭になり，ある投資商品の良否を図るベンチマークが必要であることは，すでに述べてきたとおりであり，今後の不動産投資における不動産投資指数の必要性が認識できよう.(注10)

4．不動産投資指数作成の現状と展望

4.1 欧米における不動産投資指数

不動産投資市場において，ある程度の信頼性をもったベンチマークを利用できる国は，現在のところ多くはない．むしろここ数年，こうした指数の必要性が認識され，広まってきているといったほうが正確だろう．

(1) イギリス

不動産投資の分野で長い歴史をもつイギリスにおいては，不動産コンサルティング会社等により不動産投資指数が作成されてきた．そのなかでも，Investment Property Databank 社（以下，IPD 社）が公表している不動産インデックスは，1つの国の不動産投資市場を扱った指数としては，もっとも包括的なものとなっている．1996年12月時点で同社は12,838物件，65,000テナントのデータ・ベースを持ち，その資産価値合計は527億ポンド（約9.5兆円）に達する．政府統計数字との比較によれば，生命保険会社および年金ファンドの所有する不動産の80%以上のデータを押さえている勘定となる.(注11)

なお，ヨーロッパにおける不動産投資指数に関して総合的な調査を行ってはいないが，上記の IPD 社が技術提携を行いアイルランドおよびオランダでは，不動産投資指数が公表されている.(注12)

(2) アメリカ

アメリカの不動産投資指数としては，The National Council of Real Estate Investment Fiduciaries が作成している The NCREIF Property Index (NPI) がある．1982年に投資顧問業会社であるフランクラッセル

© 日本オペレーションズ・リサーチ学会．無断複写・複製・転載を禁ず．

社と共同で開発された指数で，1995年からNCREIFが単独で作成するようになった．同団体は，上記のIPD社と異なり，非営利団体である．1997年の第14半期におけるデータは2,467物件，資産価値560億ドル（約6.3兆円）となっている．ただし，NPIにはオフィスや店舗といった商業用不動産以外に住宅も含んでいる．（NPIがアメリカの不動産投資市場をどの程度カバーしているかについては不詳）

4.2 日本における不動産投資指数作成における諸課題

日本においては，投資物件から得られる実際の収益や資産価値のデータに基づいて作成する，IPDインデックスやNPIのような不動産投資指数は存在しない．(注13)不動産投資指数の存在と必要性は最近急速に認識されつつあるが，実際に先に掲げた欧米における投資指数に相当するものを作成しようとする場合，次のような課題が考えられる．

第1に，収益データ把握の困難がある．毎年の賃料収入や費用などのデータを多数収集することは，不動産の所有者からすれば，経営状況をすべて第三者にさらすことになる以上，慎重な態度をとらざるを得ないだろう．指数作成者には厳密なデータ管理が要求される．

第2に，物件に関するデータの整理，特に，過去の収益データを揃えるには，相当程度の時間とコストを要する．中長期にわたってデータ・ベースを拡充していくという意思決定が，データ提供者に望まれる．

第3に，資産価値の査定に伴う課題がある．(注14)指数算定のベースとなる資産価値は，鑑定評価等の査定作業に依存せざるを得ない．そこで，鑑定評価による査定価格の信頼性が問われることになるが，土地と建物が一体となった取引の少ない日本の不動産投資市場においては，この鑑定評価の精度を検証するデータが，実際には十分に確保できていない．

第4に，指数の作成は，中立的な機関によらなければならない．公表される指数に，できる限りバイアスがないという保証が必要だからである．

最後に，こうした指数を継続的に作成していくコスト負担の問題もある．

5．おわりに

他国の例から，わが国の現状を考えてみると，不動産投資指数の確立には，不動産投資市場に内在する問題（例えば，流動性の低さから生じる情報量の絶対的な少なさ）以外に，優れて政治社会的な背景があることがわかる．すなわち，なぜイギリスでIPDのような，一民間会社が，生命保険会社や年金ファンドの情報を収集することができたのか．あるいは，なぜヨーロッパ諸国における不動産投資指数の作成主体が，国によって異なるのか（オランダでは機関投資家の団体，ドイツではビジネススクール主体）．不動産投資や金融業界の位置づけが国によって異なるからというだけでは，解答としては不十分であり，なぜそれらが異なるのかということの解明が，筆者にとって今後の課題である．(注15)

インフラ整備はその性格上，短期間になされるものではなく，また，タイミングを逃すと，後になってより大きなコストを強いられる．さらに，いったん完成すれば終わりではなく，維持管理も必要である．しかし，こうしたインフラ整備抜きに不動産市場の活性化を図れば，一時的な活性化は可能であっても，永続性のないものになるだろう．官民を問わず，不動産投資に関する情報を提供する努力を進め，市場の効率化を図ることが，不動産投資市場の拡充のために求められていると考える．

注

本稿は，財団法人　日本不動産研究所から発行したディスカッション・ペーパー（No.4）を基にしている．

（注1）たとえば，前川（1993），p133-136，『都市・建築企画開発マニュアル』，pp.71-77を参照．

（注2）数少ない調査として，前川（1993），pp.168-169，西村他（1997）がある．また，（社）日本不動産鑑定協会では，3年前から不動産投資家に向けたアンケート調査を実施している．

（注3）不動産投資に関する「収益率」や「利回り」という用語の使い方は必ずしも明確ではなく，「割引利回り」，「取引利回り」などの用語も散見されるので，それぞれの定義を確認することが必要である．

（注4）不動産投資市場の分析は，住宅市場と比較して，あまり行われてこなかった．しかし，本論で述べているように，市場構造の変化に伴い，今後はより詳細な市場分析が望まれるだろう．不動産市場調査の役割については，Cox（1995），ULI（1994）を参照．

（注5）例えば，Elton and Gruber（1991）．

（注6）不動産投資により，インフレ・ヘッジが可能かどうかは，1970年代にインフレ率が高かった英国などでは，議論の余地があろう．

（注7）たとえば，Baum（1988），Fraiser（1993）

© 日本オペレーションズ・リサーチ学会．無断複写・複製・転載を禁ず．

(注8) ただし，これまでの日本の不動産投資（特に大都市における）においては，キャピタル・リターンがトータル・リターンの大部分を占めてきたので，地価を分析することによって，「不動産投資」の分析を相当程度，代用することが可能かもしれない．

(注9) (財)生命保険文化研究所編(1990)，pp.222-23．また，欧米（特に米国）では，金融業界が機関投資家とともに，いちはやく国際的なビジネスを展開してきたこととも関連する．

(注10) 三國（1997)：「直ちに必要なものではないが，いずれは導入されるものであり，研究を開始しておく必要がある」．ただし，不動産の証券化が，不良債権処理の手段として論じられていることについては，実現性に疑問を呈する議論が，少なくない．石崎（1997)，松村（1997)，富川（1998)，村山（1998）などを参照．

(注11) IPD(1997)，表紙折り返し箇所．

(注12) 現在，IPDはドイツ，スウェーデンで試作中．オーストラリア，ベルギー，南アフリカでも企画を調整中である．

(注13) しかし，不動産投資市場の変化を受けて，収益率を扱った新しい試みがなされてきている．(株)住友生命総合研究所「住生総研インデックス」(1996年10月)，(財)日本不動産研究所「全国賃料統計」(1997年4月)，住友信託銀行(株)・(株)住信基礎研究所「STIIX」（1997年8月）などがある．不動産シンジケーション協議会，三菱信託銀行(株)・(株)生駒データサービスによるインデックス作成・公表も予定されている．

(注14) 英国においては，投資用不動産の時価評価が義務づけられており，そのデータを利用できる点で，日本とは大きく違っている．

(注15) 英国では，IPDインデックスが確立されてからも，機関投資家による不動産への投資割合は減少している点は，興味深い他の論点のひとつである．

参考文献

[1] 石崎昭芳（1997)：日米不動産及び金融制度の相違点について－「不動産証券化」問題を契機として－，(財)日本不動産研究所ディスカッション・ペーパーNo.3

[2] 株式会社住友生命総合研究所（1996)：住生総研インデックス（全国主要都市オフィスビル収益率指標）

[3] 財団法人　生命保険文化研究所編（1990)：生命保険新実務講座5ファイナンス，有斐閣

[4] 住友信託銀行（1998)：STBインベスターズガイド，住友信託銀行

[5] 西村清彦，村瀬英彰，前川俊一（1997)：「商業地不動産投資の意思決定過程　I投資決定の変化」，住宅土地経済，1997年春季号

[6] 不動産シンジケーション協議会（1997)：投資家の投資選択に係る研究会報告書，不動産シンジケーション協議会

[7] 前川俊一（1994)：不動産経営論，清文社

[8]松村徹（1997)：「証券化だけでは不動産市場は活性化しない」，金融財政事情，1997.6.16

[9] 三國仁司（1997)：不動産の証券化と方法，東洋経済新報社

[10] 村山利栄，デービッド・コスティン，清水雄也（1998)：日本における不動産の証券化：その課題と方向性を探る，ゴールドマン・サックス

[11] Baum, A and Crosby, N. 1988)：*Property Investment Appraisal*, Routledge

[12] Cox, J. (1995)：'Market research', in Cadman, D and Topping, R. eds. *Property development*, 4th ed., E & FN Spon

[13] Elton, E. and Gruber, M. (1991)：*Modern portfolio theory and investment analysis*, *4th* ed. John Willey & son

[14] Fraser, D. (1993) *Principle of property investment and pricing*, *2nd*, *Macmillan*

[16] Investment Property Databank (1997)：*IPD Property Investors Digest* ほか

[17] Morrel, G. (1991) 'Property performance analysis and performance indices：a review', "*Journal of Property Research*", *vol.8*, pp.29-57

[18] The National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (1997)：*The NCREIF Real Estate Report*, First Quarter, 1997

[19] Urban Land Institute (1994)：*Development Impact Handbook*, Urban Land Institute

© 日本オペレーションズ・リサーチ学会．無断複写・複製・転載を禁ず．