

不動産投資市場拡大で問われる 投資家の情報リテラシー

ニッセイ基礎研究所 金融研究部門
不動産投資分析チーム
上席主任研究員 松村徹
omatsu@nli-research.co.jp

はじめに

情報を活用する基礎能力を情報リテラシーというが、不動産投資においては、不動産市場や個別物件、投資商品、市場関係者などに関する豊富で精度の高い情報を収集する能力と、その情報を科学的アプローチや経験・ノウハウに基づき解析する能力といえるであろう。

本来、不動産はその流動性の低さ、時価評価の難しさ、情報開示度や市場の透明性の低さ、ベンチマークの欠如、手数料の高さや不透明性などの特性から難度の高い投資対象であり、投資単位が大きいこともあって投資家は機関投資家などプロが中心であった。しかし、J-REIT（リート：不動産投資信託）の登場で流動性の高い小口分散投資が可能になったことや、投資環境の改善などを背景に、海外投資家はもちろん、バブル崩壊で不動産投資から遠のいていた年金基金や事業法人、不動産投資に縁の無かった一般個人にまで投資家の裾野が広がっている。

現在の投資市場において、不動産に関する高い情報リテラシーを持つプレイヤーの代表は、いまや実物不動産の最大の買手となったJ-REIT¹やJ-REIT以上の投資実績を持つ大手生保、あるいは流動化型信託²の受託者であり年金基金のゲートキーパーでもある信託銀行などであろう。これに対して、一生に一度か二度、住宅取得という形でしか不動産投資を経験することがない一般の人々は、不動産に関する最情報弱者といえる。

現在、ファンドバブルともいわれるほど内外の資金が不動産投資市場に流入して市場規模が急拡大する一方で、さまざまなリスクファクターも顕在化している。長期的な不動産投

¹ 実態的には、投資ビークルである投資法人から委託された運用会社（投信委託業者）が不動産の購入や売却、運用に関する意思決定と実務を行っている。

² 不動産からの収益を裏付けとして証券を発行するなどの方法で資金調達を行う、流動化・証券化を目的とした、不動産に受益権を設定する信託。不動産の管理を目的とした不動産管理信託や、土地所有者の土地有効利用を目的とした土地信託と区別される。

資において大きな失敗をしないためにも、投資家は不動産に関する高い情報リテラシーを身に付ける必要がある。

1. 不動産投資市場の現状

ニッセイ基礎研は、日本の不動産資産総額を2003年末で1,650兆円と見積もっている。うち法人所有の土地・建物は500兆円、家計所有の土地・建物は1,000兆円とみられる（図表-1）。

法人所有の土地・建物のうち、投資家や法人が所有する賃貸ビルや賃貸マンションなどの収益不動産は一部に過ぎず、2005年末でも75兆円程度である。法人自ら利用する不動産が賃貸用の収益不動産よりはるかに多いのは、戦後からバブル崩壊まで続いた地価上昇を背景に、有利な資産形成や成長の梃子として、製造業や小売業、サービス業などあらゆる事業法人が投資家や不動産会社を凌駕する勢いで土地取得を進めたためである。

しかし、地価上昇を支えた経済の高度成長と労働力人口の増加、都市への集中は過去のものとなり、経済・社会構造は大きく変化した。いまや、企業にとって土地所有は成功の鍵ではなくなったが、土地を持たない経営が常に正しいわけでもなく、企業価値という観点から不動産所有の是非を考えるようになってきている。

国土交通省が毎年実施しているアンケートでも、企業の土地所有意識は大きく変化しており、2000年以降は借地・賃貸派と所有派が逆転したが、借地・賃貸派も絶対多数になっていない。不動産証券化協会の調査でも、企業が不動産所有を是々非々で考えるようになっていくことがわかる（図表-2）。

現在、低金利・カネ余りの影響で、J-REITや私募型不動産投資ファンド（以下私募ファンドという）などのファンドが銀行から借り入れる金利水準が低くなっている。この借入金利と不動産利回りとの差（イールドギャップ）が大きく、レバレッジ効果³が期待できることもあり、不動産投資市場に内外の投資資金が流入している。この結果、不動産利回りは低下、不動産価格は上昇傾向にある。75兆円の収益不動産のうち20兆円が証券化されるとみられるが、2010年末には収益不動産が80兆円に増える一方、証券化不動産は保守的に見積もっても30兆円規模に拡大すると予想している。

最近行われる大型不動産の競争入札では、物件を求める私募ファンドやJ-REITが殺到し、非常な高値落札が相次いでいるとして、マスコミなどの一部から「ファンドバブル」との指摘もある。そこで、このような不動産取引の現状について2005年10月にアンケート⁴したところ、市場参加者の認識は、「高値だが適正な範囲」という意見が46.3%と、「理解を超える価格での取引が増加（45.0%）」をわずかに抑えて最も多かった。

³ 低利の外部借入により、出資者の投資利回りが自己資金だけで投資する場合より高くなること。投資利回りは、借入比率が高いほど、イールドギャップが大きいほど高くなる。ただし、借入比率が高くなれば、不動産収益の減少や金利の上昇で資金ショートするリスクも大きくなる。また、不動産売却時にキャピタル・ロスが発生すれば、投資家利回りの低下度合いもより大きくなる。投資家は、レバレッジ効果でリターンを増幅できるが、リスクも増幅される点に留意が必要である。

⁴ 不動産・建設、金融・保険、仲介、不動産管理、不動産ファンド、格付、投資顧問・コンサルタントなどに携わる132名を対象に、2005年10月に電子メールで実施し、80件の回答を得た（回収率60.6%）。詳細はニッセイ基礎研究所REPORT2005年12月号『熱を帯びる不動産投資市場の行方』を参照。

前回調査（2004年10月）では、「理解を超える価格での取引が増加（59.7%）」と、次点の「高値だが適正な範囲（24.7%）」に大きな差をつけていたことから、この1年で取引の過熱に対する警戒感が薄れたように思われる。「理解を超える価格での取引が非常に多い」、すなわち現在すでにバブル状態にある、とする意見は7.5%にとどまり、前回（10.4%）同様少数意見である（図表-3）。

今回、「高値だが適正な範囲」とした理由を聞いたところ、「市場の透明性が高まり、流動性リスクも低下している（すなわち、不動産のリスクプレミアムが縮小して利回りが低下し、価格が上昇している）」という意見が63.2%と最も多かった。次いで、「オフィス賃料が上昇局面に入った」が52.6%と、前回あった賃貸市場と投資市場の見通し間での温度差⁵がなくなり、価格上昇を是認する市場参加者が増加したとみられる。

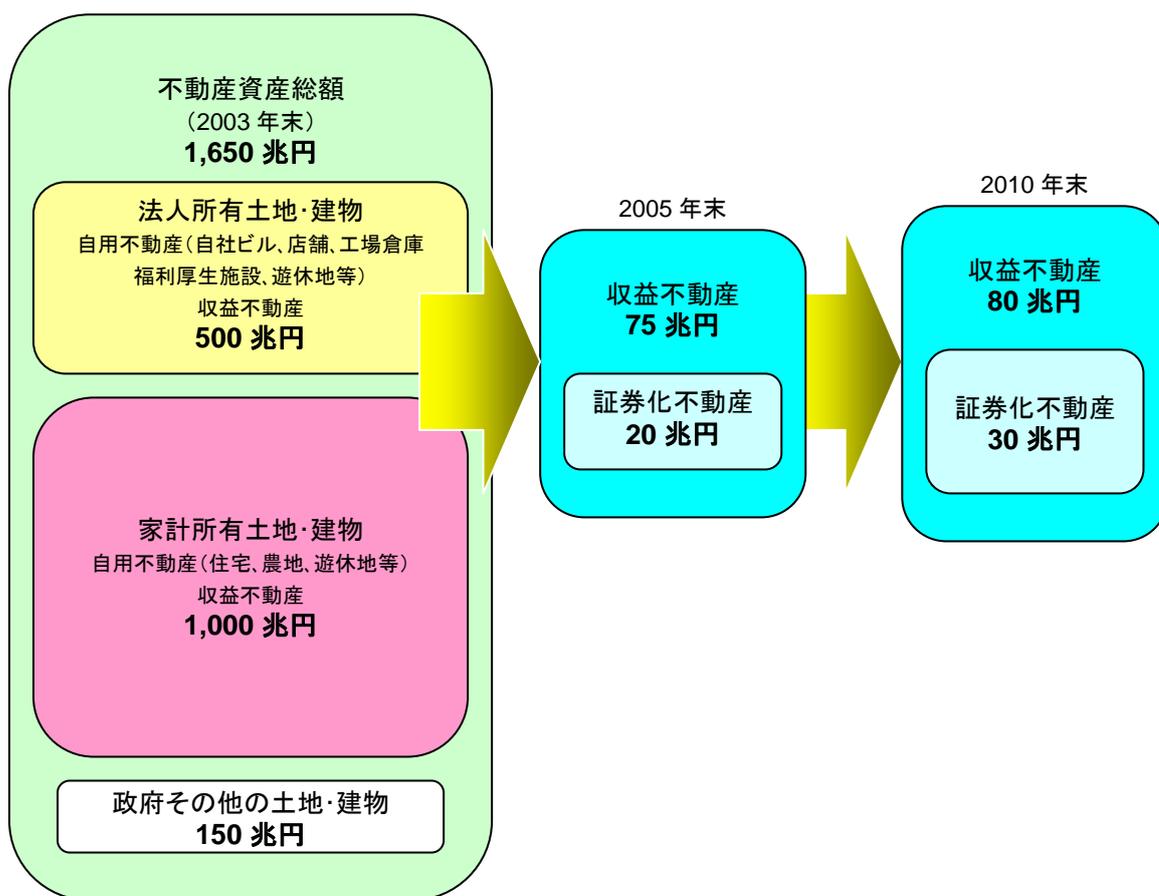
また、不動産の「評価額が収益還元法で決まる（50.0%）」ようになり、「インカムゲイン重視（キャピタルゲインに過度に期待しない）（42.1%）」、「（リスクプレミアムを上乗せして）長期国債より高い利回りで買っている（31.6%）」、「投資可能な優良不動産は限られる（全国のあらゆる土地が買われているわけではなく、選別的な投資が行われている）（31.6%）」、「（価格は上昇しているも、低い資金コストを利用した）レバレッジ効果で、投資家は高い利回りが期待できる（28.9%）」ことから、合理的で適正な取引とみていることがわかる（図表-4）。

現在の不動産投資は、収益不動産を対象に行われ、投資の仕組みも所有と経営が分離されて、リスク分散も図られるなど、その考え方や仕組みはグローバル・スタンダード（国際標準）に近づいている。また不動産需要に影響する人口・経済成長も低位安定で、高い成長率だった1980年代後半のバブル時期とは全く異なっており、市場参加者の相互牽制も効くようになってきている（図表-5）。

このため、最近の価格上昇をとらえて、バブル状態にあると断じるのは早計過ぎるし、1980年代までの土地神話の下で行われた野放図な土地投機、いわゆる「土地バブル」が再現される可能性はほとんどないと考えられる。ただし、あくまでも1980年代後半と同じような形でのバブルは起こらない、という意味であることに留意いただきたい。

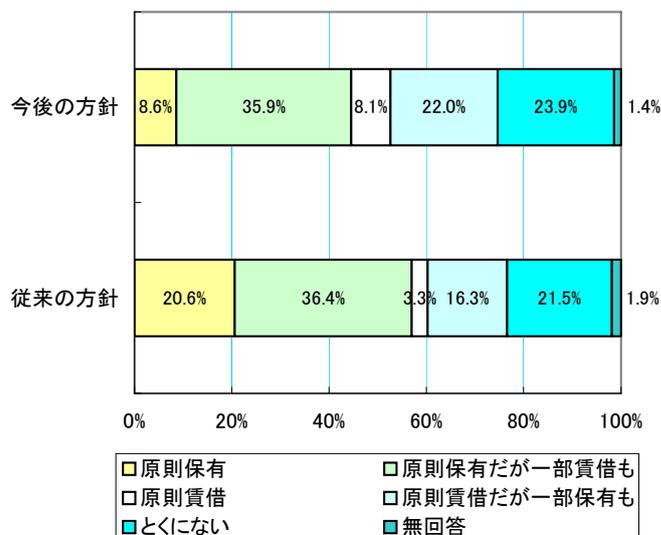
⁵ 2004年10月に実施した同様のアンケートでは、「市場関係者の多くは、賃貸市場の先行きに不安を感じながらも、今しばらくは強気で投資市場に参加していかざるをえない感覚と思われる。慎重な賃貸市場の見通しと比べて温度差がある。」と分析した。

図表-1 日本の不動産資産額と証券化市場規模



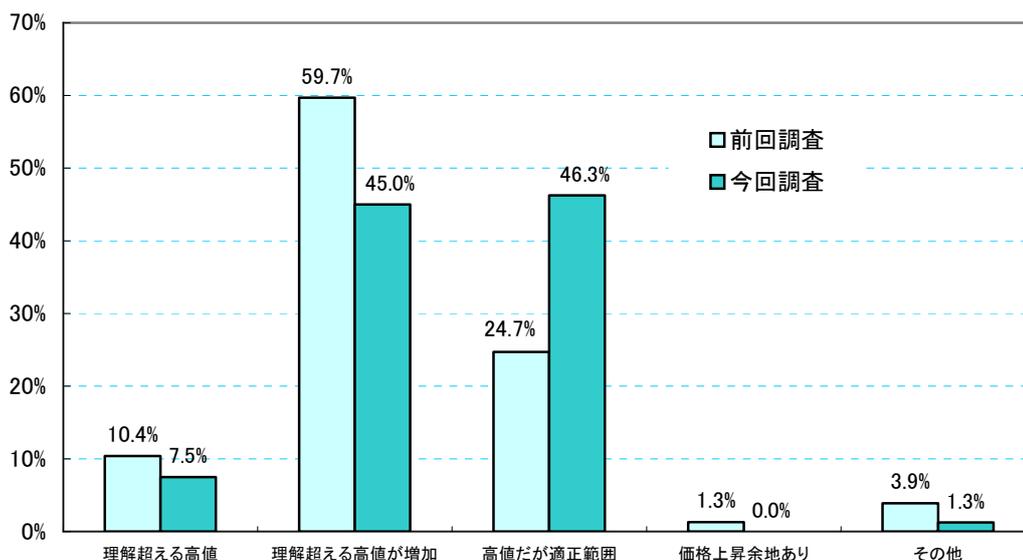
(出所)ニッセイ基礎研究所

図表-2 不動産の取得や保有に対する企業の方針



(注)一定規模以上の株式公開企業(金融、不動産業除く)2,000社対象のアンケート。有効回答率10.5%
 (出所)不動産証券化協会調査(2004年11~12月)を基にニッセイ基礎研究所が作成

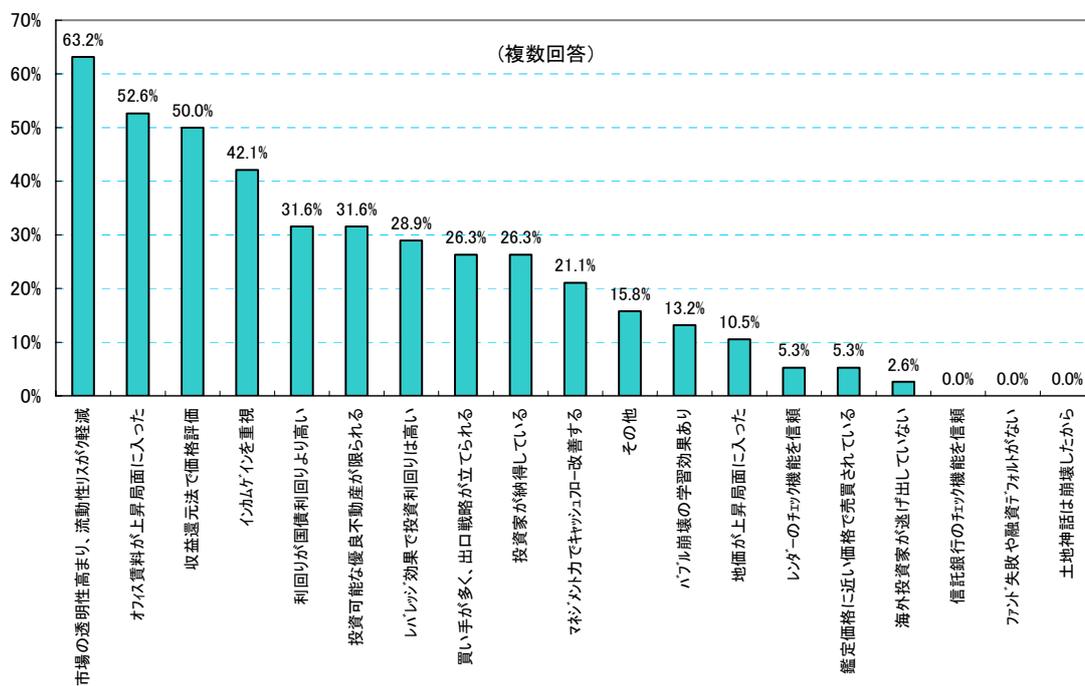
図表-3 不動産取引における不動産価格の現状について



(注) 前回調査2004年10月

(出所) ニッセイ基礎研究所「不動産市況に関するアンケート」2005年10月

図表-4 価格が適正な範囲と考える理由



(注) 前問で「高値であるが、適正な範囲の取引がほとんど」とした回答者数を分母にしている。

(出所) ニッセイ基礎研究所「不動産市況に関するアンケート」2005年10月

図表-5 1980年代後半の土地バブルとの比較

		バブル経済期 (1986~1990年)	現在 (2000~2004年)
人口・経済	人口移動	東京圏一極集中 東京区部からは流出	東京再集中 都心回帰
	総人口増加率	1.6%	0.6%
	出生率	1.54('90年)	1.29('04年)
	高齢化率	12.1('90年)	19.5('04年)
	実質 GDP 成長率	4.8%('85~'90年)	1.3%('99~'04年)
不動産投資	投資判断の与件	土地神話	低金利・イールドギャップ によるレバレッジ効果
		国による 過大なオフィス需要予測	民間による 「2010年問題」の提起
	投資目的	成長・拡大傾向の 賃貸不動産・分譲市場	二極化する 賃貸不動産・分譲市場
		値上がり益・含み益 節税効果	キャッシュフローの分配
	投資形態	自己勘定での直接投資	証券化やストラクチャード・ファイナ ンスによる間接投資
		コーポレート・ローンによる借入	ノンリコース・ローンによる借入
	投資判断基準	資本回収期間 累積解消時期	IRR(内部収益率)
	市場の投資指標	地価	キャップレート イールドギャップ
	投資対象・地域	主に土地	収益不動産 (多様なプロパティ型)
		無差別 全国	選別的 主要都市・都心部
	不動産評価	更地重視 取引事例法中心	収益還元法 デュー・デリジェンス実施
	不動産管理	内生化 静的・受動的	アウトソーシング 機動的・能動的
	出口戦略	なし	あり
	投資リスク	集中	分散
投資リスクの認識	低い	高い (市場・経営・環境・地盤・構造等)	

(出所)ニッセイ基礎研究所

2. 最近の不動産投資リスク

(1) 運用技術差の拡大

1990年代後半以降、資産価値が下落した不動産ストックが不動産投資市場を通じて流動化、金融商品化される過程で、投資家もしくは運用者によって収益還元価値による選別が行われた。同時に、立地・規模・建築・設備機能など個別不動産に関する情報の流通量が飛躍的に増加したため、テナント・利用者による選別も進んだ。

このような不動産そのものの二極化と表裏一体で、運用技術の差も拡大している。更地の価値が重視された1980年代までと異なり、収益価値を基本とする証券化の拡大で、不動産運用技術は格段に進歩した。特に、不動産投資の主流となっているファンド型の商品では、ファンド全体のマネジメント（ファンド・マネジメント、あるいはポートフォリオ・マネジメント）と、不動産の管理・運営を行うアセット・マネジメントの巧拙が、投資家への利益分配や資産価値を左右するものと認識されている。なお、以下ではファンド・マネジメントやアセット・マネジメントを行う主体を簡略化して「運用者」もしくは「運用会社」と表記する。

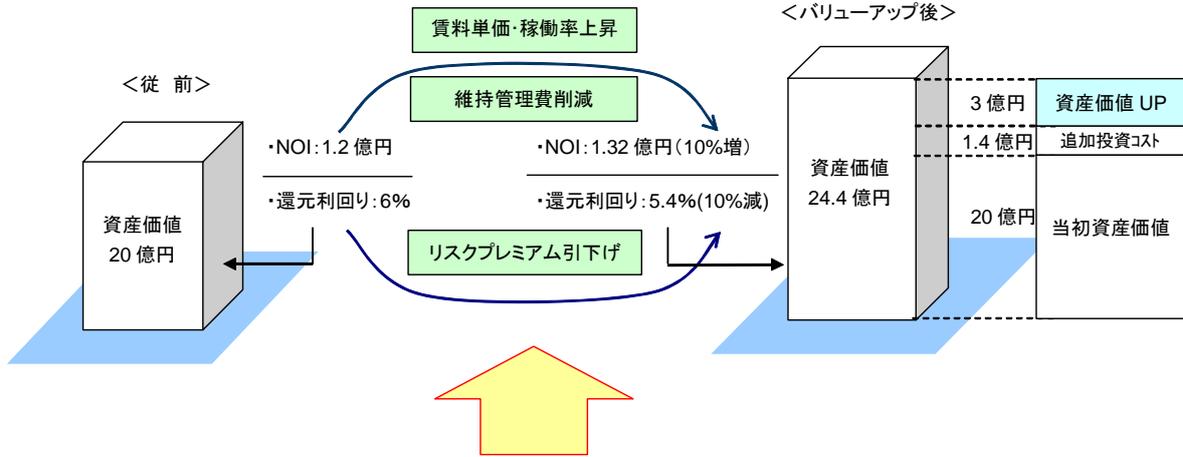
なぜなら、不動産ファンドは、株式や債券と異なって同じものが二つとない実物資産を扱い、主な収益の源泉が賃貸事業収入であるだけに、適切な物件選択と巧みな管理運営がうまく組み合わせられれば、賃貸不動産市場全体が悪くとも相対的に良好なパフォーマンスを確保できる可能性も十分ある商品だからだ。投資用不動産の価値は、1980年代までは主に路線価や公示地価から求めた土地代と建物の償却価格で測られたが、不動産証券化ではその不動産が生み出す収益を基に収益還元法で求められる。物件の持つ市場競争力と賃貸事業の巧拙により収益額が変わってくるため、物件の選択と管理運営に関わる運用者の役割は非常に重要なのである。

J-REITの運用者は、明確な投資方針に基づき、値下がりリスクの少ない優良物件中心に戦略的に不動産ポートフォリオを構築して、リスク分散を図りつつ、中長期的には資産の入れ替え、建替えなどによりポートフォリオの劣化・陳腐化を回避し、長期安定的なインカムゲインを確保しようと努力する。

これに対し私募ファンドは、稼働率改善や管理費削減でキャッシュフローを増加させ、また権利関係の整理や耐震性の強化などでリスクファクターを軽減・除去することで資産価値を引き上げる。富裕層などの最終的所有者やJ-REITなどのファンドを買手に想定して、最適な売却のタイミングを図る出口戦略を持つ点でJ-REIT以上にアクティブな運用技術が求められる。J-REITより高い借入比率でレバレッジを効かせることもあり、通常、J-REIT以上のリターンが期待される（図表-6~8）。

現在のように景気の回復傾向が強まり、不動産価格が上昇を続ける局面では、キャッシュフロー改善や資産価値増加に関する運用者の貢献や技量の差が明確になりにくい。しかし、市場の調整局面ではこのような運用技術の差がパフォーマンスに反映するのは間違いない。このため、長期の不動産投資家は、市場の流れに依存してキャッシュフローを高める努力を怠ったり、楽観的な出口戦略を描いて低品質の不動産を高値買いしたりするような運用者を避け、有能で信頼できる運用者を選別する必要がある。

図表-6 私募ファンドにおけるバリューアップの構造

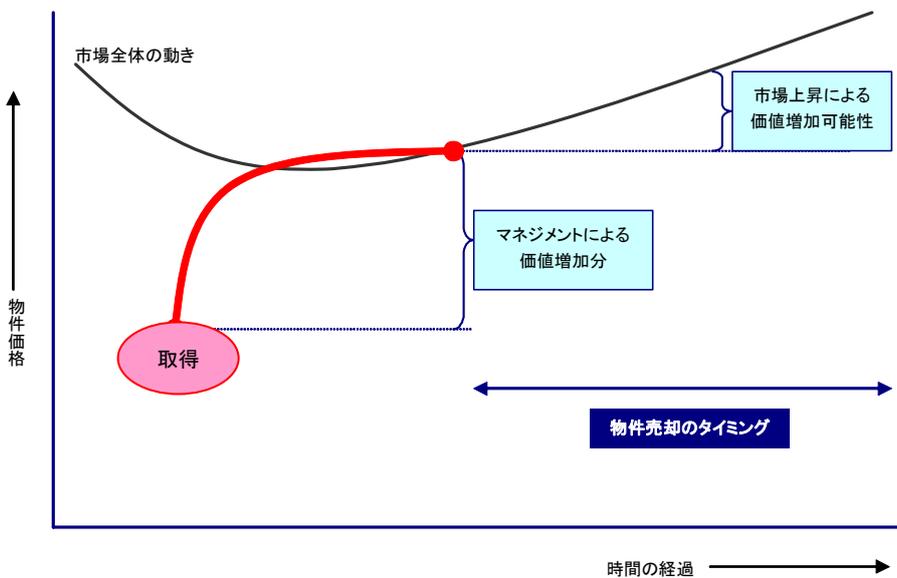


＜バリューアップ手法のメニュー＞

分野	目的	内容
建築・設備の更新	①賃貸物件としての魅力向上 ②維持管理の効率化	リニューアル
		コンバージョン・用途転換
		建替え(単独再開発)
		再開発(共同開発)
ビル管理体制見直し	①維持管理の効率化 ②賃貸物件としての魅力向上	プロパティ・マネジメントの導入
		ビル管理会社・契約の見直し
リーシング・マネジメント	①稼働率の改善 ②解約リスクの低減・稼働の安定化	新規テナント誘致・増床対応
		テナントの入替え

(出所)ニッセイ基礎研究所

図表-7 私募ファンドのバリューアップと売却時期



(注)価値増加とは、キャッシュフロー増加と物件価格増加を合わせたものを指す。

(出所)ニッセイ基礎研究所

図表-8 不動産ファンドの比較

	J-REIT(不動産投資信託)	私募型不動産ファンド
リスク・リターン特性	ミドルリスク・ミドルリターン 高い配当利回りや大きな値上がりはあまり期待できないが、長期的に安定した配当を享受	ハイリスク・ハイリターン 高借入比率によるレバレッジ効果や、物件の資産価値を上げる積極的なマネジメントにより、高い配当利回りや大きな値上がりを享受
借入比率 (LTV)	低い(30%~50%)	高い(60%~90%)
投資対象不動産	大都市のオフィスビルやマンション、SC、倉庫など、賃料収入が比較的安定的に見込める物件で、地域分散を意識	大都市のオフィスビルやマンション、SC、倉庫、ホテル、開発用地など J-REIT より幅広い。単独物件、もしくは地域集中するケースが多い
資産額/ファンド	500億~5,000億円規模	数億~100億円規模が多いが、1,000億円以上の大型ファンドも
運用期間	追加投資や入替えを行い永続的に運用 投資家は市場で投資口を自由に売買	運用期間は3~5年で途中解約不可、最終的には第三者に不動産を売却して終了 大型ファンドでは、追加投資や入替えも
流通市場	ある (東証、大証、福証、ジャスダック)	無い
発行市場	公募(IPO、PO)	私募
投資家	不特定多数	特定少数 (機関投資家や法人、一部に個人富裕層)

(注)最大公約数的な特徴を整理したもので、上記特徴に該当しない商品もある。

(出所)ニッセイ基礎研究所

(2) 利益相反リスクをはらむファンドブーム

私募ファンド市場では、市場環境の改善と投資家の拡大・多様化を背景に、同一もしくは系列の運用会社が組成・運用するファンド間で、不動産を転売する例が増えている。なぜなら、海外投資家など要求利回りの高い投資家向けに組成したファンドから、要求利回りの低い国内投資家向けファンドに不動産を転売すれば、利回り差分だけ値上がりの確保が期待できるためである。

J-REIT は、優良物件を相対的に低い利回りで購入して長期保有する大口投資家であり、私募ファンドが運用する中・大型不動産の最終的な出口に想定される傾向がある。このため、私募ファンドの運用者が J-REIT 組成を計画したり、J-REIT への売却を想定して新規参入組が私募ファンドを組成したりする一方、J-REIT で先行した大手不動産会社が、系列 J-REIT を出口のひとつに想定した私募ファンドを組成する事例も増えている。

J-REIT からみて、バルクセール（多数の物件の一括売却）や低稼働物件など直接購入が難しい物件を、投資適格不動産に加工してくれる私募ファンドは、外部成長のための物件確保のパイプラインとして無視できない存在である。特に、系列ファンドであれば、価格がせり上がる競争入札を避けて、相対での取引が期待できる上、増資時期と物件取得時期を調整して投資口単位当り配当の希薄化を回避することも可能である。

しかし、系列ファンド間⁶での転売が、各ファンド投資家間の利益相反リスクをはらんでいるのも事実である。たとえば、値上がり益や売買に伴う運用会社の手数料収入の確保を目的にした転売が繰り返される可能性である。また、賃貸市場のファンダメンタルズや当該物件の収益力と大幅にかい離した恣意的な価格で転売されるのであれば、いずれかのファンドの投資家が不利益を被ることになる⁷。

不動産投資市場の過熱感が高まって金利にも先高感がある現状では、将来の値下がりリスクも高くなっているだけに、安易な転売が横行すれば、市場が「土地ころがし」ならぬ「ビルころがし」ゲーム化する恐れがある。本来、各ファンド投資家間の利害が異なる以上、運用者はコンプライアンス体制を整備し、異なるファンド運用部門の分社やファイアウォールの構築、投資家に対する運用不動産に関する詳細な情報開示とともに、取得プロセスに問題がなく、かつ「適正な市場価格（Fair Market Value）」による取引であることを説明すべきで、これが系列間取引の場合はなおさらである。

(3) 実物資産のリスクー多発する事件・事故ー

不動産投資市場が拡大する一方で、土壌汚染問題、アスベスト問題、耐震強度偽装問題、完了検査後の用途変更（不正改造）問題が相次いだ。大型回転ドアによる人身事故、窓ガラスや外壁タイルの崩落も記憶に新しい。いずれにしても、リターンの高さばかりが目されがちだった不動産投資について、実物資産ゆえのリスクの高さも露わになったといえる。

⁶ 運用者の自己勘定から系列ファンドへの売却も含む。

⁷ このような指摘に対し、仮に系列間で利益相反問題が起これば、グループ全体が投資家の信用を失ってビジネスの継続が困難になることが容易に予想できるため、幅広く不動産運用ビジネスに携わっている会社ほど、このような利益相反行為を犯す可能性は小さいとする意見もある。

このような事故や事件の頻発で、投資スキームを理解していても不動産固有のリスクまで十分認識していなかった投資家は、やはり不動産は怖いという印象を持ったと思われる。実際、一連の事件を受けて、機関投資家の一部に株式や債券など従来型資産への回帰の動きが強まったという指摘もある。もっとも、不動産投資に精通して高い情報リテラシーを持つ投資家であっても、耐震強度偽装のように異常な事件はまったく予想外であろうが、その他は比較的冷静に受け止めている向きも多いとみられる。

なぜなら、震災リスクに関してみれば、現行基準よりも耐震強度レベルの低い旧基準で設計・建設された物件が、現在の不動産ストックの中に少なからずあるのは周知の事実だからである。さらに、投資に際して建物の強度を調べると、旧基準の建物でも新基準と同等の強度を持つ場合が少なくないこと、あるいは設計上では最新基準の耐震強度を満たしているにもかかわらず、施工不良によって基準値以下の強度しかない物件が建てられるケースがあることも理解しているからである。また、工場跡地での大型マンション建設の増加で土壌汚染リスクが顕在化したのが、米国の不動産業界が四半世紀前に経験していたアスベスト問題同様、投資判断に必要となるエンジニアリング・レポートの調査項目でもあり、いまさらの感すらある。

つまり、実物資産である不動産は、目で見ても手で触れて確かめることができるものの、躯体や壁の内部、地盤など隠れた部分のリスクや維持管理のクオリティに起因するリスクも多く、見えないリスクの集合体でもあるということだ。また、残念なことに、このような見えないリスクの抑制・軽減への努力とともに、リスクの存在や内容に関わる情報の誠実な開示・説明への努力という点において、不動産事業者や運用者によって大きな差があるのも事実である。

このように、見えないリスクの集合体でもある不動産への投資において致命的な失敗をしないためには、不動産自体の評価についてはもちろん、不動産事業者や運用者の運用力や責任能力を判断するための高い情報リテラシーを身につける必要がある。

(4) 長期的市場変動リスク調整局面に備えるー

今後、日銀の量的緩和政策が解除されても、当分はゼロ金利政策が維持されるとみられるため、現在のイールドギャップ水準からみて、不動産にはまだ価格上昇（利回り低下）余地があるという見方が少なくない。

冒頭でも紹介した、ニッセイ基礎研究所による2005年10月のアンケートでも、不動産投資市場の拡大にブレーキをかける要因について、「長期金利やノンリコース・ローン金利の上昇」が82.5%と最も多く支持された。次いで、「イールドギャップの縮小」が63.8%となっており、市場参加者が今後の金利や利回りの動向を注視していることがうかがえる（図表-9）。

また、3位の「一部ファンドの破たんや利益相反問題などによる投資家の信頼低下（50.0%）」が注目される。不動産投資の主流となったファンドもその歴史は短く、一部の不心得者による不祥事などをきっかけに市場全体の信任が低下することが懸念されているといえる。アンケートの自由記述でも、プレイヤーの増加とともに説明のつかない荒っぽ

い取引が増えているとして、今後、投資家の信頼を損なうケースが出てくる可能性を指摘する意見があった。

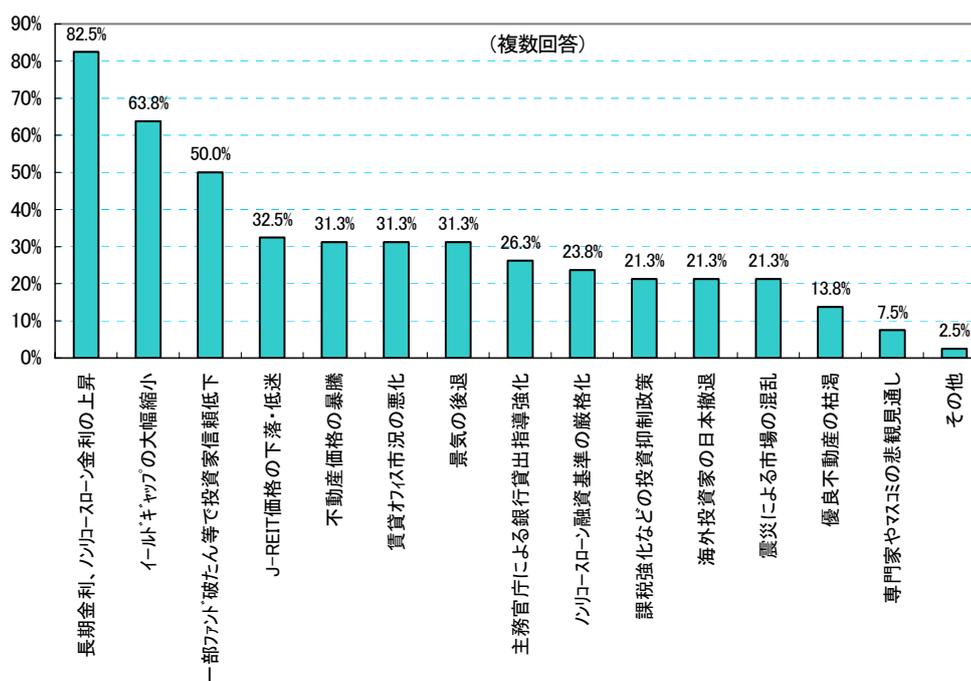
4～7位は、「J-REIT 価格の下落・低迷 (32.5%)」、「不動産価格の暴騰 (31.3%)」、「賃貸オフィス市況の悪化 (31.3%)」、「景気の後退 (31.3%)」となっており、各市場や景気の変化が注目されていることがわかる。

これに対して8～10位は、「主務官庁による金融機関の貸出し指導強化 (26.3%)」、「ノンリコース・ローン融資基準の厳格化 (23.8%)」、「開発規制や不動産課税の強化など投資抑制政策 (21.3%)」と、政策の変化が挙げられている。1990年3月に導入された不動産金融の総量規制や1992年1月の地価税が、市場関係者の苦い記憶として残っているためと思われる。実際、バブル再燃を懸念した日銀や金融庁が金融機関に対する監視や指導を強化する動きが出ているようだ。

いずれにしても、不動産の金融商品化が進んだ結果、長短金利動向や株式・債券市場との関係は以前に比べてはるかに強まり、市場の変動リスクが高まっている。アンケートでも懸念されていたように、特に今後の金利動向には注意が必要といえる。さらに、今回の価格上昇もいずれ調整局面を迎えること、また、市場の常として行き過ぎが生じるすなわちオーバーシュートして最悪の場合バブル的な状態になる、可能性があることを認識しておくべきである。

実際に、調整がいつ起きるのか、また小刻みな調整が繰り返されてソフトランディングとなるのか、市場のオーバーシュート後に突然大きな調整が起きてハードランディングとなるのかを、現時点で予想するのは難しい。しかし、長期不動産投資を行うのであれば、このような調整局面を視野に入れた投資判断を行わざるを得ないであろう。

図表-9 不動産投資市場の成長にブレーキをかける要因



(出所)ニッセイ基礎研究所「不動産市況に関するアンケート」2005年10月

3. 情報リテラシー底上げの必要性

不動産に精通した機関投資家が私募ファンド投資をする場合、①投資商品としての評価、②不動産自体の評価、③投資環境の評価、④運用者など関係者の評価、といった側面から総合的な投資判断を行うであろう（図表－10）。

不動産は個別性が強いだけに、取引価格が「適正な市場価格」であることを検証・確認することは特に難度の高い作業である。不動産鑑定では、評価額はピンポイントの価格にならざるをえないが、将来のキャッシュフローや金利の変化、出口戦略などを勘案して収益還元価格を査定する以上、「適正な市場価格」にはかなりの幅⁸が存在するからである。

また前述のとおり、ファンドでは運用者の技量がキャッシュフローや資産価値を左右するだけに、このような運用力の差を織込めば「適正な市場価格」は価格帯として認識せざるをえない。最近では、オフィスビルを賃貸マンションや店舗に改修する用途転換（コンバージョン）を専門的に手がける不動産会社や運用者も増加しているが、鑑定評価では用途転換後のキャッシュフロー改善や資産価値上昇を織込む限界がある。いずれにしても、J-REITの運用会社や生保、信託銀行などの金融機関であれば、鑑定評価額を内部でクロスチェックする組織・機能を持ち⁹、鑑定評価を相対化して投資判断を行うのが一般的である。

そもそも、価格評価の前提となる賃料水準の評価自体、それほど簡単なことではない。たとえばオフィスビル賃料は、指標となる市場データがいくつか公表されているが、これは募集単価の平均にすぎず、募集条件を提示しないビルオーナーや仲介業者を通さず直接営業するビルオーナーのデータは含まれない。また、募集条件と実際の契約条件との乖離も調整されていないため、適正な賃料を算定するには不十分で、自ら市場実態を確認したり、専門機関から情報を購入したりすることで情報の精度を上げる必要がある。

このように、高い情報リテラシーを確保するためには、それ相応の組織・スタッフや予算が必要なため、一般的な投資家が不動産に関する情報リテラシーを向上させることは容易なことではない。このため、一般的な投資家は、高難度の実物不動産投資（自己勘定での直接投資や私募ファンドなど投資スキームを通じた間接投資）ではなく、不動産投資のプロが分散投資の観点から組成・運用する、証券に加工された透明性と流動性の高い J-REIT 投資をまず検討すべきであろう。

とはいえ、市場参加者全体の情報リテラシーの底上げが図られなければ、投資家の裾野は広がらず、不動産投資市場の長期的な発展は望めないであろう。このため、①高い情報リテラシーを持つ不動産投資顧問会社やコンサルタント、ファイナンシャルプランナーの増加、②ベンチマークとなる不動産インデックスの開発¹⁰や市場情報の一層の整備、③運用者

⁸ 一部の不動産評価会社や不動産鑑定会社は、顧客の要望があれば不動産価格を一定の幅で表示するサービスを行っている。

⁹ J-REITが不動産を購入した場合、形式的・事後的には監査法人などの第三者が価格調査を行うことになっている。しかし、調査人は当該不動産について不動産鑑定士による鑑定評価が行われていることを確認するだけで、価格の妥当性の保証も取引についての意見表明も行わない。実際には、不動産投資に精通したJ-REIT運用会社のスタッフが、取得前に不動産鑑定士などと議論しながら適正と思われる価格を見積もっているのが実態である。クロスチェックの客観性を高めるため、外資などでは第三者レビュー（セカンド・オピニオン）を取得する場合がある。

¹⁰ 現在、民間企業から公表されているオフィスビルの投資利回りインデックスは、公示地価等と想定建築費から不動産価格を算定しており、実際に運用されている不動産のキャッシュフローや収益還元法で算定

を評価・格付けする手法やサービスの開発、④個人投資家向け投資教育の充実など、不動産投資市場の発展を願う市場関係者の積極的な取り組みが望まれる¹¹。

図表-10 不動産投資商品検討のポイント

商品					
スキーム	商品特性	運用方針	期待 利益率	手数料	
不動産					
種類	ポートフォリオ	立地	建築 設備	テナント	価格
投資環境					
賃貸不動産市場		不動産投資市場		金利、株式 景気動向	
関係者					
組成者	販売者	運用者		信託銀行 金融機関	

(出所)ニッセイ基礎研究所

された価格に基づいて作成されたものではない。しかし、2004年、生損保やJ-REIT、不動産会社の実績データを基にようやくIPDジャパンがインデックスを開発したほか、社団法人不動産証券化協会がJ-REITのデータを基にしたインデックスを開発している。

¹¹ 不動産投資市場の整備のあり方を検討している国土交通省の社会資本整備審議会産業分科会不動産部会では、今後の検討課題として①資産査定や物件の瑕疵評価に係わるデューデリジェンスの適正化、②プロパティマネジメント会社の能力の客観的評価基準や強化の枠組み、③年金基金や一般投資家など多様化する投資家ニーズに応じた不動産関連サービスのあり方などを挙げ、2006年7月に部会報告を取りまとめる予定である（日刊不動産経済通信 2006年2月21日号より抜粋）。