

耐震強度偽装問題 不動産投資市場への影響

—J-REIT 銘柄や私募ファンド運用会社の選別化を加速—

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

耐震強度偽装問題は、最新の建築基準で設計された建物でも、想定外の震災リスクが存在する可能性があることを明らかにした。もちろん、実際には多くの建物が耐震設計基準を最低限満たしていると思われるものの、建築確認制度自体への不信感も生んでしまっただけに、疑心暗鬼はすぐに晴れそうにない。分譲マンション市場にとどまらず、不動産投資市場においても、物件の耐震強度に対する関心は一気に高まったといえる。

事件の直接的影響

不動産ファンドには、東京などの証券取引所に上場している「不動産投資信託（J-REIT）」と、特定少数の投資家を対象にした私募形態の不動産ファンド（私募ファンド）がある。今回の耐震強度偽装問題に関連して、J-REIT では、エルシーピー投資法人が、構造計算書の偽装を見逃していた日本 ERI から運用する全物件の建築確認をとっていたため、上場を延期するといった直接的な影響が出た。

私募ファンドでは、野村不動産グループの資産運用会社が昨年購入した賃貸マンションが偽装物件だったことが明らかとなっている。マンション取得にあたっては当然デュー・デリジェンス（物件諸条件の精査）を行っていたが、構造計算書の偽装を発見することは困難だったといえる。通常、J-REIT であれ私募ファンドであれ、物件購入の際にデュー・デリジェンスを実施し、J-REIT では大地震が起きた時に物件が受ける被害の予想最大損失率（PML 値）についても投資家に公表するケースが多い。いずれにしても、建築確認申請などの法的手続きをクリアしていることを前提にした調査や評価・判断であり、今回のような事件はまったくの想定外である。当該マンションの場合、偽装発覚時点ではファンドに組み込まれていなかったため、幸い投資家への影響はなかった模様だ。

このように、これまでのところファンドへの直接的影響はあまりない。では、今回の事件は収束に向かうのだろうか。ある建築専門誌¹が最近実施したアンケートでは、「構造計算書

¹ 日経アーキテクチャ 2005年12月26日号

偽造問題が氷山の一角だと思うか」との質問に、大手設計事務所では7割、建設会社では6割、構造設計事務所でも4割が「思う」と答えている。今回の事件の背景のひとつとして、建設会社などが経済性を過度に追求して、設計事務所や建築士が反社会的行為をせざるをえないほど強いコスト削減圧力をかけたであろうことが疑われる。このような建築関係者間の力関係の実態が、今回の登場人物だけに限ったことではないのではないかと、業界人が考えていることが浮き彫りになったわけだ。同様の問題が潜在化しているとすれば、ファンド市場への直接的な影響が限定的であると即断できないだろう。

また、投資家心理への悪影響も懸念される。ニッセイ基礎研究所が昨年10月に行った不動産投資市場に関するアンケートでは、市場の成長にブレーキをかける要因の第3位に、「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」が挙がっていた。つまり、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を市場関係者が恐れていることがわかる。今回の事件についても、これが「氷山の一角」に止まらないのではないかとという疑念が払拭されなければ、最悪の場合は投資家心理の冷え込みや不動産市場からの離反が懸念される。投資スキームを理解していても、実物不動産に固有のリスクを十分認識していなかった投資家の場合には、やはり不動産は怖いということになりかねない。実際、今回の事件を受けて、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ているという指摘もある。

本当の問題はファンド間のクオリティ格差

もともと、不動産投資にある程度精通している投資家であれば、今回のように異常な事件はまったく予想できなかったとはいえ、その投資リスクという面では比較的冷静に受け止めているともいえそうだ。なぜなら、現在ある膨大な不動産ストックの中に、現行基準よりも耐震強度レベルの低い1981年以前の「旧耐震基準」や、1971年以前のいわゆる「旧々耐震基準」で設計・建設された不動産が少なからずあるのは周知の事実だからである²。阪神大震災以降、投資用不動産だけでなく、戸建て住宅や学校や病院など公共施設も含めて、このような既存不適格物件の耐震改修促進が叫ばれて久しく、法整備も行われてはいるが、遅々とした歩みであるのが実態だ。また、いくら設計上では最新基準の耐震強度を満たしていても、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。

結局、耐震強度に限らず、不動産には見ただけではわからない部分における品質の格差が明らかにあるということだ。また、消費者にマンションを分譲するにせよ、オフィスビルをファンドに組入れて投資家に販売するにせよ、事業者や運用者がこういった目に見えない部分の品質やリスクについてどれだけ注意を払い、あるいは確認・チェックし、そしてその内容を買い手に開示・説明しているか、という対応の差も明らかに存在するのである。現在、分譲・賃貸マンションも不動産ファンドも空前のブームにあるが、それだけに物件

² 設計基準自体の強度レベルは新基準の方が当然高いが、実際に建物の強度を調べると、旧基準の建物でも新耐震基準と同等の強度を持つ場合が少なくなく、旧基準の建物全てが新基準より危険というわけではない。

も事業者・運用者も玉石混交の状態にある、という認識が必要だろう。

今回の事件と関係なく、不動産ファンドブームも金利上昇などによっていずれは調整局面を迎えると考えれば、投資家は、目先の利回りの高低だけで判断するのではなく、不動産から得られるキャッシュフローの成長を期待できるような物件と運用者を選ぶことが重要になる。過熱する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る運用者や、楽観的な出口戦略を描いて立地や耐震強度、設備面などのクオリティが低い不動産を高値買いする運用者を避ける必要があるということだ。

このように考えれば、今回の事件を契機に、J-REIT 銘柄や私募ファンド運用会社の選別化がこれまで以上に進むのではないだろうか。

※ この文章は、週刊エコノミスト 2006年1月31日号に談話として掲載されたもの

(参考)不動産投資分析チーム レポート一覧

2002/06/06	東京オフィス市場の「2010年問題」ーオフィス需要純減で2003年より深刻な局面も
2002/09/12	オフィスビル大競争時代の幕開けー需要縮小局面における勝ち組の条件
2002/10/08	本当に有利か？ワンルームマンション投資ー投資リスクを誤解させる利回り表示
2002/11/12	拡大する私募型不動産ファンド市場ーそのビジネスモデルと市場展望
2003/03/25	日銀の不動産投資信託(REIT)購入効果に疑問ー健全な市場形成を阻害するおそれも
2003/05/09	大規模開発は日本経済を再生するかー都市再生プロジェクトへの期待とその限界
2003/07/08	新時代を担う世代のための都心居住政策をー求められる多様な賃貸マンション供給
2003/08/28	都市再生は不良債権問題を解決するかー的外れな地価反転待望論
2003/10/14	マンションの事務所利用に注目するー小規模オフィスビルにおける需要創造の新たな視点
2003/11/10	地方オフィス市場の現状と展望ー東京ー極集中で高まる縮小均衡の可能性
2003/12/16	情報通信技術が支える新しいワークスタイルーテレワーク増加とオフィス需要への影響
2004/03/02	大型オフィスビルが牽引するフロア利用効率の改善ー2003年問題の陰で進んだオフィス改革
2004/03/19	投資家が求めるビル管理コストのベンチマーケー適正な管理仕様に基づくコスト評価のために
2004/05/28	今後の金利上昇が J-REIT 価格に与える影響ー米国 REIT からのインプリケーション
2004/06/21	住宅市場に 2010 年問題はあるかー団塊世代の住行動と定年退職の影響を読む
2004/07/27	市場の二極化、実は階層化ー平均値では把握できないオフィスビル市場
2004/09/27	不動産投資ブームと投資教育の不在ー人生最大のマイホーム投資こそ重視すべきテーマ
2004/10/21	オフィス市況アンケートのまとめー実務家・専門家がみる今後のオフィス市場
2004/11/11	東京のオフィス市場動向ー不透明な賃貸市場と過熱する投資市場
2005/01/31	注目される新築アッパーミドルクラスビルー中型ビル市場で勝ち組になる巧みなマーケティング
2005/03/14	J-REIT における不動産投資利回りの動向
2005/04/27	再考／東京オフィス市場の「2010年問題」ービル需要の多様化がオフィスワーカー減少の緩衝材に
2005/07/05	不動産投資立国で人口減少でも豊かな生活を
2005/09/25	A クラスビルの付加価値とは何かービルスペック高度化の現状と展望
2005/11/08	熱を帯びる不動産投資市場の行方ー不動産市況アンケート結果より
2005/12/27	再々考／東京オフィス市場の「2010年問題」ー成長業種が牽引する賃貸オフィス需要

(注)2002年4月以降の公表レポートに限る。