

**不動産投資における「見落とされた」リスク<sup>1</sup>**

An Overlooked Risk of Real Estate Investment

小林秀二

不動産金融工学研究所

福井義高

青山学院大学大学院国際マネジメント研究科

本稿は、不動産投資に関するいくつかの実務トピックをファイナンス理論の観点から捉えなおす。これまでの不動産の価格付けやリスク評価が、システムティックに超過リターンを提供する「間違っただ」考えに基づくのか、あるいは無意識であっても市場均衡の観点から矛盾なく説明できるのかという疑問に対しては、市場リスクが捉えきれないリスクが存在し、市場リスクは低い場合であっても、別の潜在的ハイリスクに対応してハイリターンが実現していることが考えられる。つまり市場リスクではシステムティック・リスクの全てを捉えきれない可能性がある。

*For I must tell you friendly in your ear,**Sell when you can: you are not for all markets:*

William Shakespeare

**1.はじめに**

不動産市場は、資産取引の観点から見ると、制約の大きい市場である。取引は相対であり、リスク要因も多様で複雑であり個別性も強い。個別資産のサイズは大きく、分割できないため、分散投資が困難で流動性は低い。また、売買当事者の着目する効用や利用目的は異なり、取引コストも大きい。この取引コストには、市場参加者自身、個別不動産の市場価格がはっきりわからないため、誤差を伴った推定による判断を強いられていることも含まれる。

こうした制約ゆえ、不動産は特殊な資産に位置づけられ、教科書通りの資産評価モデルを適用することは難しいとされてきた。不動産評価方法は、ローカルな実物市場の中での相対評価が中心となり、不動産鑑定士による資産評価も、資産の持つリスク・リタ

<sup>1</sup> 本稿をまとめるにあたり、竹原均筑波大学助教授より貴重なコメントを頂いた。ご厚情に感謝申し上げます。当然ながら、本稿に関する誤りは全て筆者に帰する。