

事業用マンション価格の市場効率性と投資収益率に関する時系列分析

岡山大学経済学部 中村良平
岡山大学大学院
不動産鑑定士 竹下俊彦

1. はじめに

1990年をピークとした戦後3度目の地価上昇は、東京都心の商業地域から全国に波及したその後、下落が始まり、現在までそれが多くの地域において続いている状況にある。そこでは、既に地価上昇の始まった1985年頃の地価水準を割り込んだ地域も多い状況であり、近年は商業地のみならず住宅地も大幅な下落が継続している。地価をはじめとする不動産価格の下落が資産デフレを招いており、それが1つの要因となって1989年に成立した土地基本法が述べるように、不動産は「所有」から「利用」へと実態を伴った転換が図られつつある。すなわち、キャピタルゲインを中心とする「所有」から、不動産の証券化に見られるように賃料収入を中心とする「利用」へと不動産が変化している状況である。不動産の利用価値を賃貸価格でみると、それは不動産価格の下落によって賃料対価格の比率を不動産の投資利回りと定義した場合の不動産投資利回りが相対的に上昇している状況を意味している。

本論文は、不動産価格の上昇及び下落期において投資用不動産の投資利回りも大きく変化している現状を踏まえて、所有から利用へと変換しつつある不動産市場の効率性を検討するものである。分析対象としては、価格と賃料が同一データで把握できる週刊住宅情報記載の事業用不動産を対象とし、東京23区内のマンションを中心とする建物の一室の不動産である。

手法としては、まず上記データから価格及び賃料のインデックスを作成する必要があるが、建物の建築時からデータ記載までの時間変化に伴い、ヘドニック関数のパラメータに変化が生じるモデルを作成して各インデックスを作成する。次に、超過収益率による効率性の検定、価格及び賃料等に対する単位根の検定、更に共和分の検定とECMによる分析を行っている。

得られた結果としては、不動産市場は現在の不動産価値下落の時期においても効率的でなく、価格や賃料に1次の和分が認められ、事後の価格とファンダメンタルに基づく4半期後の期待される価格とは共和分の関係にあるということである。

2. 関連研究

不動産の価格は、その不動産利用から得られる収益の割引現在価値であると考えられ、その割引現在価値をファンダメンタルな価格という。そこにおいて、不動産市場のウィークフォームまたはセミストロングでの効率性を分析する場合、原則として価格、賃料、利子率の時系列データを必要とする。また、不動産市場は大きく分けて価格の市場と賃料の市場があり、価格について土地の市場と土地・建物を含む複合不動産の市場に分類される。

以上のことを踏まえて、先行研究について分析対象、採用データ、分析手法、分析の結果等に注目して概観すると次のとおりである。

まず、分析対象であるが、不動産市場は日本においては、不動産とは一般的に土地を意味することが多いが、外国では農地を除いて一般的には建物の付着した複合不動産を意味する 경우가多