

不動産投資における「見落とされた」リスク¹

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

2004年3月

要旨

J-REIT 証券等不動産投資における市場リスク以外の見落とされがちなリスクの存在について検討する。

*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・リターン特性を分析することよりも、恣意的制度・ガイドラインを決め、それを守る（守らせる）ことに重きが置かれてきた。

しかし、いわゆるバブル経済と土地神話の崩壊以降、値上がり期待ではなく、不動産がもたらすキャッシュフローが重視されるようになり、不動産は急速に金融商品化して来てきた。証券化

¹ 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。