

【 寄 稿 】

「不動産投資インデックス ガイドライン」の公表について

国土交通省総合政策局不動産課不動産投資市場整備室

1. 背景

我が国の不動産投資市場を公正かつ透明なものとし、今後とも発展させていくためには、我が国においても、欧米諸国で行われているように、市場の情報インフラのひとつとして不動産投資インデックスを整備することが不可欠です。

このような認識のもと、国土交通省では、不動産投資インデックスの作成・整備に向けた機運を高め、民間による取組みが円滑に進められるよう、平成13年6月より、不動産投資に関する専門家からなる「不動産投資インデックス整備検討会」を開催してまいりました。

今般、不動産投資インデックス整備検討会での議論をもとに、「不動産投資インデックス ガイドライン」を作成し、12月24日に公表いたしました。

「不動産投資インデックス ガイドライン」は、不動産投資インデックスの作成者に対するガイドラインであるとともに、インデックスとは何かを分かりやすく説明することを目的としており、

- ① 不動産投資インデックスの具体的な内容
- ② 不動産投資インデックスに必要な情報収集
- ③ 不動産投資インデックスに必要な不動産評価等の事項について基本的な在り方を明記しています。

2. ガイドラインの要旨

第1章 不動産投資インデックスとは

1 不動産投資インデックスとはどのようなものか

不動産投資インデックスとは、「不動産の収益率を表したもの」であり、不動産投資を合理的に検討し、投資成果を客観的に評価するための指標です。

また、不動産投資を、金融商品への投資と同じ土俵で収益率を比較するための指標として定義されるべきものであります。

2 不動産投資インデックスの必要性

不動産投資インデックスが整備されれば、不動産市場に関する客観的情報を、一部の不動産事業者や機関投資家だけでなく、一般投資家をはじめ誰もが簡単に知ることが可能になります。

具体的には、

- 投資対象とする不動産の収益性の動向を示す指標として、金融工学を応用した合理的な判断を行うために用いる
- 不動産の運用者が自らの不動産投資の成果と不動産投資インデックスとを比較することによって不動産の運用の評価を行う
- 機関投資家が資金提供者に対して資金の運用状況を詳細に報告する際

に、わかりやすく説明する等に活用されます。

また、不動産投資インデックスが整備されることは、様々な不動産情報の開示や開示に向けた取組みが促進されることにもなり、市場の透明性の向上に資するものと期待されています。

3 不動産投資インデックスの利用方法

不動産投資インデックスは、大きく分けて2つの利用方法があります。

- ① 投資判断に際して、不動産から得られるリスク・リターンと他の金融商品のリスク・リターンとの比較等を可能とする指標としての利用
- ② 実際に行われた不動産投資の効率性を評価することを可能とする指標としての利用

4 不動産投資インデックスの算出方法

不動産投資インデックスの基本式は以下の通りです。

不動産投資インデックス＝ある期間の総合収益率

$$\begin{aligned} & \frac{[\text{期間中のキャッシュフロー}] + [\text{期間中の資産価値の増減}]}{[\text{期首の資産額}]} \\ = & \frac{[\text{総収益}] - [\text{総費用}]}{[\text{期首の資産額}]} + \frac{[\text{期末の資産額}] - [\text{期首の資産額}]}{[\text{期首の資産額}]} \end{aligned}$$

なお、不動産投資インデックスの算出過程や推計式等についてはできる限り公表し、第三者がチェックできるように留意する必要があります。

5 インデックスが備えるべき条件

不動産投資インデックスは、株式における日経225やTOPIXと同様な信頼を投資家から得られなければならない、

- ① 豊富な実取引データを収集し、データのカバレッジが高いこと。
- ② 信頼性の高い算出方法を採用すること。
- ③ 十分な頻度と継続性を確保すること。

が必要です。

第2章 不動産投資インデックスに必要な情報収集の在り方

不動産投資インデックスの作成に当たっては、情報保有者に対して適切なインセンティブを与えつつ、秘密保持の下、必要とされるデータを収集していく

ことが重要です。

1 必要とされるデータ

不動産投資インデックスで必要とされるデータの内容としては、

- ① インデックスが対象とする範囲（地域別、用途別等）の投資不動産に係る不動産価格
- ② 当該不動産が生み出す収益に関するデータ（賃料データ、維持管理費、公租公課等）

等があります。

また、データの提供を受ける際には、関係者において同じ用語を用いても意味することが異なることがあるので、データに関する用語の定義を統一化した上でデータ提供を受けることが必要となります。

データ保有者に一部の不動産のみのデータの提出を求める場合には、どのような選択なされているのかが明示される必要があり、かつ、データが母集団を代表するような選択がなされる必要があります。

2 データの秘密保持のあり方

データの保有者においては、宅地建物取引業法等の守秘義務に従った上でデータを提供する必要があります。

また、インデックス作成機関においては、提供を受けたデータが漏洩しないような仕組み（機関内の守秘義務・罰則規程、責任体制の明確化、セキュリティシステムの整備等）を整備することが必要となります。

3 継続的なデータ提供とデータ提供者におけるインセンティブ

インデックスの利用者のニーズを踏まえ、データ提供については適切な頻度設定がなされることが重要です。

海外においては、機関投資家等がインデックス作成機関の会員となり、必要なデータを提供し、それらのデータを基として得られた分析結果報告書を受け取るという方式のビジネスモデルも存在しており、我が国でも活用することが考えられます。

4 データ収集機関の在り方

不動産投資インデックスのデータ収集機関においては、不動産情報の収集や分析について知識・経験を有する人材の確保やコンピュータ機器等のハード面の充実、漏洩防止のための組織内部の罰則規程等情報管理に係るソフト面の充実が必要となります。

また、基本的には、自ら不動産投資を行わないことが適当であり、特定の者から資金供与を受けるなど特定の者の影響が強い機関でない方が望ましく、しかしながら、現状においては、不動産に関する情報インフラの整備や費用負担の問題があり、このような情報収集機関も存在しますが、この場合においても

第三者から中立・公正な運営が確保されていると評価されるよう体制を整備する必要があります。

第3章 不動産投資インデックスに必要な不動産の評価の在り方

不動産の評価に関して、必要なデータの定義、評価の手法等について、確保すべき標準を示し、データを提供する者及び評価する者に示すことが必要です。

1 評価額の考え方

不動産投資インデックスに用いられる評価額は、現実の社会経済情勢の下で合理的と考えられる条件を満たす市場で形成されるであろう市場価値を表示する適正な価格である「市場価格」を基本とします。

2 評価する者

不動産所有者自身もしくは不動産投資インデックス作成者が評価する「内部評価」の場合には、客観性や信頼性を確保するために何らかの形で外部評価を取り入れる必要があります。

3 評価手法

評価手法については、個々の不動産の状況を勘案し、利用可能な市場情報の性格と範囲に適合した評価手法（原価法、取引事例比較法、収益還元法）を採用し、また、できる限り採用した評価手法は明示しなければなりません。

各評価方式の長所短所は、以下のとおりです。

【原価法】

（長所） 建物の評価の場合には計算が容易。

（短所） 不動産の収益性や市場性の反映が難しい。

【取引事例比較法】

（長所） 実際の取引価格を元に評価するため信頼性が高い。

（短所） 比較できる事例が少ないと精度が落ちる。

【収益還元法】

〈直接還元法〉

（長所） 計算が容易。

（短所） 将来の変動予測を明示的に盛り込みにくい。

〈DCF法〉

（長所） 将来予測を評価に明示的に盛り込むことが可能。

（短所） 変数が多く計算が複雑。

4 評価する頻度

評価頻度は、不動産投資インデックス作成の頻度に合わせて実施することが

必要です。

5 評価のためのデータ

評価は実際の取引や発生するキャッシュフローに基づいて実施する必要がある、可能な限り実データを集めることが重要です。

6 評価額の点検

インデックスは、その作成段階で第三者による客観的なデータチェックがなされることが必要です。

第4章 不動産投資インデックスの今後の課題

現在の欧米では、当初は極少数の投資家グループによる情報交換から始まったものが、数十年にわたる蓄積の後に、淘汰、洗練され、不動産投資インデックスを有用なものと認めるに至っています。

我が国でも、不動産投資インデックスについて、関係者や一般の方々の理解が深まり、その整備が徐々に、しかしながら着実に進められることによって、一般的な信頼を得ていくことが重要です。

また、Jリートについては、不動産投資法人に関する様々な開示情報を適切に活用しつつ、我が国にふさわしいJリート・インデックスを整備し、継続的に開示していくも必要です。

不動産投資インデックスの整備を促進するためには、各種不動産関連情報の開示を進めることが重要であり、「規制改革推進3カ年計画」（平成14年3月29日閣議決定）を踏まえ、不動産関連情報を開示していくことも必要です。

3. 最後に

一般に、いかなるインデックスも、関係者や一般の方々の信頼に値するものであるためには、透明性が高くかつ標準的な定義及び評価方法に基づいている必要があります。このガイドラインは、不動産投資インデックスについて理解を深め、我が国における整備を支援することを目的としており、今後、このガイドラインの公表がきっかけとなり、不動産投資インデックスに対する認識が高まり、不動産投資インデックスの整備が推進されることを期待します。

なお、「不動産投資インデックス ガイドライン」は、
<http://www.mlit.go.jp/sogoseisaku/const/fudousan/index001.html>（国土交通省ホームページ）

及び<http://www.lij.jp/>（土地総合研究所ホームページ）にて公開しております。

英米豪の不動産投資インデックス

	NCREIF (National Council of Real Estate Investment Fiduciaries) (不動産投資受託者協議会)	Investment Performance Index (投資実績パフォーマンスインデックス) Property Council of Australia (オーストラリア不動産協会)	IPD (Investment Property Databank) (投資不動産データバンク)
インデックスの利用者	不動産投信、年金資産の運用者	オーナー、プロパティーマネージャー、ポートフォリオマネージャー、投資アドバイザー、ファイナンスアドバイザー	
インデックスの利用方法	①ファンド・マネージャーのパフォーマンスの評価のための基準 ②利用者がそれぞれのニーズに応じて利用。	①他の資産とのパフォーマンス比較 ②ポートフォリオ・パフォーマンスの最適化 ③個々の不動産のパフォーマンスの最適化 ④不動産市況の動向把握	①所有者が不動産の実績を客観的に評価する基準 ②市場の動向の軌跡及び分析の指数 ③ファンド・マネージャーのパフォーマンスの評価のための基準
利用方法からみたインデックスの在り方			①リサーチインデックス 取引価格をベース ②ベンチマークインデックス 鑑定評価価格をベース
データの期間	四半期データ	四半期ごと	四半期レビュー
インデックスが備えるべき条件		★データの正確性確保のため、15以上のチェックがかかっている。 ★インデックスの質、継続性、厳密性確保のため、専門の委員会が監視。 ★6月・12月配信	
収集の必要のあるデータ	会員が保有する NCREIF 指数の対象不動産全てのデータ。	★純貸借可能面積が 1,000 m ² 以上で、少なくとも毎年評価替される不動産	投資用不動産の評価額、会計記録、資本の移動
データの定義の提示	Real Estate Information Standards で提示。		Valuation Guidelines で提示。
情報収集方法		★四半期ごとにデータ収集	

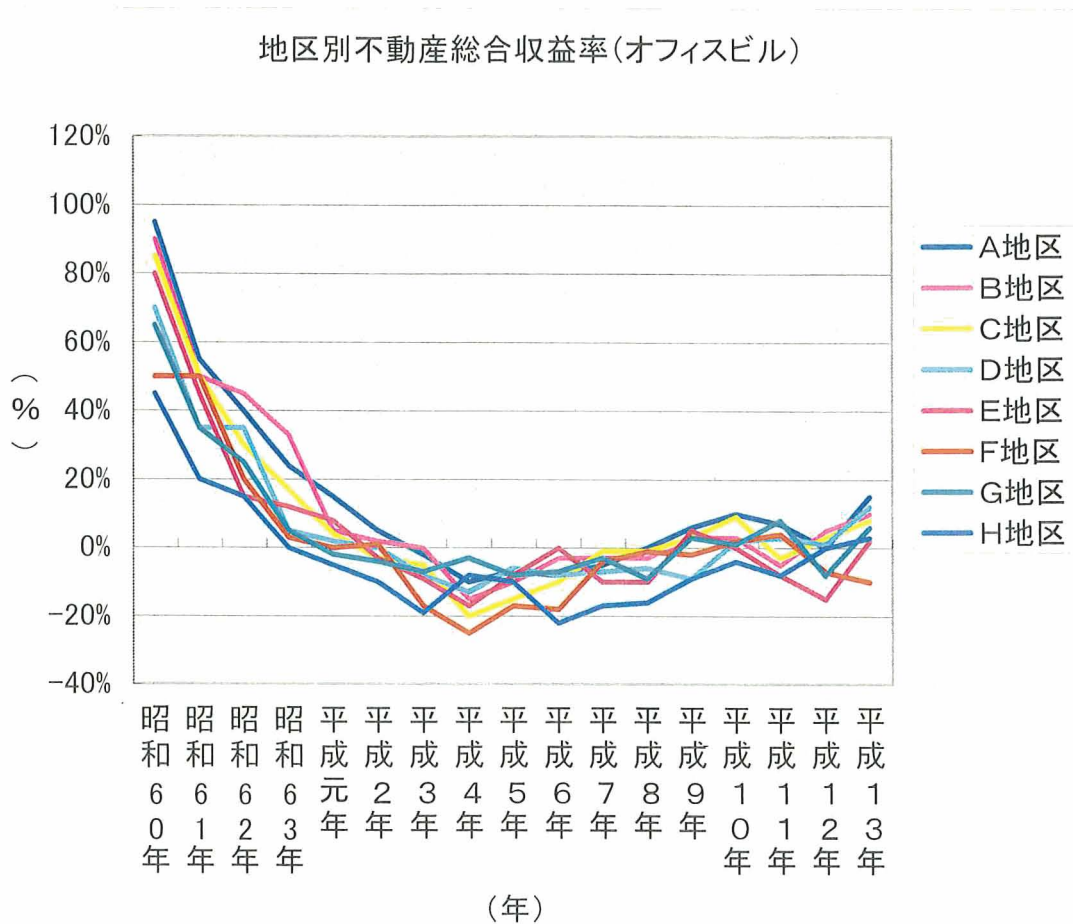
情報収集 機関	NCREIF	PROPERTY COUNCIL of Australia	★IPD ★独立性を確保するため客観的な不動産価値の測定と不動産の分析に専念。マーケットへの投資や投資アドバイスは行わない。
不動産評価方法について		Australian Property Institute のメンバーによって年一回以上鑑定を受けている稼働物件（市場価値のあるもの）	DCF 法を推奨。
評価するために必要なデータの整備 方策	★年会費制（1機関4,500ドル但し年金基金は2,000ドル）	★年会費制(会社単位:9,900ドルp.a)	
不動産投資インデックス作成者の留意点	★個別の物件が特定できないようにする。(匿名性)	★個別物件の情報の第三者への提供の禁止（守秘義務） ★生データを扱うことができる者を2人に限定。	★個々の不動産や所有者についての情報の匿名性の確保

国内における不動産投資インデックスの例

インデックスの名称	①住生総研インデックス	②STIX (住友信託銀行 不動産投資インデックス)	③MTB-IKOMA 不動産投資インデックス	④KKRIX (KEN-REI 住宅インデックス)	⑤RENEX
作成機関	住友生命総合研究所	住友信託銀行 住信基礎研究所 * 共同開発	三菱信託銀行(株) (株)生駒データサービス システム * 共同開発	(株)ケン・コーポレーション (財)日本不動産研究所 * 共同開発	みずほアセット信託銀行 (株) (株)都市未来総合研究所
算出ベース	不動産価格の算出法	公示地価、基準地価、路線価を基準に算出	公示地価を基に算出	標準地の公示地価	東京都市地価動向調査における調査地点(基準値)の査定モデルを構築し、賃料事例に係る市場価格評価を行う
	建物	オフィス工事費単価(建設統計月報)に基づき算出	オフィスビル工事費単価(建設統計月報)に基づき算出	標準地上の想定建物の時価	竣工時点の建築費データの実績値。直接把握することが、困難な場合は、類似の事例の建物建築費を採用
賃料データ	新規実賃料(各種賃料データ)を基に算出	東京ビルディング協会(社)大阪ビルディング協会等のデータを基に算出	重回帰分析による賃料モデル(約 12,000 件の成約賃料を統計的に処理。対象標準地の想定土地建物の属性に対応した実質成約賃料を推計)	賃貸事例データを整備し、経費率等の査定基準を設定後、賃貸純収益の査定を行う	みずほアセット信託銀行の管理不動産の賃貸収支データ実績値を採用。

アウト プット	エリア カテゴリー	首都圏、名古屋圏、近畿圏、地方主要都市の57地点	東京5区(千代田、港、中央、新宿、渋谷)の8エリア(丸の内、神田等)および大阪中心9エリア(梅田、堂島等)	全国13都市73ゾーン(丸の内、梅田、栄等)	東京9区(千代田、港、新宿、文京、品川、目黒、大田、世田谷、渋谷)	東京11区(主要5区、周辺6区)	
	対象不動産 カテゴリ	用途 オフィスビル	オフィスビル	オフィスビル	高級賃貸住宅 (賃料30万円以上または契約面積30坪以上の集合住宅と定義)	オフィスビル	
	規模	公表資料には規模分類なし	延床面積10,000㎡以上を対象	・500坪未満 ・500坪～1,000坪未満 ・1,000坪～3,000坪未満 ・3,000坪以上	契約面積30坪以上	公表資料には規模分類なし	
	公表開始 頻度 始点	96年10月	97年8月	98年11月	99年11月	2000年7月	
	実績データ のカバレッジ	年2回・85年	1年毎・76年	3ヶ月毎・70年	半年毎・98年	3ヶ月毎・94年1月	
		実績データを集計(平均)する方法をとっていない。					・58ポイント

不動産投資インデックスのイメージ



※不動産投資インデックスのイメージを示したものであり、実在する地区や総合収益率の数値を用いたものではありません。