

【 寄 稿 】

不動産投資インデックス整備の必要性・有用性について

国土交通省 土地・水資源局 土地情報課
松永 智宏

■はじめに

平成13年にJ-REIT（不動産投資信託）が誕生するなど、不動産証券化を中心とした不動産投資市場が拡大してくる中で、国土交通省では平成14年12月24日に「不動産投資インデックスガイドライン」を公表し、民間による不動産投資インデックスの整備を提言した。ガイドラインを公表して3年近くが経過しているが、不動産投資の国際比較や、不動産投資を株式、債券といった他の金融商品と同列に比較できる、投資家に信頼される不動産投資インデックスが整備されるまでには至っていない。本稿では、改めて不動産投資インデックスとは何か、不動産投資インデックス整備の必要性・有用性について論じるとともに、日本における不動産投資インデックス整備に向けての動きを紹介することとする。

1. 不動産投資インデックスとは何か

(1) 定義

不動産投資インデックスガイドラインによると、不動産投資インデックスとは「一言でいえば『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ある」と定義されている。不動産投資インデックスは、不動産に投資をするにあたっての投資判断に利用されるものであり、投資家のニーズにあわせて、不動産の用途別（オフィスビル、商業施設、住宅等）、規模別、地域別等の不動産投資インデックスが作成されることとなる。例えば、東京の一定規模のオフィスビルと、大阪で同一規模のオフィスビルの収益率を比較したり、東京の中でも、港区と中央区の商業ビルの収益率を比較することが可能となる。このように、不動産投資インデックスは、利用目的によ

って、様々なサブインデックスが作成される。

(2) 算出方法

不動産投資インデックスは、ある一定期間の総合収益率を、株式や債券等の金融商品のインデックスと比較できるようにするものであり、不動産投資インデックスガイドラインによると、算出式は次のとおりとなっている。

$$\begin{aligned} & \text{【不動産投資インデックス＝ある期間の総合収益率】} \\ & = \frac{(\text{期間中のキャッシュフロー}) + (\text{期間中の資産価値の増減})}{\text{期首の資産額}} \\ & = \frac{(\text{総収益}) - (\text{総費用})}{\text{期首の資産額}} + \frac{(\text{期末の資産額}) - (\text{期首の資産額})}{\text{期首の資産額}} \\ & \text{【インカムリターン】} \qquad \qquad \text{【キャピタルリターン】} \end{aligned}$$

つまり、不動産投資インデックスとは、ある期間の総収益（賃料収入、保証金や権利金等の運用益、駐車場利用料等）から総費用（維持費、管理費、修繕費、固定資産税・都市計画税、損害保険料等）を差し引いて得られる期間中のキャッシュフローを期首の資産額で除して求められるインカムリターンと、期末の資産額と期首の資産額の差額を期首の資産額で除して求められるキャピタルリターンを合計したトータルリターン（総合収益率）のことである。

(3) 利用方法

不動産投資インデックスは、大きく分けて2つの場面で利用される。ひとつは、投資家が運用資金を様々な金融商品に投資するにあたって、どの金融商品にどれだけ資金配分（アセット・アロケーション）するかを決定する際の指標として利用する方法である。生損保、年金基

金、金融機関等の機関投資家は、高度な投資理論を用いて、投資する金融商品毎のリスク・リターン分析を行い、自らの投資戦略に基づき、最小のリスクで最大のリターンを得られるように資金配分してポートフォリオを組成する。この一連の過程で不動産投資インデックスが利用される。

もうひとつは、実際に行われた不動産投資の運用成果を評価するための指標として利用される（ベンチマークインデックス）。投資家は、ある一定期間に行われた不動産投資の運用結果が、当初目標としていたリターンを達成できているか、達成できていないとしても他の不動産と比較してどのような水準にあるのか、どこに問題があったのか等を検証する必要がある。このように、自らの運用成果を評価するに際しては、自らが投資した不動産が、不動産投資市場全体の収益率と比較してどのようなになっているのか、また、他の同様の不動産と比較してどのようなになっているかを把握することが重要であり、不動産投資インデックスは、この運用成果の評価の場面でも利用される。

（４）インデックスが備えるべき条件

このような不動産投資インデックスが作成されるには、どのような条件を備えていなければならないのだろうか。不動産投資インデックスガイドラインによると、インデックスが備えるべき条件として

- 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。

が必要であるとされている。これは、不動産投資インデックスは、不動産投資を、株式や債券等の金融商品への投資や海外における不動産投資と同列に比較するための物差し（共通認識）として作成するものであり、例えば株式における日経225やTOPIXと同等程度に投資家の間での共通認識になる必要があるためである。

2. 不動産投資インデックスの必要性・有用性について

（１）不動産投資市場の透明性の向上

我が国においては、諸外国では公開情報となっている土地・建物の実取引価格情報が公開されていない等、諸外国と比して不動産関連の情報が不足していると言われている。また、不動産は個別性、地域性が強いいため、不動産市場全体の動向を把握することが難しい。そのため、

国内外の投資家から、我が国の不動産投資市場は、株式や債券の市場と比べて不透明な市場であると指摘されている。不動産投資インデックスが整備されることは、不動産投資判断や評価の指標が提供されるだけでなく、様々な不動産情報の開示や開示に向けた取組みの促進につながるものであり、不動産投資市場の透明性向上に資するものである。

（２）不動産への投資成果の評価基準の明確化（ベンチマークとしての有用性）

不動産投資インデックスは、不動産投資の収益率の平均的な結果であり、市場全体での収益の動向を表すものである。従って、投資家は、自らの不動産投資の成果と比較することによって運用の評価を行うことが可能となり、不動産投資の運用方針を都度見直すことができる。また、不動産投資インデックスが普及している諸外国の機関投資家の間では、どのファンド・マネージャー（資金の運用責任者）を選ぶのか、選択したファンドマネージャーがどの程度の運用成果を上げたのか（パフォーマンス評価）、ファンド・マネージャーを査定するツールとしても不動産投資インデックスが使われていると言う。投資成果の評価基準が明確になることによって、機関投資家に資金を預ける保険加入者や年金加入者等の資金提供者にとっても自らの資産がどのように運用されているのか、投資家と同じ目線で客観的に把握することができる。

（３）説明性の向上

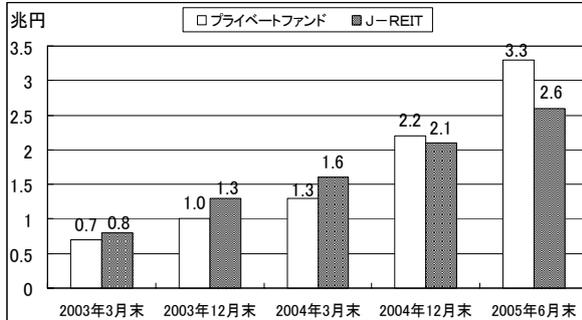
昨今、あらゆる分野で説明責任（アカウンタビリティ）の重要性が指摘されているが、機関投資家も同様に資金提供者に対して、厳しい説明責任を負っている。そのため、機関投資家が資金提供者に資金の運用状況を説明する際のわかりやすい指標の提示が求められており、不動産投資インデックスの活用が有用であると考えられる。また、機関投資家の内部においても、フロントと呼ばれる投資案件を検討する部門が、ミドルと呼ばれる社内全体のリスク管理を行う審査部門へ不動産投資のリスク・リターン説明を行う際にも不動産投資インデックスは有効なツールになると言われている。

（４）広がりや厚みのある不動産投資市場の形成（サステイナブルな市場の形成）

株式会社住信基礎研究所の推計によると、2005年6月末現在の不動産プライベートファンドの市場規模は3.3兆円に達し、J-REITとあわせて市場規模は拡大を続け

ている（図表1）。

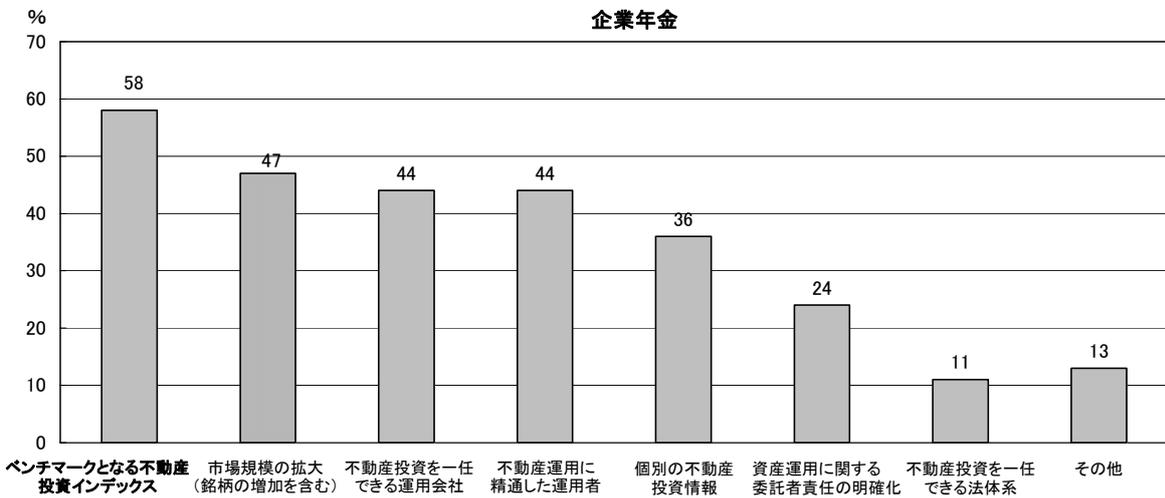
【図表1】



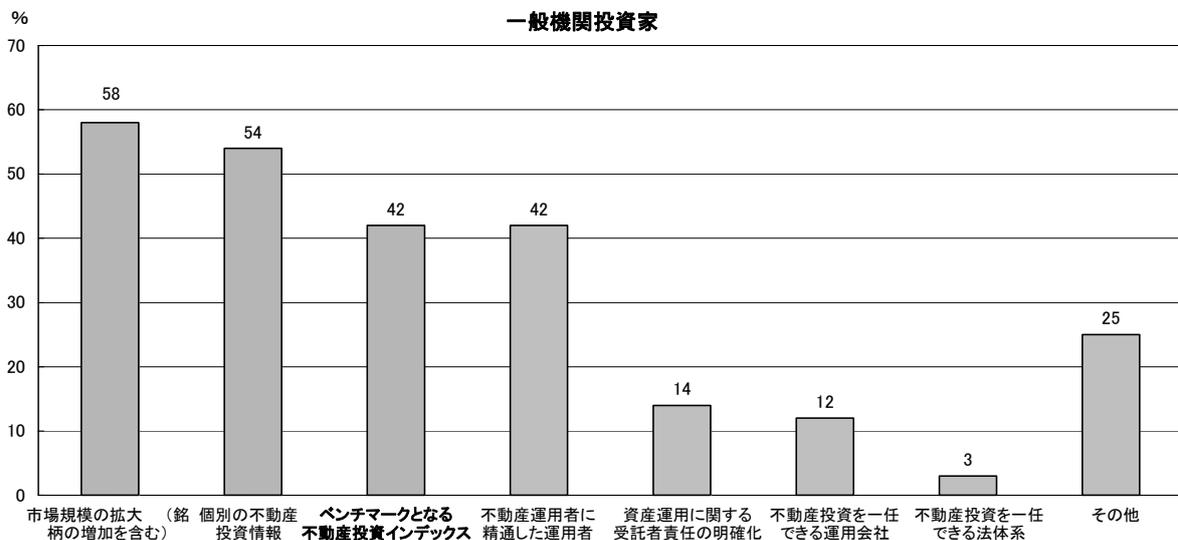
【出所：株式会社住信基礎研究所 2005.7.26 NEWS RELEASE】

一方で、社団法人不動産証券化協会が2005年7月に発表した「第5回機関投資家の不動産・リート等投資に関するアンケート調査」の結果によると、機関投資家は、不動産投資に必要な条件として、ベンチマークとなる不動産投資インデックスと、市場規模の拡大の2点を重視していることがわかる（図表2-1、2-2）。また、実際の資産配分を見ても、不動産への投資配分は少ない（図表3-1、3-2）。

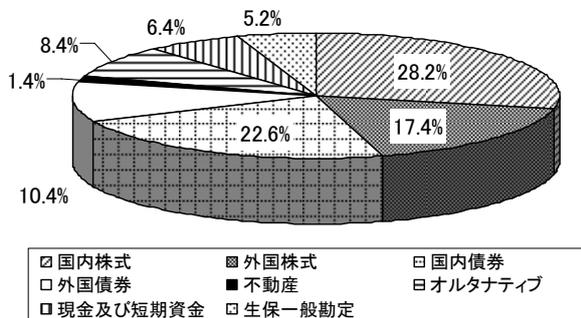
【図表2-1】 実物不動産・不動産証券化商品投資のための課題（企業年金）



【図表2-2】 実物不動産・不動産証券化商品投資のための課題（一般機関投資家）

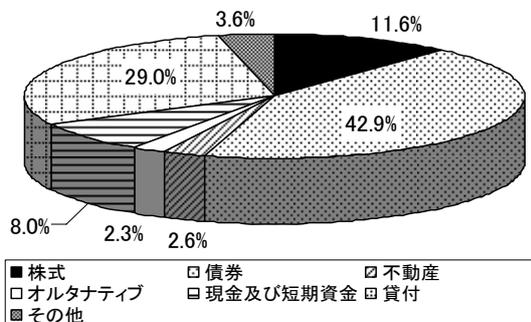


【図表3-1】資産配分の状況（企業年金）



リターン追求の投資が行われるため、現在の不動産投資市場は、持続可能な安定したマーケットに成熟していない。今後、市場規模が十分な流動性と透明性を確保できるまで拡大し、短期資金だけでなく長期の安定した資金が不動産投資市場に流入することにより、不動産がオルタナティブ資産から、ひとつのアセットクラス（基本資産）として位置付けられることで、広がり厚みのある不動産投資市場が形成されることが望まれる。その橋渡しとなりうるのが、不動産投資インデックスの整備であると考えられる。

【図表3-2】資産配分の状況（一般機関投資家）



3. 日本における不動産投資インデックス整備に向けた動き

(1) 民間主体の動き

日本における不動産投資インデックスは、別紙1（P.000）にある民間会社によって作成されている。しかし、これらの不動産投資インデックスは、実際のデータに基づかない公示地価等や想定上の建物の評価額等を用いているため、正確性に課題があり、投資家の間では、市場の大まかなトレンドを把握するマーケットリサーチには使えても、実際に投資を行う際の投資判断の指標としては利用できないとの声強い。一方、欧州を中心に世界17ヶ国で不動産投資インデックスを作成しているIPD (Investment Property Databank) が、2003年から、日本においても実物不動産の実際のデータに基づくインデックス作成に取り組んでおり、この9月にも暫定版ではあるが、日本における2回目（2004年末現在）のインデックス発表会を行った。その結果の一部は図表4、5のとおりである。

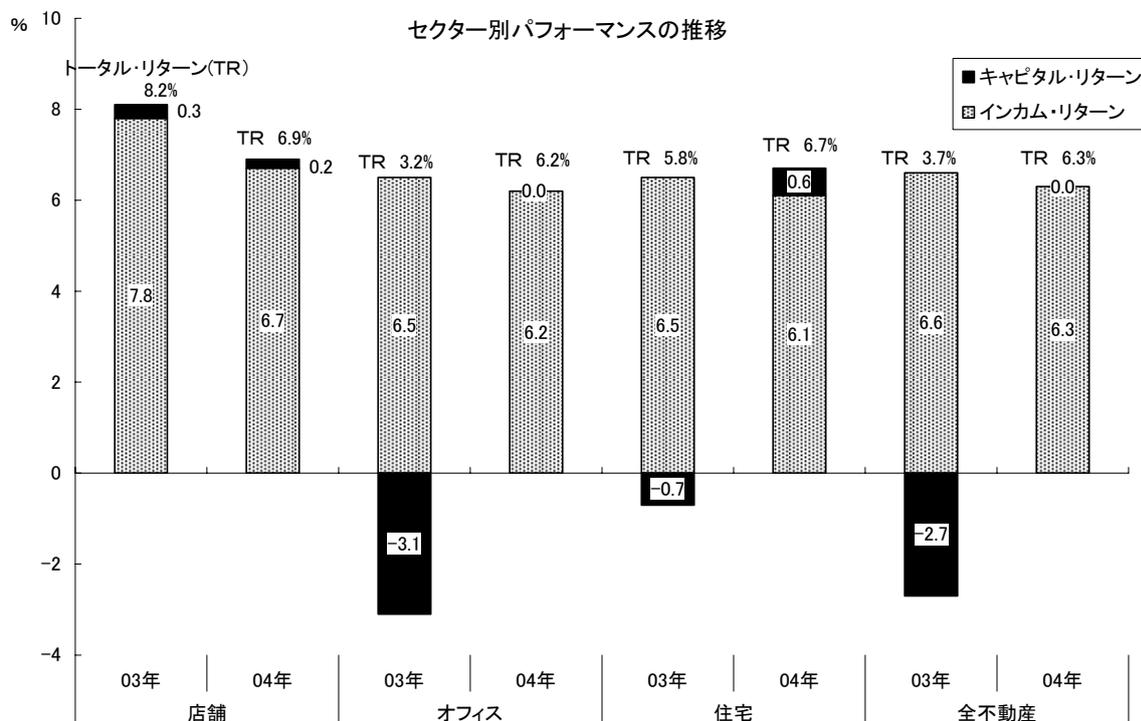
これらのことからわかることは、不動産プライベートファンド、J-REITの市場規模は拡大を続けているものの、まだ機関投資家全体にとっては、十分な投資マーケットに成長しておらず、一部の機関投資家がオルタナティブ投資（代替投資）の一環として不動産に投資しているということである。資産特性として、不動産は流動性が低く、不透明であり、オルタナティブ投資においては、しばしば短い投資期間で高い目標利回りを設定した絶対

【図表4 IPDジャパンデータバンク概要 2004年末】

種類	物件数	資産価値
店舗	56	4,610億円
オフィス	276	1兆6,930億円
東京5区	(112)	(9,880億円)
東京その他	(51)	(2,150億円)
大阪	(26)	(1,720億円)
政令指定都市（大阪以外）	(62)	(2,620億円)
その他の都市	(25)	(560億円)
住宅	164	1,910億円
複合その他	7	490億円
合計	503	2兆3,940億円

出所：株式会社IPDジャパン

【図表5 IPDジャパン不動産投資インデックス セクター別パフォーマンスの推移】



出所：株式会社IPDジャパン

しかし、IPDにおいても、現在のデータベースの大半は、J-REITの公開情報であり、J-REIT以外の幅広い投資対象物件のデータ蓄積は十分には進んでおらず、サンプル数の拡充等が課題となっている。

(2) 今後の方向性

～J-REITインデックス創成を中心として～

J-REIT（不動産投資信託）においては、投資信託法による情報開示規定と、証券取引法による情報開示規定が適用されることから、J-REITの登場で、日本の不動産情報開示は大きく進展したと言われる。J-REITが保有する物件は、不動産投資市場の中の一部を占めるにすぎないが、その情報開示の影響は、J-REIT以外の不動産プライベートファンドが保有する物件の情報開示にまで波及し、公表までには至っていないものの、実際に投資に関わる投資家、ファンドマネージャー等には、J-REITの公開情報以上に詳細な情報が提供されているケースもあると言う。

このように、不動産情報の開示が進展しつつある状況においては、まず情報が公開されているJ-REIT物件によるJ-REITインデックスを整備していくことが、

不動産投資インデックス整備に向けての第一歩になるのではないだろうか。J-REITインデックスが整備されることで、投資家に対して不動産投資インデックスの必要性・有用性が認知され、それが呼び水となり、J-REIT以外のプライベートファンドの持つ不動産情報や、その他の投資対象となりうる投資可能物件の情報まで含めた幅広い不動産情報が集まる仕組みが構築されることが望まれる。

J-REITインデックス整備については、公表データと独自のデータ収集により、J-REITインデックスを公表したり、インデックス作成に取り組んでいる複数の機関があると聞いている。ただし、J-REITは情報公開が進んでいるといっても、費用計上等において、各社の開示基準が統一されていない。これらの機関がインデックス作成に必要なデータ項目の標準化等に努めることで、信頼性の高いJ-REITインデックスが創成されることが、不動産投資インデックス整備の第一歩となる。しかしながら、J-REIT誕生から数年しか経過していない現在においては、トラックレコード（過去の運用成績等のデータ）の蓄積が十分ではなく、J-REITインデックスが実際の投資に活用されるようになるには、いましばらくの時間を要するであろう。

不動産投資インデックスが整備されている欧米においても状況は同じであった。当初は、不動産情報収集が進まず、数十年にわたるデータの蓄積の後に、収集するデータ品質や算出方法、実際の運用体制等が、次第に淘汰、洗練されてきたことで、投資家、ファンドマネージャー等に信頼される現在の姿になってきたと言われる（下記参照）。

我が国においては、不動産投資インデックス整備に向けた動きはその緒についたところである。今後、J-REIT、プライベートファンド等の幅広い不動産情報の収集とそのトラックレコードが蓄積され、欧米水準と比較しうる不動産投資インデックスが整備されていくことが望まれる。

■おわりに

不動産の証券化を中心とした不動産投資市場が活発化する中で、実物不動産の収益率を示す不動産投資インデックスを整備することは、投機的な不動産投資を抑制し、透明性の高い健全な不動産投資市場の成長に寄与するものと思われる。今後、J-REIT以外の不動産プライベートファンド等の不動産情報が集まる仕組みが構築され、国内外の投資家に信頼される実物不動産の実データに基づく不動産投資インデックスの整備が急務となっている。

英米の不動産投資インデックス

			海外のインデックス	
インデックスの名称			①IPD インデックス(イギリス)	②NCREIF インデックス(アメリカ)
作成機関			IPD(Investment Property Databank Ltd.)	NCREIF(National Council of Real Estate Investment Fiduciaries:全米不動産投資受託者協会)
算出ベース	不動産価値の算出法	土地	・内部鑑定士による各年の鑑定 ・外部鑑定士による4年毎の鑑定 (時価会計の背景があり、インデックスの作成のために特別に評価したものではない)	オーナーによる時価評価(マニュアルを毎年更新)
		建物		
資料データ			機関投資家(実質的所有者)からの成約賃料実績値	会員である年金基金等のファンド(実質的所有者)における成約賃料実績値
アウトプット	エリアカテゴリー		・英国全域 ・スコットランド、北アイルランド等を含むカウンティ(県) ・ロンドンシティ他4地区	・米国全域 ・東部、中西部、南部、西部の4地域 ・各州
	対象不動産カテゴリー	用途	オフィスビル、商業施設、工業施設	オフィスビル(中心地型、郊外型)、集合住宅、商業施設、研究開発施設、倉庫、森林、農地
		規模	各用途に応じて面積規模により5段階に分類	公表資料には規模分類なし
	公表	公表開始 頻度・始点	1982年 月次報告書、年次報告書の形で公表	1970年代末から作成、正式な開始は82年 四半期報告書、年次報告書の形で公表
実績データの カバリング度			・サンプル数 11,000 ・総資産額 1,210 億ポンド(約 24 兆円) 英国機関投資家保有不動産の 75%以上 ※2004年12月時点	・サンプル数 4,224 ・総資産額 1,592 億ドル(約 17 兆円) ※2003年第4四半期時点

出所：社団法人不動産証券化協会「不動産証券化ハンドブック2005」