

【研究ノート】

都心大規模オフィスの価格動向に関する考察

小山 陽一郎

1. はじめに

「不動産」とは、通常土地とその定着物をいい、元々は翻訳語で欧州の法律が翻訳紹介され、民法上の概念として採用されてから一般的にも使用されたもので、それまでは地所家屋とか土地建物という言葉が一般的であったと言われている。歴史・風土的に日本では木造家屋が中心で移動・取壊が比較的容易であったため、土地を中心として土地・建物を別々のものとして把握し、欧州では石造り等の堅固な建物が主流であったため、土地建物を一体とした見方が自然に成立していたのであろう。近年日本でも、戸建住宅以外の共同住宅、事務所ビル等では、鉄筋コンクリート造等の堅固な建物が主流となり、そうした建物は建設費も高く長期間価値を保持するため、土地と建物というように分離して考えず一体の不動産として分析しなければならない場面が多くなっているといえよう。

土地の価格動向については、地価公示等の公的土地評価をはじめとして民間等により様々な指数等も公表され¹、その価格推移について多くの情報を得ることができる。また、住宅についてはマンション等について民間の主体において様々な指数等が公表²されている。

一方、非住宅系の土地建物一体（複合不動産）としての価格推移を示す情報はほとんど存在しない。その理由としてはニーズが小さいという面よりも、主としてデータ制約や策定のためのコスト面からの困難性に要因があるものと思料される。すなわち、非住宅系複合不動産は極めて多様であり同種の取引の事例も住宅系に比べて少なく、かつ価格の形成も複雑な要因に影響されて個別性が極めて強いため、実際の取引情報収集段階から、その分析検討体制までを一から構築することは現実的に非常

に難しいということが問題点と考えられる。

本稿においては非住宅系複合不動産の価格指標を策定するためにはどのような方法が現実的に可能かを考察し、その妥当性について若干の検討を行う。

2. 現実的に実行可能な方法について

(1) データ源について

実際の取引価額を用いて価格指数化を図る場合には、ヘドニック法により品質調整を行うか、同じ不動産の複数回の売買を追跡するリピートセールス法によるのがまず考えられる。しかし、現実的には非住宅系複合不動産の価格形成要因にはデータ化等が極めて困難なものも多く³、ヘドニック法では過少定式化の問題等を回避することはほとんど不可能である。一方、リピートセールス法を適用する程に多数の再売買の事例を収集することも極めて困難である⁴。

このため、まず鑑定等の評価を介して価格動向を把握するというのが現実的な方法となる。この場合にも新たに評価を行うというのでは評価コストが膨大になり過ぎるため、既存の公表資料等を利用するのが合理的ということになる。

以上を踏まえて、本稿においては比較的詳細かつ公正に作成されており、かつ入手が容易な不動産投資信託(REIT)の公表資料を利用することにより、都心大規模オフィスの価格推移がどの程度示しうるのかを考察する⁵。

なお、データをREIT資料に頼ることによる特徴は下記のとおりである。

³ 例えば、商況、ステータス、希少性等。

⁴ 地域を広範にとる、不動産の類似性の条件を犠牲にするという選択もあり得ようが、本稿においては地域、物件の性質をある程度絞り込んで分類し、市場参加者にとって代替性を有するカテゴリーの指数を検討することとする。

⁵ 本稿の方法は、マンション一棟等の住居系複合不動産、商業施設複合不動産等においても、また、異なる地域区分・規模区分においても当然同様に適用し得る。

¹ 市街地価格指数（(財)日本不動産研究所）、三友地価インデックス（(株)三友システムアプライザル）、地価ロックレポート（国土交通省）等

² リハウス・プライスリサーチ(三井不動産販売(株))、リクルート住宅価格指数（(株)リクルート、(株)IPD ジャパン）等

【長所】

- ・公開資料を用いるため追加的コストをほとんど要しない。
- ・個々のREITデータは半年毎に開示されるが、決算月がずれているため毎月何れかのREITデータが新たに公表され、月次の指数の作成が可能。

【短所】

- ・鑑定評価等の調査価格であるため市場価格の動向と乖離する可能性がある。但し、後述のように取得時点と譲渡時点において取引価額を用いることによりリピートセールス法に近づいた指標の作成も可能。
- ・REITの保有する不動産であるため、標本に偏りがあり市場全体の動向と乖離する可能性がある。

(2) 価格指数作成手法について

本稿において求める価格指数は前月の価格に対する今月の価格水準を表すものとし、次式により計算する(基準月=100として算出)。

$$\begin{aligned} \text{今月の価格指数} &= (\text{前月の対象不動産の価格総額に対する} \\ &\quad \text{今月の同価格総額の比率}) \\ &\quad \times (\text{前月の価格指数}) \end{aligned}$$

この算出のためには毎月の不動産価格が必要となるが、各REIT保有不動産は6ヶ月毎に不動産鑑定士等による価格調査が行われるため、その間の当該不動産の価格は6ヶ月間の価格変動率により推定する(なお、取得や譲渡が決算期の途中で行われる場合は当該期間の変動率を用いる)。

すなわち、ある不動産の今期の調査価格を P_{t+6} 、前決算期の調査価格を P_t とした場合、その間の各月の価格 P_{t+x} は次式で推定する。

$$P_{t+x} = P_{t+x-1} \times \sqrt[x]{\frac{P_{t+6}}{P_t}}$$

そして(t+1)期の価格指数 I_{t+1} は、t期の不動産がnあり、t期の指数が I_t であれば次式により算出する⁶。

$$I_{t+1} = I_t \times \frac{\sum^n P_{t+1}}{\sum^n P_t}$$

以上により算出される(t+1)期の価格指数は、t期にn個の不動産からなるポートフォリオの価値がどれだけ変化したかを示すものであると換言できる。

なお、ポートフォリオを構成する不動産は経年による物理的・機能的な減価、リノベーション等資本的支出による増価等が生じている可能性があり、ポートフォリオの価値変化が不動産市場の価格変化トレンドと完全に一致するとは限らないが、資産運用会社等の専門家による適切な価値の維持が行われていると想定し、本稿においては近似的に等しいものとして扱う⁷。

3. 都心5区大規模オフィスビル価格指数の試作

前節に示した手法に従い、都心5区(千代田区、中央区、港区、渋谷区、新宿区)の大規模(延床面積5,000㎡以上)オフィスビルの価格指数を試作する⁸。

上記の条件を満たす不動産を所有する以下のREITを選択することにより近年では約140物件、時価総額約2兆2千億円のポートフォリオを対象とした価格指数となった。そして、毎月約十物件から三十数物件の調査価格が価格指数算出のデータとして追加され、指数算出のポートフォリオ全てのデータが揃うには半年かかるため、直近の5ヶ月間の指数は暫定値として算出されることとなる。なお、毎月更新される不動産の時価総額が大きく異なると小額の不動産データが更新される月の暫定値が不安定化するため、各月の総額の規模があまり異ならないことが望ましいが、実際には2,5,8,11月のウェイトが低くなっている。

取得時、譲渡時においては実際の取引価額と調査価格の両方が存在するが、今回の試作にあたっては実際の取引価額を用いることとした。現在時点においては譲渡された物件の割合は1割にも満たないが、REITは必ずしも不動産を永久に保有するものではなく、いずれかの時点で資産の入れ替え等を行うことが想定される。このため、

⁶ t期に譲渡された不動産がある場合はそれを除外した価格総額の比率を持って算出する。

⁷ 売買が発生する期間の対象不動産の個別の価値変動と市場の価格変動を分離できないのはリピートセールス法においても同様である。

⁸ 条件を満たす不動産の区分所有権や共有持分等一部の取引であっても、価格動向は相似的であると判断して対象とした。

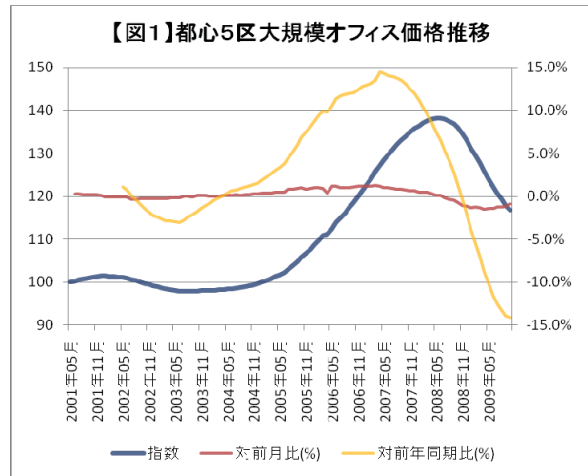
取得及び譲渡（入口・出口）の時点で取引価額を用いることにより、穏やかにではあるが長期的にはリポートセールス法により求められる価格指数に近づくことも期待でき、鑑定等調査価格を用いることに伴う負の側面を緩和する効果があると考えられるからである。一方、取引価額と調査価格との乖離が大きく、かつ当該不動産の価額が大きい場合には取引が発生した期の指数の変動がそれまでのトレンドからぶれる可能性が生じる。なお、取引価額と調査価格の乖離については次節で確認する。

決算月	対象 REIT
1月、7月	東急リアルエステート投資法人、森ヒルズリート投資法人
2月、8月	オリックス不動産投資法人、日本コマース投資法人
3月、9月	ジャパンリアルエステイト投資法人、グローバルワン投資法人、森トラスト投資法人
4月、10月	プレミア投資法人、野村不動産オフィスファンド投資法人、ケネディックス不動産投資法人、ラサールジャパン投資法人、トップリート投資法人、ジャパンオフィス投資法人
5月、11月	ダビンチオフィス投資法人、阪急リート投資法人
6月、12月	日本ビルファンド投資法人、日本プライムリアルティ投資法人

現時点（2010年1月22日）で入手できる各投資法人資産運用報告書のデータに基づき2001年5月を100として算出⁹した指数並びにその対前月比及び対前年同期比の推移は図1のとおりである。

価格指数は2004年前半位まではほぼ横ばいからやや下落の傾向を見せていたが、その後穏やかな上昇傾向となり、2005年に騰勢を強め2007年春ごろまでその勢いは強まり続けた。その後騰勢を弱めながら2008年7月に下落に転じ、同年秋以降急激な下落を続けている。但し、暫定値の対前月比で見ると、2009年夏以降下落幅は縮小の傾向がみられる。

こうした指数の動きは、BNBパリバショック(2007年8月)をはじめとするサブプライムローン問題に端を発する世界的信用収縮、リーマンショック(2008年9月)



をきっかけとする世界的金融の混乱の影響もかなりの程度リアルタイムに反映した都心の大規模オフィスビルの価格動向を適切に示しているとみられよう。

なお、この期間の指数の最低値は97.9（2003年6～9月）、最高値は138.2(2008年6月)で、約5年間の上昇期間に約41%の価格変動があり、直近の116.8(2009年10月暫定値)までにピークから約15%下落したことが示される。

ちなみに東京区部又は東京都商業地の土地単体の民間等の発表指数の近年のボトムとピークは以下の通りである。都心大規模オフィスの方が1年～2年先駆けて上昇に転じ、ほぼ同時期に下落に転じたことが表されている。

指数名	対象	近年の最低値		近年の最高値		上昇割合
		時期	指数値	時期	指数値	
市街地価格指数	東京区部商業地	2004年9月期	81.3	2008年3月期	112.9	約39%
三友地価インデックス	東京都商業地	2005年4-6月期	34.5	2008年4-6月期	62.1	80%

4. 取引価額と調査価格

本稿では取得時点と譲渡時点で実際の取引価額が顕在化する場合以外は鑑定等調査価格を用いて指数を策定

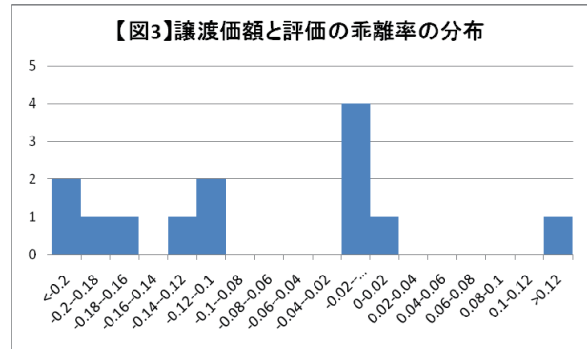
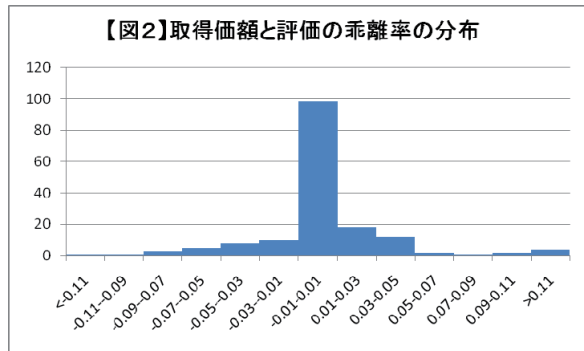
⁹ REITの上場は2001年9月からであるが不動産等の取得は5月から始まっている。

しているが、鑑定等には特有の誤差（鑑定等調査価格と市場価値との差異）が存在するとの議論がある。特にREIT 所有不動産の価格調査は継続的に同一の鑑定機関等が行うことが多いため、再評価の際には過去の評価にこだわるアンカリングという行動現象が生じ、調査価格は実際の市場の価格変動をスムーズにしたものとなっている可能性もある。鑑定等調査価格と実際の市場価格との誤差やバイアスについては複雑で繊細な問題であるためここでは深入りしないが、以下に今回対象とした不動産についての調査価格と取得及び譲渡の取引価額との関係について簡単にデータを示す。

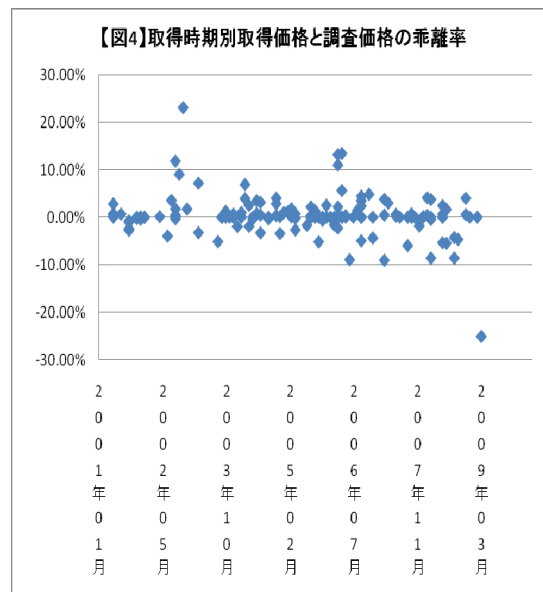
調査価格と取引価額の乖離率¹⁰の分布をみると譲渡の事例件数が少ないため即断はできないが取得時点と譲渡時点では大きく異なる可能性が高いことが分かる（表1、図2、図3参照）。

【表1】取引価額と調査価格の乖離率の基本統計量

	取得時	譲渡時
平均	0.32%	-8.07%
中央値	0.00%	-10.74%
標準偏差	4.19%	12.09%
尖度	13.90	0.59
歪度	-0.04	0.55
範囲	48.23%	45.41%
最小	-25.14%	-26.74%
最大	23.09%	18.67%
標本数	165	13



すなわち、取得時点において乖離率は平均値 0.3%、中央値 0.0% で 0% を中心としてほぼ左右均等に分布（歪度 -0.04）しており、±1% の範囲に約 6 割（ $98 \div 165 \approx 0.593$ ）、±5% の範囲であれば約 9 割（ $146 \div 165 \approx 0.885$ ）、±10% 以上の乖離率を示す事例はわずかに 6 件（約 4% 程度）と調査価格と取引価額の乖離は比較的小さい。また、取引時点別に散布図としてみても時期の差異による乖離率の分布に大きな偏向等はないように見受けられる（図4）。

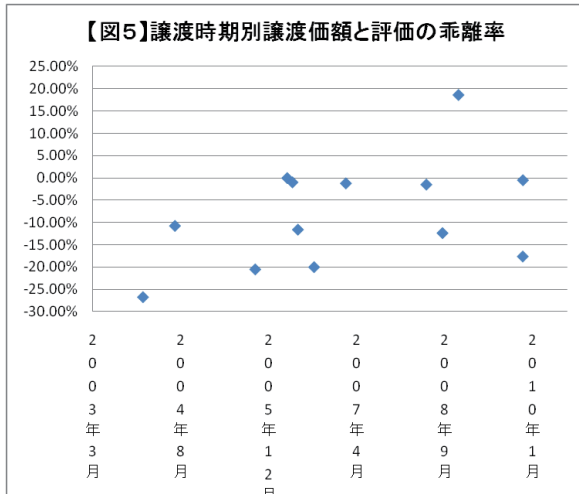


一方譲渡時点においては、乖離率が約 18% であった 1 件を除き全てが 0% 以下の値を示し、平均値 -8.1%、中央値 -10.7% で、-20% 以上の乖離を示したものが 3 件（約 23%）存在するなど調査価格が取引価額より低くなる傾向が見受けられる¹¹。また、ほとんど乖離がないか（±2% の範囲 5 件）、±10% 以上の乖離を示すか（8 件）の二極化の傾向もみてとれる。なお、取引時点別に散布図で

¹⁰ 乖離率 = (調査価格/取引価額) - 1 の百分率表示とする。

¹¹ なお、若干ではあるが直前の決算期の調査価格と譲渡時点の調査価格の間に不連続とみられる変化があった事例も存在する。

は件数が少ないため乖離率の分布に大きな特徴はとらえられない。(図5)



REIT による取引価額が適正な市場価値と大きく乖離することは投資家保護の観点等から情報開示が充実しているため余程の特殊事情¹²がない限りあり得ないとするならば、調査価格と取引価額の大きな乖離のかなりの部分は鑑定評価等と市場価値との誤差とする考え方もあり得よう。この立場をとる場合には、譲渡物件の取得時期が価格上昇期以前であったことと併せて考えると、譲渡時点における負の乖離傾向は調査価格が価格上昇を十分に反映しきれていなかったと考えることもできよう。あるいは、調査価格よりも高く売れるものだけを REIT が選択して売却するなど別の力学が働き何らかの歪みが生じている可能性もあるかもしれない¹³。

5. おわりに

以上、REIT の公表資料に基づき都心の大規模オフィスの価格指数を試作し、鑑定等調査価格を用いることによる偏向性の可能性を内包してはいるものの一定程度の説得力を有する指数化をなし得ることを確認した。

この 12 月には東急リアルエステート投資法人が減損処理による損失が税務上損金算入できないことからピーク時頃に取得した都心大規模オフィス資産の譲渡を行うなど、現実の不動産マーケットは場面によってはピーク

時から半分近くはまで落ち込んでいる可能性も否定できず、本稿の指数はマイルドすぎるとの見方もあるかもしれない。しかし、そもそも指数には一定程度のバイアスは避けられないものであり、全ての用途に役に立つ指標というものは存在しえないのであろうからその癖を理解したうえでうまく付き合っていくというのが現実的な考え方であろう。REIT 公表資料を活用することによりコスト面等実行可能性という観点から有意義な土地建物一体の複合不動産市況を示す指標が作成しうるのではないだろうか。

[参考文献等]

- ・「不動産投資分析」 David Geltner, Norman G. Miller 著 川口有一郎監訳 (株)プロリス (2006)
- ・「S&P/CASE-SHILLER HOME PRICE INDICES INDEX METHODOLOGY」 STANDARD&POOR'S (2008)
- ・「平成 20 年度 住宅市場動向に関する指標のあり方の検討業務 報告書」 早稲田大学 (2009)
- ・各投資法人 資産運用報告

【こやま よういちろう】

【(財) 土地総合研究所 研究部 次長】

¹² 例えば、リファイナンスが困難となったため早急に売却する必要が生じた場合等。

¹³ 証券取引等監視委員会の検査結果通知書で、鑑定評価機関に対し希望価格を伝えた上で鑑定評価額を算定するよう働きかけを行ったという指摘を受けた REIT も存在する。

【付表】 都心5区大規模オフィスビルの価格指数並びに対前月比及び対前年同期比												
2001年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
指数	...	...	...	...	100.0	100.3	100.6	100.8	101.0	101.1	101.3	101.5
対前月比	...	...	...	...	...	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
対前年同期比	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
標本数	...	...	...	...	8	8	8	9	9	13	13	14
2002年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
指数	101.4	101.3	101.2	101.1	101.1	101.0	100.7	100.3	100.0	99.7	99.5	99.2
対前月比	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
対前年同期比	...	...	...	...	1.1%	0.7%	0.1%	-0.4%	-0.9%	-1.4%	-1.9%	-2.2%
標本数	17	19	19	19	19	20	20	21	22	29	29	30
2003年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
指数	98.9	98.6	98.3	98.2	98.0	97.9	97.9	97.9	97.9	97.9	98.0	98.1
対前月比	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
対前年同期比	-2.5%	-2.7%	-2.8%	-2.9%	-3.0%	-3.1%	-2.8%	-2.4%	-2.1%	-1.8%	-1.4%	-1.1%
標本数	32	32	32	36	36	36	36	36	37	41	43	44
2004年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
指数	98.1	98.1	98.2	98.3	98.4	98.5	98.6	98.8	98.9	99.1	99.3	99.6
対前月比	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%
対前年同期比	-0.8%	-0.5%	-0.2%	0.1%	0.4%	0.6%	0.8%	0.9%	1.1%	1.2%	1.3%	1.5%
標本数	47	48	50	51	52	54	56	57	57	60	60	62
2005年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
指数	100.0	100.4	100.8	101.2	101.7	102.2	103.0	103.8	104.8	105.8	106.7	107.6
対前月比	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%	0.8%	0.9%
対前年同期比	1.9%	2.3%	2.6%	3.0%	3.4%	3.8%	4.4%	5.1%	5.9%	6.8%	7.4%	8.0%
標本数	63	64	65	68	69	68	70	71	75	79	86	88
2006年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
指数	108.7	109.8	110.7	111.1	112.4	113.8	115.0	116.1	117.3	118.6	120.0	121.3
対前月比	1.0%	1.0%	0.9%	0.3%	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
対前年同期比	8.7%	9.4%	9.9%	9.8%	10.6%	11.4%	11.7%	11.9%	12.0%	12.1%	12.4%	12.7%
標本数	86	86	87	98	99	100	101	102	103	111	111	112
2007年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
指数	122.7	124.2	125.7	127.2	128.5	129.8	131.0	132.1	133.2	134.1	135.0	135.8
対前月比	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%
対前年同期比	12.9%	13.1%	13.5%	14.5%	14.3%	14.1%	13.9%	13.7%	13.5%	13.1%	12.5%	11.9%
標本数	113	113	114	116	117	117	119	119	119	119	121	122
2008年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
指数	136.4	137.0	137.6	137.9	138.1	138.2	138.0	137.5	136.9	136.0	134.5	132.9
対前月比	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.1%	0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.7%	-1.0%	-1.2%
対前年同期比	11.2%	10.3%	9.4%	8.4%	7.5%	6.5%	5.3%	4.1%	2.8%	1.4%	-0.3%	-2.1%
標本数	122	125	126	129	129	130	132	132	133	134	133	133
2009年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
指数	131.2	129.5	127.8	125.9	124.0	122.2	120.7	119.2	117.8	116.8	...	...
対前月比	-1.3%	-1.3%	-1.3%	-1.5%	-1.5%	-1.4%	-1.2%	-1.2%	-1.2%	-0.9%	...	...
対前年同期比	-3.8%	-5.5%	-7.1%	-8.7%	-10.2%	-11.6%	-12.5%	-13.3%	-13.9%	-14.1%	...	...
標本数	135	138	138	138	137	129	95	82	64	35	...	...

(注) 斜体字は暫定値