

開発型賃貸マンションの投資リスク

株式会社住信基礎研究所
 研究部 副主任研究員 山口 光昭
mitsuaki@stbri.co.jp

地価下落、不動産証券化市場の拡大、オフィスビルの2003年問題等を背景に、近年、東京都心部及びその周辺区部の賃貸マンションへの投資が増加しています。

特に最近では、既存の賃貸マンションだけでなく、新規開発物件への投資が加速しています。

不動産投資においては、リターンとリスクについて考慮しなければなりません。新規開発物件は、既存物件に比べ、リターンが大きい分、リスクも大きいといわれています。これは、運用実績が把握できる既存物件に比べ、新規開発物件は運用実績もなく、稼働前の様々なリスクを負担しなければならないためです。

開発型賃貸マンションに伴う様々なリスク

賃貸マンションをはじめ、不動産開発事業を進めていく上では、様々なリスクが想定され、それらを的確に把握し、適切な対応を図ることが事業推進上の大きな課題となっています。

図表1は、国土交通省の調査でまとめられた不動産開発事業で想定されるリスクです。

この中で、従来、不動産に内在するリスクとしては、建設工事の遅延等につながる施工会社の倒産リスク、建設中及び稼働後における地震リスク、工事瑕疵等による建物の損傷・劣化等に関するリスクなどが主なものでした。しかし、これらについては、完工保証や保険、性能評価などにより、回避することができ、また、近年では、土壌汚染が問題となりましたが、こちらも法整備が進んでおり、事業者サイドでリスクへの対応を図ることができます。

一方、空室率の上昇や賃料の下落等といったマーケットリスクは、マクロな経済動向の影響もあり、その

将来は不確実であり、そのリスクを事業者サイドがコントロールすることは基本的に困難なリスクです。従って、このマーケットリスクを的確に把握して、不動産への投資を決定することが重要なテーマとなっています。

図表1 不動産開発事業におけるリスク

	リスク項目	リスクの内容
着工前	開発用地の確保	補償、権利調整の難航によるコスト・期間の増大
	行政の許認可	各種許認可に伴う計画変更、コスト・期間の増大
	近隣住民等の合意	計画への影響、コスト・期間の増大
	環境等への影響	予期しない問題（環境、電波）の発生によるコスト・期間の増大
	地盤	予期しない土壌汚染、埋蔵文化財等の発見によるコスト・期間の増大
建設期間中	資金調達	エクイティ、デットの確保 金利変動
	解体及び建設工事	工期の遅延、費用の超過
	マーケット	リーシング不調による収入低下、資産価格下落
	稼働後費用の変動	運営、維持管理、修繕費の増大
稼働後	リファイナンス	金利変動、資産価値下落等によるリファイナンス不成立
	施設・設備の保全措置	天災や工事瑕疵による資産の損傷・劣化

資料：国土交通省

マーケットリスクのリスクファクター

マーケットリスクは、「不動産賃貸マーケットにおける将来の賃貸事業収益の不確実性」と、「資本マーケットにおける将来の資産価格の不確実性」という、2つのリスクに集約されます。不動産賃貸マーケットの

スクファクターとしては空室率や賃料等があり、資本マーケットにおいては、リスクフリーレートや不動産リスクプレミアム等があります。

マーケットリスクは、各プロパティタイプによって異なり、一般に、住宅が最も低く、次いで商業施設、そしてオフィスが最も高いとされています。これは、資産価格の決定要素である賃貸収入に影響を及ぼすリスクファクターが、各プロパティタイプによって異なるためです。

賃貸住宅における最大のリスクファクターは、対象エリアの人口・世帯数の減少です。一般に、人口・世帯数については、一時に大幅に減少することは、今までの状況をみても、ほとんどありません。また、競合の賃貸住宅が供給された場合においても、競合物件に大量に転居することも、ほとんどありません。

しかし、オフィスの場合は、オフィスワーカー数、企業数の減少が最大のリスクファクターと言えますが、これらは、倒産や閉鎖、リストラ等により一気に減少することが考えられます。また、これらの現象は、景気の動向に左右されるため、特定の企業一社だけでなく、複数の企業で同時期に起こる可能性が高いため、オフィスは住宅に比べ、マーケットリスクが高いと言えます。

一方、GMS等の商業施設については、商圈人口・世帯数の減少が最大のリスクファクターであるため、住宅同様、安定していると言えます。しかし、住宅と異なる点は、同時期、もしくは新規に競合店舗が出店した場合、既存顧客が競合店舗に行ってしまう可能性があるため、賃貸収入のもととなる売上が大きく減少する恐れがあります。そのため、商業施設は住宅に比べ、リスクが高くなります。

なお、その他の賃貸住宅における重要なリスクファクターとしては、分譲マンション市場の動向（供給戸数、契約率、価格等）です。当然、分譲マンションの供給が増加し、価格が賃料と比較し有利であれば、一般的には賃貸マンション需要は減少すると思われます。

特に最近では単身者でも、住宅を購入するケースが増加しており、以前に比べ、賃貸マンション市場に与える分譲マンション市場の影響は大きくなっています。また、高級な賃貸住宅であれば、主要な入居者は外資系企業に勤務する外国人であるため、その変化が大きなリスクファクターとなります。

図表2 プロパティタイプ別のリスクファクター

住宅		オフィス		商業施設 (GMS一括賃貸)	
賃貸収入		賃貸収入		賃貸収入	
空室率	賃料	空室率	賃料	売上高	
・人口・世帯数 ・所得・貯蓄水準 ・住宅着工戸数 (貸家・分譲) ・分譲マンション (供給戸数、価格) ・外資系企業・ 従業員数 (高級賃貸)		・オフィス ワーカー数 ・1人あたり オフィス床面積 ・オフィス着工面積 ・GDP・企業収益 ・株価 ・外資系企業数		・商圈人口・世帯数 ・所得水準 ・競合店舗数・面積	
		・地価		・金利	
				・工事費	

* (株)住信基礎研究所作成

マーケットリスクの定量評価

不動産投資市場では、マーケットリスクを定量的に評価することが実務として求められています。

新規開発物件のマーケットリスクを、定量的に評価する方法としてはいくつかありますが、(株)住信基礎研究所（以下、当社）では、主に、不動産の資産価格の下方サイドへの変化（下方変動リスク：VaR (Value at Risk)）を評価し、定量的に把握しています。

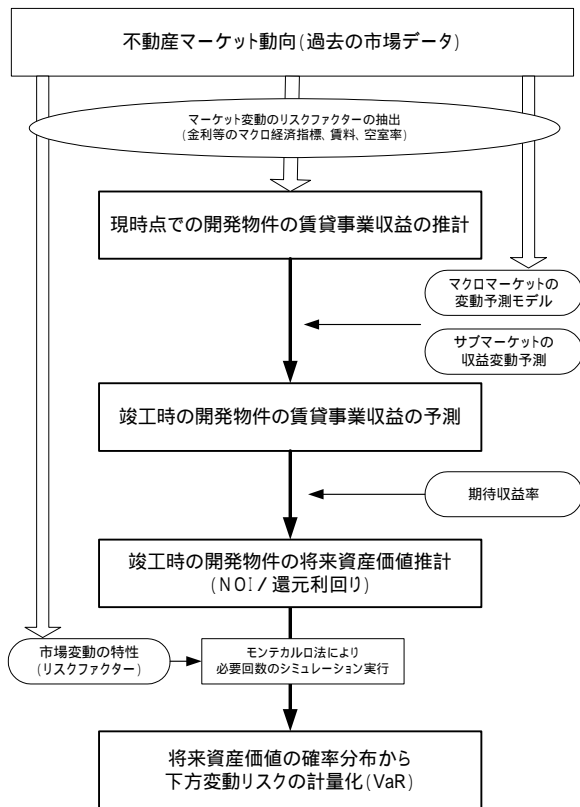
詳細な説明は紙面の都合により割愛しますが、リスク計量化の大きな流れは、以下の通りです。

まず、当該物件の現時点でのキャッシュフローを、市場データ（賃料・空室率）等をもとに推計します。次に、その結果と、過去の市場の変動を参考にした当社の市場予測モデルをもとに、将来の建物竣工時のキ

キャッシュフローを確率的に予測します。そして、このキャッシュフローをもとに、収益還元的に竣工時の資産価格を確率的に推計し、ある信頼水準のもとで資産価格が下方サイドに振れる量、下方サイドに振れる量の比率等を求め、これがリスク指標となります。

今回、賃貸住宅とオフィスのマーケットリスクを定量的に比較するため、この手法により、都心5区内の賃貸住宅・オフィスの両者の用途が想定される比較的大規模な土地で開発した場合の、24ヶ月後（土地取得から竣工までの期間）の資産価格の下方変動リスクをモデルとして計量化しました。

図表3 VaRによるマーケットリスク計量化フロー



* (株)住信基礎研究所作成

今回、計測した下方変動リスク (VaR) は、信頼区間90%の資産価格 (a) と資産価格の期待値 (b) との差 (下落額) と資産価格の期待値との比率 (= $b - a / b$) をリスクウェイトとして算出し、下方変動リスクを測る指標、すなわち、10%の確率で起こり得る資

産価格の最大下落率を算出しました。

その結果、住宅のリスクウェイトは12.8%、オフィスが14.7%となり、定量的な評価においても、住宅がオフィスに比べ、マーケットリスクが低いことが示されました。

図表4 プロパティタイプ別のリスクウェイト (モデル資産結果)

	NOIに係わる リスクファクターの 変動係数 (標準偏差)		資産価格の リスクウェイト (信頼水準90%) (信頼水準90%での資産価格の 下方サイドの振れ幅の 程度)
	(過去のマーケットデータ からみた賃料・空室率のボ ラティリティ/平均)		
賃貸住宅	賃料単価 空室率	7.0% 0.8%	12.8%
オフィス	賃料単価 空室率	12.2% 38.0%	14.7%

* (株)住信基礎研究所作成

また、賃貸住宅だけに着目し、投資の検討から竣工までの期間の長さの違いによる、リスク量の変化をみました。

その結果、竣工までの期間が長くなるほど、リスクウェイトは、高くなることが示されました。

図表5 期間別のリスクウェイト (モデル資産結果)

	竣工までの期間		
	30ヶ月	24ヶ月	12ヶ月
賃貸住宅モデルの リスクウェイト (信頼水準90%)	13.6%	12.8%	11.0%

* (株)住信基礎研究所作成

なお、今回は下方変動リスク (VaR) (最大下落額・下落率) により、リスクを評価しましたが、その他には、期待ショートホール (平均下落額) 等、様々な指標による見方もあります。

最後に

現在、マーケットリスクを、特に開発案件について定量的に評価し、それらを分析した上で、不動産投資に至っているケースは少ないのが実態です。特に、賃

貸住宅に関しては、オフィスに比べ、リスクが低いこともあり、非常に少ないです。

しかし、今回示した通り、賃貸住宅においても、必ずリスクはあり、特に、新規開発物件においては、その量は増大します。

そのため、今後、よりの確な不動産投資を行うためには、マーケットリスクを定量的に評価・分析することが必要であり、特に、投資家から資金を預かり、運営している不動産ファンドにおいては、必ず行われることが望まれます。これにより、さらに不動産投資市場は透明性・安定性が向上し、不動産投資の活発化に繋がるものと思われます。

(注)今回、マーケットリスクを定量的に評価するために、賃貸マンションの賃料については市場データを利用しましたが、空室率については、市場データがないため、当社で、独自に国勢調査や住民基本台帳、住宅着工戸数、流通市場における成約状況等をもとに、推計したものを利用しています。

月刊不動産フォーラム 21『不動産トレンドウォッチ』
2003年10月号(財団法人不動産流通近代化センター
編集・発行)掲載