

平成21年度 不動産リスクマネジメント研究会（第4回） 議事概要について

平成21年12月15日に「不動産リスクマネジメント研究会」の第4回会合を開催しました。
議事の概要については以下のとおりです。

1. 開催日時：平成21年12月15日（火） 13:30～15:30
2. 開催場所：国土交通省海事局会議室（中央合同庁舎2号館15階）
3. 出席者：福島座長、網頭委員、張替委員、吉田委員
（事務局：株式会社野村総合研究所）

4. 議事概要

〔Ⅰ 議事〕

- （1）国内外の不動産リスクマネジメントの現状の比較について
- （2）不動産リスクマネジメントに関するアンケート調査について
- （3）今後の予定

〔Ⅱ 意見交換における主な指摘事項等〕

- 不動産リスクマネジメントのフレームワークについて
 - ・ 不動産リスクマネジメントのフレームワークは海外事例、特に米国の年金基金等が参考になる。このような海外事例も参考にしつつ、今後の研究会では、どのようなデータ・情報が必要なのかを昨年度の研究会での議論も踏まえながら明らかにし、現状でできることや実現のための課題について考えるべきではないか。
 - ・ 不動産リスクマネジメントにおける物的リスクに関しては、エンジニアリングレポート（以下、ER）の各項目がリスクの評価項目となりうる。現状のERはリスク評価ではなく事実関係や事象の整理であるが、現状のERとリスク評価がセットになったデータとして蓄積されることになれば、最終的にチェックリストのようなものにつながっていくのではないか。具体的な例としては、遵法性の点で既存不適格となった物件でも、現状を維持したまま使い続けるから構わない場合もあれば、数年以内に増築・改築を必要とするからリスクがあるという評価になる場合もある。このように、同じ状況でも評価が異なる場合があるため、状況と評価に関する情報をセットで蓄積することが重要である。
 - ・ 不動産リスクマネジメントのフレームワークの一つとして、リスクマップを作成するとすれば、その前提として、リスクを見る立場を明確にすることが重要ではないか。デベロッパーであれば開発リスク、不動産ファンドであればIRRやキャップレート、年金基金であれば資本コストやリターンの変動性が重要になる。

- ・ 立場の違いによるリスク認識の違いが引き起こす課題としては、例えば、年金基金が不動産投資をする場合がある。年金基金が不動産投資をする場合、説明責任を果たす意味において、株や債券など他のアセットと同等のリスク評価をする必要があるが、これまでの不動産関連リスクはデベロッパーや不動産ファンドの立場から考えられてきたものであるため、リスクに対する認識が異なり、年金基金にとっては十分なコミュニケーションが取れないことがある。現状では不動産リスクの評価軸には IRR やキャップレートが使われているが、年金基金にとって株式・債券はそのような指標を使用しないため、リスク評価としての会話が成り立たない状況ではないか。年金基金側は不動産に対する理解が追い付いておらず、デベロッパーや不動産ファンド側は金融理論によるリスク評価手法に対する理解が追い付いていないため、そこにギャップが存在する。
 - ・ 金融の立場からはリスクの分解が重要であるが、個別性の塊である不動産をどのようにリスク分解するのかを考える必要があるのではないか。IRR のようなトータルリターンに関する指標だけでなく、マーケットリスク要因、エリア属性、タイプ属性などの指標を加味したリスクも、リターンと関連させて評価すべきではないか。
 - ・ 損害保険会社では、生命保険会社ほど多くの不動産を保有している訳ではないので規模は異なるが、同様のリスク管理手法を用いている。物理リスクの定量化は他業界と比較しても進んでおり、例えばアスベスト除去費用などの環境債務や自然災害の影響などは定量化して評価をしている。
 - ・ 不動産のリスクを評価する上では、物的リスクを取り入れていった方が良い。例えば、イギリスでは不動産取引には評価機関があり、その機関が不動産の価値評価をして融資の際に物的リスクも含めて評価をしている。フランスでも不動産取引の際には物理的リスクは個人間の取引であっても開示しなくてはならないという告知義務がある。このように物理的リスクは諸外国においては評価されているので、今後の議論でも考慮すべきではないか。
- 不動産の市場リスクの定量化手法について
- ・ 実物不動産に投資をしている生命保険会社のうち数社が VaR を算出しているが、不動産に関連する情報が十分ではないため、実際にはかなり苦労しているのではないか。一般に、VaR は日次のリスク量として日次データを用いて算出するが、不動産では「10日単位のリスク」の様な評価をすることはできない。そもそもデータの観測期間が株・債券・為替のような代表的な資産クラスと異なっているので、そのような状況の中で不動産を他の資産クラスと同じような評価軸で評価することは非常に困難ではないか。
 - ・ 不動産の場合、年間ベースの VaR であれば算出することはできるかもしれないが、トータルリスクとしてリスク量がわかるだけでは不十分である。VaR で算出したリスクを要因ごとに分解できなければ、リスク管理ができない。リスクに対応するためにはリスクの分解が重要ではないか。

- ・ 不動産のリスクをポートフォリオで評価するのか個別不動産で評価するかによって方法論も異なる。リスクファクターの分解にしても個別不動産の場合、キャップレート、空室率、賃料などのパラメータを変化させながら DCF 法に基づいた価格変化から算出する方法が一般的である。
- ・ 市場リスクの管理ということであれば、ポートフォリオ全体のマネジメントになるので、エリア、タイプ、築年数などで区分として市場リスクを認識するべきではないか。その上で、個別リスクに注目して管理する必要がある。不動産の場合、個別リスクの評価は重要であるが、個別リスクは定量化が難しく、ヘッジ手法やマネジメント手法も限られてくる。シナリオシミュレーションをしてリスクのバッファを設けたり、あるいはヘッジしたりするなど、抜本的な対応策について考える必要があるのではないか。
- ・ 本研究会としては、不動産リスクを計量化する方法論を、理論的なモデルを構築することまでは考えていないが、その考え方を箇条書きレベルでも提示すべきではないか。

■ 不動産の物理的リスクの評価について

- ・ 物理的リスクの評価として日本国内であれば CASBEE、米国であれば LEED のような指標があるが、本研究会ではこれら指標を評論するようなことはせず、リスクマネジメントの観点から、物理的リスクの評価方法としての理想論を提示すべきではないか。その上で、既存の枠組みを利用できるのであればそれを利用すればいいし、利用できないのであれば新しい枠組みを考えればよいのではないか。
- ・ 昨年度の議論にもあったが、物理的リスクのスコアリングは、債券に対する信用格付けの個別不動産版のイメージである。従って格付けは AAA や星の数などによって表現されるイメージである。ここで重要なのは、対象とするリスクの範疇を明確化することと、個別不動産の物理的リスクにおける総合的評価を出すことではないか。具体的な方法論としては、現状の ER に総合評価を加えることで、概ね充たされるのではないか。
- ・ 物理的なリスクに対する格付けを、直接的に価格に反映する制度は設けない方がよいのではないか。まずは価格（鑑定評価額）と物理的な格付けを、それぞれ独立させセットで存在させておけば、そうしたデータが蓄積されるにつれ、自然と価格と物理的リスクの関係が出来上がっていくはずである。価格は市場によって決まるものであり、物理的リスクを無理に価格に反映させるべきではないのではないか。
- ・ 価格と物理的な評価を切り離して存在させることは非常に良いのではないか。ただし、不動産は個別性が高いので評価項目の標準化は大きな課題である。例えばリスクを大項目として、生命に関わること、使用可能性に関わること、お金に関わること、のように分類し、その中で更にブレイクダウンして評価項目を設定すれば、ある程度数値化することも可能ではないか。ただし、地域性という項目は、物理的評価項目でもあるが、価格にも大きく影響するので、どのように反映させるかは難しい。
- ・ 評価項目については、将来価格（コスト）に影響を与えやすいものにある程度限定し、

- その対象範囲を明確に表示すべきではないか。
- ER の共通指標は書き手のエンジニアによって異なってしまっているのが、その点を揃える必要があるのではないか。地震の PML のような指標は揃っているが、例えばアスベストの除去費用の算出方法は不明確な部分もある。現状では個別のリスク評価でも差が出ている状況である。格付けにする際も当然評価主体によって差が出るのが想定されるが、その差を多様な評価が存在して良いと容認するのか、あるいは標準化すべきなのかについても議論すべきではないか。
 - 最終的には標準化は必要ではないか。また本当に実務に落としていく際には、その実務を誰が担うのか、ということも重要な問題である。理想的には中立的な機関の方が良いのかもしれないがその点についても議論の必要があるのではないか。

以 上