

1980年代における熊本市の土地市場特性について

崇城大学 工学部 学生員 ○玉城 博紀
崇城大学 工学部 正員 田代 敬大

1. はじめに

いわゆるバブル崩壊以降、わが国諸都市における地価動向は長期趨勢的には下落の一途を辿るとともに、わが国経済の停滞にも大きな影を落としている。このような不動産市場の活性化を図ると期待されているのが、不動産証券化等の新しい再開発方式である。しかし、現代的な証券投資(資産選択)理論においては投資対象のリターンはもとよりリスクの分析が不可欠であるが、資料の制約もあり、これまで土地市場のリスク分析はほとんどなされていない。

本研究は、熊本市の土地市場を対象に、“同質的ゾーン”における1980年、86年、90年、95年、2000年のリターンと「リスク」の推定と土地市場特性の検討を試みるものである。本稿では、末期に穏やかながらもバブルが波及した80年代を対象とする。

2. 同質的ゾーンのリスク・リターンと分析手順

財・資産としての土地の特性は、第一に個別性が挙げられ、証券等の個別銘柄に対比されるのは都市内の各地点である。しかし、各地点での収益・地価分布の測定は容易ではなく、ここでは、土地条件の類似した“同質的ゾーン”を単位とみなすことにする。いわば不動産鑑定理論における「近隣地域」に相当する概念区域を分析対象とすることになる。

本研究上の最大の問題点は、各ゾーンにおける地価分布が作成できるだけの地価調査がなされていないことである。そこで、法定容積率、中心からの時間距離、前面道路幅員を説明変数として、公示地価より地価推定式を作成し、ここでは前記5回の公示地価調査地点と1990年の新規マンション立地点のデータより対象年の地価を推定した。1980年、86年、90年の地価推定式は、表1の通りである。

経年的比較をするため、“同質的ゾーン”は、1990年の土地利用状況等の検討から画定したゾーンに固定している。同質的ゾーンごとの推定値より、リターン(地価平均)と「リスク」(地価の標準偏差)を算出したが、実測値が得られている地点では公示地価を用いた。3個以上のデータが得られたゾーンを分析対象とし、それらのゾーン数は12であった。

3. 土地市場のリスク・リターンの関係

対象年における熊本市土地市場の各ゾーンのリスクとリターンの散布図は、図1~3のようになった。概略的には、ゾーンAは都心商業地、B・C・Dは都心周辺商業地、Eは副都心的商業地、F・Gは都心周辺住宅地、H・I・J・K・Lは中間的住宅地と特徴付けられる。各図は類似した布置となっているが、各ゾーンの1980年から90年への変化は、地価上昇を反映して、概ねローリスク・ローリターンからハイリスク・ハイリターンへの変化となっている。ただし詳細には、各ゾーンの推移状況は一律ではない。

図1~3は、ゾーン数が少ないこともあり、ゾーン集団の見方により幾つかの解釈ができる。①全体を1つの市場とみなした場合、②都心商業地に位置するゾーンAを外した場合、③ゾーンA~Eの「商業地」とゾーンF~Lの「住宅地」で構成されているとみなした場合である。各場合の相関係数を表2に示す。

①の全体的市場の見地では、相関係数の推移によると、リスクに見合うリターンの形成が、1980年のバブル前から90年のバブル期にかけて徐々に強まっていっていったとみなされる。

表1 地価推定式

<p>(1) 1980年地価推定式</p> <p>データ数 $N=25$ 調整済み決定係数 $\bar{R}^2=0.709$</p> <p>$P=EXP [10.850+0.004x_1-0.087x_2+0.004x_3]$</p> <p>$t$ 値 (21.319) (3.483) (-2.527) (0.166)</p>
<p>(2) 1986年地価推定式</p> <p>データ数 $N=67$ 調整済み決定係数 $\bar{R}^2=0.800$</p> <p>$P=EXP [10.441+0.005x_1-0.024x_2+0.014x_3]$</p> <p>$t$ 値 (49.590) (8.760) (-1.816) (1.559)</p>
<p>(3) 1990年地価推定式</p> <p>データ数 $N=72$ 調整済み決定係数 $\bar{R}^2=0.883$</p> <p>$P=EXP [10.440+0.006x_1-0.042x_2+0.019x_3]$</p> <p>$t$ 値 (53.744) (12.726) (-3.519) (2.414)</p> <p>x_1: 法定容積率 x_2: 時間距離 x_3: 道路幅員</p>

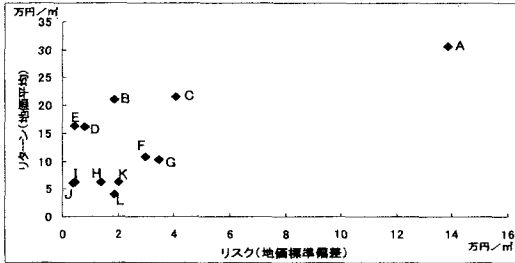


図1 1980年のリスク・リターン

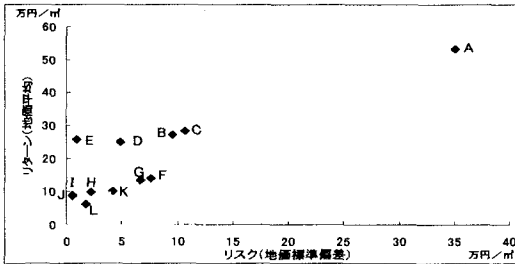


図2 1986年のリスク・リターン

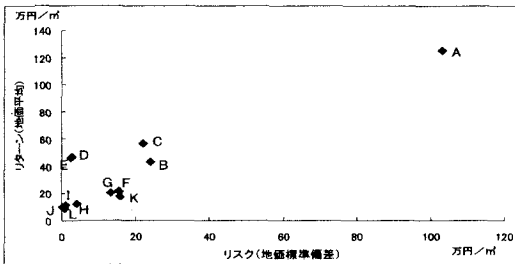


図3 1990年のリスク・リターン

表2 リスク・リターンの相関係数

	1980年	1986年	1990年
① 全体	0.714	0.874	0.892
② Aを除く	0.308	0.602	0.469
③ 「商業地」	0.967	0.976	0.969
「住宅地」	0.719	0.885	0.951

②はゾーンAの価格形成要因が他ゾーンと異なり外れているとみなす立場で、これによると各年の相関係数は①に比して大きく低下する。すなわち、80年代の土地市場は、リスクに見合うリターンの形成は弱く、必ずしも“効率的”（情報が素早く十分に行き渡る状況）ではなかったとみなされることになる。

これに対し、③の見方によると、80年代全般を通じて「商業地」「住宅地」いずれにおいてもリスクに対するリターンの形成力は極めて強い土地市場であったことになる。ただし、その価格形成作用はそれぞれの市場にとどまり、「商業地市場」と「住宅地市場」は分断された市場状態であったことになる。

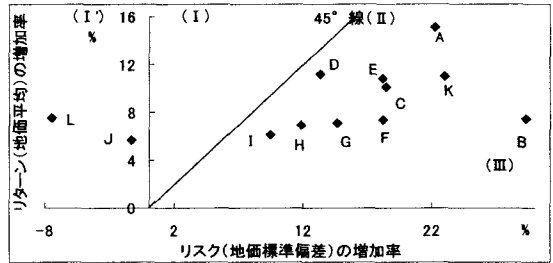


図4 リスク・リターンの増加率（年率換算）

5. リスク・リターン変動と資産価値

土地所有（潜在的な土地投資）が続行されるか他用途に転用されるかは、本来、他用途の収益分布との関係が重要であるが、ここでは、土地のみの価値の時間的変化について検討する。リターンの増加は当該ゾーンの財・資産価値の上昇を意味するが、「平均・分散基準」を採用すると、時間経過に伴う各ゾーンの土地の財・資産としての性質は、リスクの観点からさらに次のように分類される。

- (I) リターン増加率 > リスク増加率： 土地は相対的に有利化する。リスク減は特に有利化(I')。
- (II) リターン増加率 = リスク増加率： 土地のリスク・リターンの関係は、時間的に無差別。
- (III) リターン増加率 < リスク増加率： 土地の優位性は相対的に劣化。リターン減の場合は、明らかに減価と共に劣化。

これらの中からどのゾーンを選好するかという問題は、投資家の効用関数（無差別曲線）に依存する。

さて、1980年から90年への各ゾーンのリスク・リターンの増加率（年率換算）の布置は、図4のようになる。リスクが減少しているゾーンも見られるが、ほとんどが45°線（リスク・リターンの時間的無差別条件）より下方(III)に位置し、年率5%から10数%のリターンの上昇が見られるものの、それ以上にリスクが拡大していたことになる。

6. おわりに

1980年代の熊本市の土地市場は、弱いながらも“効率的”が形成されつつあった、「商業地市場」「住宅地市場」はそれぞれ“効率的”だが分断された状態であった、等々と多様に解釈される。また、1980年から90年への地価上昇は、各ゾーンのリターン上昇を上回るリスク拡大を伴うものであった。