特集【論説】 不動産鑑定評価基準の改正とデュー・ディリジェンス

格付機関から見た証券化不動産の不動産鑑定評価について

The meaning of new valuation standards for real estate from a rating agency's standpoint

Shun-ichi KODAMA : Rating and Investment Information, Inc., Structured
Finance Department, Structured Finance Division,
Chief Analyst, (Licensed Real Estate Appraiser)

児玉 俊一*

The recent amendment of valuation standards for real estate will be useful for rating agencies. Real estate appraisers should be required to explain the process and reason for their judgment clearly.

keywords : Real estate investment market, rating, accountability

不動産投資市場, 格付け, 説明責任

■内容

1. はじめに
2. 不動産投資市場の状況
3. 不動産投資市場における不動産鑑定評価
4. 格付けとは
5. 不動産投資市場に関連する格付けのポイント
6. 鑑定評価書に期待する機能と要望
7. おわりに

1. はじめに

本稿ではまず発展著しい不動産投資市場の状況とそこで不動産鑑定評価（以下、鑑定評価）が果たしている役割を概観するとともに、格付機関である格付投資情報センター（R&I）がその市場にどのように関わっているかを説明し、その立場から不動産鑑定評価基準の改正を踏まえた今後の不

動産鑑定評価について私見を述べたい。

2. 不動産投資市場の状況

不動産投資市場とは、投資のためのSPV¹を通じて調達した資金により不動産投資を行い、その投資収益の分配を行う市場概念を示す。そのイメージは図表1の通りである。

不動産投資市場は、当初は企業等の不動産保有者（以下、オリジネーター）の資金調達やバランスシート対策として始まり、その後不動産投資家による投資資金の調達等にも利用目的が広がった。現在では企業業績の回復等を背景とした不動産賃貸収益の安定化とともに、資産流動化法等の法律面の整備や資金供給スキームの革新が進み、ノンリコースローンなどのファイナンス手法が確立したこともあって、継続的に資金の流入が続き不動産投資市場が拡大している状況にある。

児玉 俊一*（こだま しゅんいち）株式会社格付投資情報センター ストラクチャードファイナンス本部 ストラクチャードファイナンス部 担当部長 チーフアナリスト（不動産鑑定士）

¹ Special Purpose Vehicleの略。証券化のために資産保有を目的として設立された主体。株式会社、合同会社、資産流動化法に基づく特定目的会社などが利用されている。

図表1：不動産投資市場のイメージ

出所：R&I作成

不動産投資市場の規模の捉え方には統一されたものはないため、以下、いくつかのデータを紹介したい。

国土交通省による「不動産の証券化実態調査」によると不動産投資法人（投資信託および投資法人に関する法律により規定される社団、以下、J-REIT）を含む不動産証券化の実績（証券化の対象となった不動産またはその信託受益権の額）は、草創期であった1997年度の620億円から2005年度には6.9兆円に拡大し、この間の累計値は約25兆円となった²（図表2参照）。また社団法人信託協会が発表している「資産流動化の信託の受託状況」によると、2006年9月末時点の資産流動化のための不動産信託の受託残高は20.9兆円であり、前年同期の16.5兆円と比較して4兆円強、約27%増加した。不動産投資市場において不動産は信託受益権の形態で取引されることが多いことから、同残高の増加は引き続き不動産投資市場が拡大基調で

あることを示している。

東京証券取引所などに上場するJ-REITは2007年5月末時点で41法人に上り、不動産の取得価格総額は6兆円弱、東証の時価総額は6兆円強となっており、今後も着実に成長していくことが見込まれている。また社団法人不動産証券化協会の調査によると、私募ファンドの運用資産総額は2006年12月末時点で約8.2兆円であり、前年同期比2.1兆円の増加となっている。

不動産投資市場は量的な拡大のみならず、従来の不動産市場や資金調達に対して、以下のような質的な変化をもたらしたと考えられる。

①不動産市場の効率化

不動産は所在する地域や個別的な特性が極めて強く同質性を持たない資産であり、従来、株式のような多数の売り手と買い手が参加する透明性の高い取引市場がなく、成立した売買取引に関する情報も十分に公表されてこなかった。

² 同調査では、全体のボリュームを把握する観点から、証券を発行したもの（狭義の証券化）に限定せず、借入れ等により資金調達を行ったもの（広義の証券化）も対象としている。

図表2：不動産証券化の実績の推移

出所：国土交通省「土地白書」内の「不動産の証券化実態調査」よりR&I作成

不動産投資が増えるにつれて取引情報がマスコミ等によって報道され、特にJ-REITでは、取得不動産の概要、取得価格及び利回り、賃貸借契約の内容等の情報を詳細に公開することから、広く情報共有することが可能な状況となった。また特定の地域や用途のみならず、地域的には東京都心部から三大都市圏、政令指定都市などへ、用途面ではオフィス、賃貸住宅から商業施設、ホテル、倉庫などへと広がりを見せたことも大きい。

不動産取引の透明性が高まったことにより、外資系を含む新たな不動産投資家の参入、収益用不動産の流動性の向上をもたらし、結果的に不動産のリスクプレミアムの縮小につながったと考えられる。

②不動産ファイナンス手法の発展

従来の不動産投資におけるデットファイナンスは、投資を行う企業自身の信用力に依存したコーポレートファイナンスであったが、不動産投資市場では倒産隔離がなされたSPVに対するアセットファイナンス（ノンリコースローン等）が主流と

なった。不動産のキャッシュフローが裏付けとなるアセットファイナンスは、十分な投資分析（デューデリジェンス）の後にキャッシュフローの分解と再構築によりリスクの配分を行うため、リスク選好に応じた投資家を呼び込めることとなった。

またJ-REITの投資口が東京証券取引所等に上場したことにより、公募によるエクイティ資金調達への道を切り開いた。流動性が付与され、インデックス投資を行う投資信託や個人等、多様な投資家層の資金が流入することとなった。

③両市場の連動性向上

資産運用実務を担うアセットマネージャー（AM）は、投資、賃貸借、維持・管理の各業務において投資家への収益配分を意識し、その期待に応えるような行動を取る。例えば、投資時の不動産の期待利回りの決定にあたり、資金調達コスト率（デット資金の金利水準とエクイティ資金の要求利回りをそれぞれの調達割合により加重平均して算出）に減価償却率を含む運用経費率を加えた

水準を考慮したり、信用力の高いテナントと長期の賃貸借契約を締結して投資家への収益配分を安定化させたりすることが挙げられる。単に資金が流れているだけでなく、こうした点からも両市場の相互関係が強まっていると言えよう。今後、金融商品取引法の施行により不動産の金融商品化は確定的となり、両市場の連動性はより強いものとなるだろう。

3. 不動産投資市場における不動産鑑定評価

このような不動産投資市場において、鑑定評価はデューデリジェンスの一環として実施され、市場インフラとして重要な地位を占めている。これは投信法・資産流動化法といった法律面や売却処理を行うための会計上の必要性、さらにはデット・エクイティ両投資家による投資判断上の要請によるものである。

不動産投資市場における不動産鑑定評価書（以下、鑑定評価書）の特徴は、まず第1にユーザーが多様化したことであろう。かつて鑑定評価書は依頼者のみに交付・説明されることが原則であった。一方、今日ではレンダーや投資家（いずれも候補者を含む）、格付機関等の関係者に鑑定評価書が開示されることが一般的となった。当該関係者から内容について質問がなされることも多く、その説明責任が極めて重要となった³。

特にJ-REITは総じて情報公開に積極的であり、各社による程度の違いはあるものの、物件取得時や決算時のリリースにおいて、鑑定評価結果の一部が公表されている。これによりJ-REITの保有不動産の鑑定評価には「タテ」と「ヨコ」の整合性を求められることになったことが第2の特徴である。

タテとは、異なる時点での整合性である。J-REITでは決算期（6ヶ月決算のJ-REITがほとんどである。）ごとに時価評価のために再鑑定を依頼し結果を公表している。鑑定評価の結果は「価格時点」における判断であるため、時点が異なれば評価結果が異なることもありうる。ただしその理由について合理的な根拠を伴った説明が必要となる。またヨコとは、異なる物件相互間の整合性である。当然のことながら評価の判断基準は統一されている必要があり、物件相互間の評価結果の違いは合理的に説明されなければならない。例えば「A不動産とB不動産のキャップレートの査定結果の違いの根拠は何か？」という質問が予想されるし、さらにC、D…といった他の不動産との整合性も同様であろう。いずれも説明責任を果たす上で重要な視点である。

このほど不動産鑑定評価基準（以下、鑑定基準）の一部が改正され本年7月1日より施行されることとなった。改定は、不動産投資市場の発展の過程で生じたさまざまなニーズや指摘された問題点に答える形でなされたものと認識している。改正の趣旨や詳細は他のレポートに譲るとして、ここでは改正内容のうちから特に注目されるポイントとして、以下の2点を確認しておきたい。

- ①エンジニアリング・レポートの活用義務化
- ②DCF法の収益費用項目の統一

4. 格付けとは

格付けとは、発行体（企業等）やその発行体の個別の債券等の元利金等の支払いの確実性に対する、第三者の専門機関である格付機関の意見である。格付機関により定義は異なるが、R&Iでは「発行体が負う金融債務についての総合的な債務履行能力や個々の債務の支払いの確実性（信用力）に

³ 国土交通省土地・水資源局長による通達、「証券化対象不動産の鑑定評価等の適正な実施について」（国土第36号、平成18年6月5日）においても、十分な説明責任を果たすことが要請されている。

に対する意見を、一定の符号によって投資家に情報として提供するもの」と定義している。

日本では、金融庁長官がその格付け実績、人的構成、組織、格付けの方法および資本構成その他発行者からの中立性に関する事項を勘案して有効期間を定めて指定した指定格付機関（企業内容等の開示に関する内閣府令第一条十三号の二）が5社あり、R&Iのほか、日本格付研究所、ムーディーズ、スタンダード&プアーズ、フィッチが活動している。

格付けに関する詳細な説明は弊社のホームページ（<http://www.r-i.co.jp>）や専門書等を参考としていただき、ここでは格付けの持つ機能として、①情報の非対称性の是正、②「情報生産コストの削減」の2点をご紹介します。

一般に債券等の投資に伴うリスクを評価するのに十分な情報を得ることは非常に困難であり、また得た情報を正しく分析するためには専門的な能力が必要となることから、投資家と発行会社との間に情報のズレが生じうる状況を「情報の非対称性」と呼んでいる。情報の非対称性の是正とは、このズレを埋める役割を格付機関が担っていることを指す。また情報生産コストの削減とは、格付け情報を利用することで、債券投資に関する情報収集・分析などに伴う諸々のコスト＝情報生産コストを軽減することができることを言う。

こうした機能を背景に、格付けの利用は債券等の発行体、投資家双方にメリットがあり、今日では資本市場におけるインフラの1つとして機能している。

5. 不動産投資市場に関連する格付けのポイント

不動産投資市場においてもデット資金の調達を

図る際に、格付けを取得するケースが多い。格付けの考え方は格付機関ごとに異なるので、以下、R&Iの不動産証券化案件とJ-REITの格付けの考え方のうち、主に不動産の評価にかかる部分を述べ、これを通じて鑑定評価書のユーザーとしての立場を説明したい。

(1) 不動産の証券化案件

①総論

不動産の証券化とは、不動産（または不動産を信託財産とする信託受益権）を倒産隔離がなされたSPVに譲り渡すことでオリジネーターの信用力から切り離し、SPVが当該不動産からのキャッシュフローを裏付けに証券化商品を発行するしくみである。証券化の事例は増えており、ドイツ証券株証券化商品調査部の調べによれば2006年（暦年）の不動産関連の証券化商品（以下、社債等）の発行量は約1.50兆円となり、過去最高を記録した2005年の約1.44兆円を更新した。

不動産を裏付けとする証券化案件の格付けは、前述の格付けの定義に則り、発行される社債等の元本の償還や利払いの確実性について分析・判断することになる。格付け作業は、原則として、イ）R&Iによる不動産の評価、ロ）信用補完水準の確認、ハ）流動性補完水準の確認、ニ）ストラクチャーの分析、の4段階の手順で進められる。R&Iでは不動産証券化案件のタイプを1）流動化型、2）マルチボロワー型、3）開発型等に分類しているが、以下、1）流動化型を念頭に置き、全てのタイプに共通する考え方について述べる⁴。

②R&Iによる不動産の評価

まず社債等の裏付けとなる不動産（以下、証券化不動産）を分析して、キャッシュフローや資産価値の評価を行う。それは社債等の利息の支払い

⁴ 詳細については、R&Iのホームページ上で「ストラクチャードファイナンス：格付けの考え方」に掲載している「CMBSの格付け手法」を参照されたい

は証券化不動産のキャッシュフローに、元本の償還（発行日から3～5年後に予定償還日が設定されることが多い）はリファイナンスまたは売却代金によってなされるため、社債等の元利金払いの信用力が証券化不動産のキャッシュフロー及び資産価値に基づくためだ。不動産は、地域性・個別性が極めて強く同質性を持たない等の特性を持つため、証券化の裏付けとなる売掛債権、受取手形等の金銭系の他の資産と比べて、キャッシュフローや資産価値を把握することが比較的難しい資産である。R&Iでは、こうした認識のもと、証券化不動産の地域性および個別性を十分に調査・分析して、現実の不動産市場で成立すると思われる適正な資産価値を求め、これを格付け結果に反映するよう努めている。

証券化不動産の分析・評価に当たり、鑑定評価書、エンジニアリング・レポート、レントロール（賃貸借契約条件一覧表）等の資料提供を受ける。格付けアナリストは受領した資料、特に鑑定評価書を精査し、それを踏まえて現地に赴いて証券化不動産の状況、周辺環境などをチェックし、そのテナント競争力を確認した後に具体的な評価作業を行う。

不動産評価の手法は、将来の収益性に着目する収益還元法を用いる。収益還元法は直接還元法とDCF（Discount Cash Flow）法に大別できるが、R&Iでは主に直接還元法を用いており、①長期の定期借家契約がなされている場合、②将来の建替が合理的に予測できる場合などには、DCF法のメリットが生きるものと考えこれを重視している。

評価目的は、格付け対象となる社債等の元利金払いの確実性の判断のために、証券化不動産の中長期的に維持しうるキャッシュフロー水準や資産価値を求めることである。現実の賃料がマーケット賃料よりも割高である場合、原則としてマーケット賃料に修正する一方、逆に現実の賃料がマーケット賃料よりも割安である場合でも、上方

修正はその実現性を吟味して慎重に検討する。現実には満室稼働であっても、テナント入れ替えにともなう空室発生は見込むし、極端に経費が抑えられていたとしても同種の建物で標準的と思われる水準まで修正する。キャップレートについても過剰流動性による低下など特殊要因を可能な限り排除した水準を査定する。この点で価格時点における、現実の社会経済情勢の下で合理的と考えられる条件を満たす市場で形成されると考えられる価格を求める鑑定評価とは異なる点がある。

③不動産評価以外の項目

イ）信用補完水準の確認

信用補完とは社債等の元利払いの安全性を高めるために用意されるしくみである。信用補完のために、証券化不動産のキャッシュフローをコントロールすることにより社債等の元利払いに優先劣後構造を設け、優先する社債等の元利払いを守ることが一般的だ。一定の目標格付けのためにはこれに対応した信用補完水準を確保することが必要である。R&IではLTV（Loan To Value）とDSCR（Debt Service Coverage Ratio）の2つの指標により、証券化不動産の特性に応じて案件ごとに必要な信用補完水準を求めている。

ロ）流動性補完水準の確認

流動性補完とは、期中に必要な資金が不足した場合にそれを賄うためのしくみである。当該案件の格付け水準、証券化不動産のグレード、テナントの集中状況等を勘案して、「一定期間にわたって一定の空室が生じる」というストレスシナリオを設定し、その期間に必要な費用と社債等の元利支払金額に見合う流動性補完水準（現金準備やコミットメントラインの枠等）が確保されていることを確認する。

ハ）ストラクチャーの分析

ストラクチャーの分析は、SPVの倒産隔離性、証券化不動産の真正売買性、社債等の優先劣後構造の有効性、サービサー（債権回収業者）などの

関係者の関与、といったさまざまな論点を検証する。原則としてリーガルリスクに関しては法律意見書の内容を確認している。

(2) J-REIT格付け

R&Iでは本年5月末日時点で23法人のJ-REITの格付けを公表している。

J-REITの格付けを行うに当たっては、ゴーイングコンサーンであるJ-REITの特性に鑑み、通常の事業会社の格付けアプローチと同様に「事業の安定性」と「財務の安定性」をそれぞれ分析している⁵。

事業面ではまず、現在のポートフォリオの状況（保有不動産の安定性・質、分散状況）を分析するとともに、投資・維持管理を担う資産運用会社のマネジメント方針・能力の評価を行う。マネジメント方針・能力の評価を行う際にはその背景にあるスポンサーの事業基盤やサポート体制も評価対象となる。また、コンプライアンス体制（特にスポンサーとの利益相反対策）についても確認する。財務面ではレバレッジコントロール、キャッシュフロー水準（収益性）、調達デュレーション、財務の機動性・柔軟性という4項目についてそれぞれ評価し、財務リスクを判断する。事業面と財務面それぞれの評価を総合して、最終的な格付け水準を決めていく。従って、ポートフォリオの質・分散やマネジメント力の高低によって、ある格付けを付与する場合に必要な負債水準や収益性は自ずと変わってくることになる。

格付けの過程で保有不動産の分析および資産評価を行っており、その結果をポートフォリオの安定性・質の判断やレバレッジコントロール水準の見通しに活用している。不動産評価の手法は不動産証券化案件で述べた内容と同様である。

6. 鑑定評価書に期待する機能と要望

以上の通り、R&Iでは格付け作業上、証券化不動産やJ-REITの保有不動産のキャッシュフロー及び資産価値の評価を行っており、その際に鑑定評価書を重要な資料として活用している。特に地域分析の結果及び市場賃料、個別分析による対象不動産の査定賃料、割引率等の各種利回り等に関して、専門家である不動産鑑定士の調査内容やその判断に至った根拠を大いに参考としている。今回の鑑定基準の改定を受けて、DCF法における収益費用項目が統一されたことは、異なる不動産鑑定士による鑑定評価の比較可能性が高まったとポジティブに考えている。今後は改定後の鑑定基準に則り作成される鑑定評価書が各ユーザーに支持されていくことが重要である。その中でユーザーとしての要望を以下の通り挙げたい。

第1に統一されたDCF法の各項目について、数値を判断した根拠の説明部分のいっそうの充実である。特に割引率等の各種利回り、賃料水準及び将来の変動率、空室率など、評価結果に大きな影響を与える項目に関しては、数値そのものよりむしろ専門家としての判断根拠が有益な情報と考えられる。説得力のある、論理的な説明がなされている場合には、結論である評価額に対する信頼性も高まる。これは投資に当たり自ら不動産評価を行う機関投資家等のユーザーにとっても同様であろう。

第2に、個々の不動産鑑定士に委ねられている割引率等の各種利回りについての、統一的な査定方法の検討である。鑑定評価は個々の不動産鑑定士の分析に基づく価格時点における不動産の価格に関する意見であり、その独自性、多様性は尊重されなければならない。当然にこの前提に立った

⁵ 詳細については、R&Iのホームページ上で「ストラクチャードファイナンス:格付けの考え方」に掲載している「J-REIT格付けの手法」を参照されたい。

としても、例えば同一の不動産に関して、異なる査定方法を適用した上で割引率が5.0%と6.0%と判断された2つの鑑定評価書があった場合には、投資家から「どちらがより妥当なのか」という極めて自然な問いかけが出そうである⁶。これに対して判断の違いまたは査定方法の考え方の違い、という回答で果たしてどこまで納得を得られるか。J-REITの取引事例や収益実績、各種の不動産インデックス等を検証することにより、鑑定業界全体として各種利回りの査定手法を研究することが有益ではないかと考えられる。

第3に、私見ながら、対象不動産が将来生み出すであろう純収益（NOI）を判断するに当たって、不動産の維持管理面のマネジメント力の判断が重要になっているという問題意識を持っている。不動産の所有と経営の分離により、不動産ビジネスの分業化（アンバンドル化）が進み、テナントリーシング等のマネジメント力の巧拙によって不動産の収益性に差が出るのが当たり前となった。このことは、現在のAMのマネジメント水準が優れて（劣って）いて高い（低い）NOI水準である場合、AMが交代することによりNOIが下落（上昇）する可能性があることを示している。とすれば、鑑定評価に当たり、現状の契約賃料が市場賃料との乖離がある場合、それは地域要因や個別的要因などのハード面に起因するのか、AM等のソフト面も影響しているのか、また今後の見通しはどうかという判断が重要となるだろう。特に運営状況が不動産としての資産価値、キャッシュフローに

影響する商業施設、ホテル等ではより顕著である。現在これらの用途の不動産の証券化が行われる場合、鑑定評価書のみならず、第三者の専門家によるマーケットレポートを取得して、マネジメント面を含めていっそう詳しい収益性の分析を行うことが一般的だ。

7. おわりに

発展する不動産投資市場ではあるが、ここにきて良好な市場環境を変えうる環境変化要因が出てきている。具体的には金利上昇リスクへの対応、新BIS規制の影響、SPVの連結基準の強化、投資家保護を重視する監督当局の姿勢とAMのコンプライアンス面の問題、耐震偽装や違法建築等の建物のハードに起因する問題等が挙げられる。いずれも金融商品取引法の施行以降、不動産が金融商品として投資家の投資基準に依っていくためには避けて通れない問題である。また、不動産価格やJ-REITの投資口価格の高騰に対して、過熱感から一部ではバブル状態との指摘もなされている。これらに対する適切な対応や説得力のある反論は、今後の市場関係者のそれぞれの努力に負うところが大きいの。

このような意味で、不動産投資市場は新たなステージへと発展するために環境変化への対応力を試される状況にあると言える。不動産の価格に関する専門家である不動産鑑定業界は、鑑定評価の「説明責任」を通じて市場の発展に貢献することが期待されよう。

⁶ 同一の不動産に関して異なる鑑定評価書が取得されるケースは極めてまれと思われるが、前述の「タテの整合性」のように、類似性の高い不動産間にはありうることである。