

証券 アナリスト ジャーナル

JUL. 2001. VOL.39 NO. **7**

特集

不動産投資

SECURITY
ANALYSTS
JOURNAL

格付機関からみた不動産投資ファンド

株式会社日本格付研究所
ストラクチャードファイナンス室

チーフアナリスト 伊藤 紀幸

目次

- | | |
|---|--|
| 1. はじめに | 4. 不動産投資ファンドにおける利益相反 |
| 2. 不動産投資ファンドのリスクとアカウント
ビリティ | 5. J-REIT (投資法人) の財務戦略 - 最適資
本構成の戦略 - |
| 3. 不動産投資ファンドにおける適時情報開示
(タイムリー・ディスクロージャー) | 6. 「格付けの対象」と「格付け手法」 |

不動産投資ファンドでは、アカウントビリティに着目し、投資家あてリスクとリターンを平易・簡潔に適時情報開示していくべきである。

MMの無関連命題によれば、負債比率・配当政策いかにかわらず企業価値は不変となり最適資本構成は存在しないことになる。しかし、現実的には不動産市場における情報の非対称性の存在、倒産隔離されていない不動産投資ファンドの倒産危険性、エージェンシー・コスト等の存在により負債比率・配当政策はファンドの市場価値に影響を与えらると思われる。また、不動産投資ファンドの格付けでは、会社更生法の不適用と物権の排除効により、コーポレート格付けとは異なり有担保債務は無担保債務の格付けを上回ることが出来ると考えらる。

1. はじめに

日本にも集団投資スキームの一つで資産運用型に属する不動産投資ファンド（以下、単にフ

ァンドとも略す）が創成され、東京証券取引所（以下「東証」と略す）に上場するいわゆる日本版 REIT が間もなく誕生しようとしている。

一般的に、不動産投資は「不動産事業」への投資といえ、投資家は不動産事業から生ずるキ



伊藤 紀幸 (いとう のりゆき) 1988年慶應義塾大学 経済学部卒、同年三井信託銀行入行。

主に鉄道・不動産会社等の事業会社向け融資業務と不動産業務に従事。不動産業務では、不動産売買の仲介、管理型あるいは処分型土地信託、不動産小口化商品の商品企画、不動産評価業務等に携わる。

1999年日本格付研究所に入社。ストラクチャードファイナンス室に所属し、オフィスビル等の不動産 ABS・商業施設 CMBS や開発型不動産証券化案件等、主に不動産証券化格付けを手掛ける。2001年より現職。

不動産鑑定士、宅地建物取引主任者、国土交通省不動産コンサルティング技能登録者、日本不動産金融工学学会員。

キャッシュフローが変動する事業リスク (Business risk) や不動産事業主のデフォルト等による財務リスク (Financial risk) を負担する。不動産は株式・債券のようにオープンマーケットが存在しているわけではなく、個性が強くて投資額も比較的にかさむ資産であることから、従来は個人投資家が参入しにくいものとされていた。

今回の日本の不動産投資ファンドは、「経営・運営」と「所有」の分離が前提となっており、「経営・運営」は不動産投資ノウハウをもつ専門家集団が、「所有」は小口投資でも可能なため個人を含めた投資家が予定されている。

筆者は、不動産投資ファンドが低迷する不動産市場の活性化、深刻な運用難に直面している投資家にとっての投資メニューの多様化および直接金融から間接金融への転換促進等の観点から望ましいものと考えており、また期待もしている。

それが故に、不動産投資ファンドに関する十分な議論や法規制・自主ルールによる関係当事者の継続的なマーケット育成努力をぜひとも求めたい。

本稿では、デット（借入・社債）投資家の立場に立つ格付機関という立場から不動産投資ファンドについて六つの観点に絞って現時点での考えを述べていくこととする。

なお、本文中の意見にかかわる部分は、すべて私見であり筆者の所属する格付機関の見解を示すものではないことをあらかじめお断りしておく。

2. 不動産投資ファンドのリスクと アカウントビリティ

(1) 不動産投資ファンドのリスクとリターン

元本保証ではなく市場価格が購入価格を割り込むリスクもある不動産投資ファンドに投資する場合、投資家は各ファンドのリスク・リターンを認識した上で、「自己責任原則」に基づき不動産投資をすることになる。ところが、一般的に個人投資家を含め大半の投資家は不動産に関する専門的な知識を持っていないため、資産運用会社（不動産投資顧問業者）のファンド運用能力に依拠せざるを得ないのが現状である。

いま A・B という二つの異なるファンドが、それぞれ表 1 記載の不動産（各数値は想定値で、予想収益率（リターン）の標準偏差をリスクとしている）を 1 物件ずつ購入して合計 2 物件でポートフォリオを組成した場合を考えてみよう。

このように各ファンドのポートフォリオを比べた場合、リターン（期待収益率）はいずれのファンドも同じとなるが、リスクとしてはファンド Bの方が大きくなる。

このことから、個別物件のリスク量や各物件間の相関係数およびその投資比率によってポートフォリオ全体のリスクが大きく異なることが分かる。したがって、上記の例では「所与」とした各物件の持つリスクが、現実のマーケットではどの程度の水準にあるのかを見極める能力が投資信託委託業者たる資産運用会社には特に求められることになる。

この物件ごとの個別リスク量は(1)物件価格・

表 1

不動産ファンド名	不動産のタイプ I (オフィスビル)	不動産のタイプ II (商業施設)	不動産タイプ I と II の相関係数
商品 A のファンド	① リターン：11% リスク：10%	② リターン：15% リスク：14%	0.3
商品 B のファンド	③ リターン：6% リスク：5%	④ リターン：16% リスク：15%	0.3

[前提] ファンド A はオフィスビル①と商業施設②を購入。(投資比率は①：②=50%：50%)
 ファンド B はオフィスビル③と商業施設④を購入。(投資比率は③：④=30%：70%)

リターン (期待収益率、expected rate of return) の算定

$$E [\bar{R}_p] = \sum_{i=1}^n w_i E (\bar{R}_i)$$

[ただし、 w_i は投資比率、 $E (\bar{R}_i)$ は予想投資収益率 (リターン)] より

ファンド A : $0.5 \times 11\% + 0.5 \times 15\% = 13\%$

ファンド B : $0.3 \times 6\% + 0.7 \times 16\% = 13\%$ となり、リターン (期待収益率) は同じ

リスク (標準偏差 $[\sigma]$ 、standard deviation) 量の算定

$$\sigma_p = (x_A^2 \sigma_A^2 + x_B^2 \sigma_B^2 + 2x_A x_B \rho_{AB} \sigma_A \sigma_B)^{1/2}$$

[ただし、 x_A 、 x_B は投資比率、 σ_A 、 σ_B はリスク、 ρ_{AB} は相関係数] より

$\sigma_a = [0.5^2 \times 10^2 + 0.5^2 \times 14^2 + 2 \times 0.5 \times 0.5 \times 10 \times 14 \times 0.3]^{1/2} \approx 9.7\%$

$\sigma_b = [0.3^2 \times 5^2 + 0.7^2 \times 15^2 + 2 \times 0.3 \times 0.7 \times 5 \times 15 \times 0.3]^{1/2} \approx 11.0\%$

となり、ポートフォリオに内在するリスクはファンドBの方が大きい

賃料下落のリスク(2)空室率・物件運営コストの増加リスク(3)物件の経済的・機能的な陳腐化リスク(4)地震・災害リスク(5)税制変更リスクーなどの諸要因から決定されてくると考えられ、そのリスク認定の精度・正確性はまさに各資産運用会社ごとの不動産に関する専門的知識・実務経験の度合いに大きく左右されることになる。

(2) アカウンタビリティとコーポレート・ガバナンス

別の観点から考えると、ファンドは投資家にポートフォリオの持つリスクとリターンを十分に認識してもらう必要が生じ、運用会社の投資戦略・運用体制等のディスクロージャーと併せ

て個別物件ごとの情報開示も極力行われるべきである。ファンドに十分な「アカウンタビリティ」(説明責任) が求められるゆえである。

もちろん、ファンドでは投信法等により「コーポレート・ガバナンス」(企業統治) 機能が強化されており、投資家サイドから投資法人等を統治・監視することが可能なシステムにはなっている。

日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムと慶應義塾経営力評価グループは、上場企業 2,495社に対して社外取締役・社外監査役・執行役員制の「コーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査」を平成12年10月から平成12年12月にかけて共同実施し分析している。同分析

結果によれば、「社外」の人材というキーワードが重要で、「社外」の人材が意見を述べる機会が与えられていることが業績にプラスの影響を与えているということが強調されている。

したがって、不動産投資ファンドにおいても「コーポレート・ガバナンス」機能が強化されていることは、企業業績向上の観点からも望ましいこととなる。

しかし、投資家の多くが不動産投資について専門的知識に乏しいためアカウントビリティが十分になければ投資家に対して「自己責任原則」すら問えないものと考えられる。したがって、投資家保護の観点からいわゆる金融商品販売法が十分にワークすることが望まれる。

3. 不動産投資ファンドにおける適時情報開示(タイムリー・ディスクロージャー)

不動産投資ファンドに求められるアカウントビリティには、法令等の規制による制度開示情報とファンドが自主的に定期あるいは随時発信するIR(インベスターズリレーション)情報に分かれる。現在、不動産投資ファンドには制度開示情報として、以下のディスクロージャーが義務付けられている。

(1)制度開示情報としてのディスクロージャー

①証券取引法に基づくディスクロージャー

投信法に定める「受益証券」「投資証券」は、投資家保護と情報開示を基本理念とする証券取引法でいずれも「有価証券」の指定を受けている(証取法第2条1項7号、同法同項7号の2)。これにより「受益証券」「投資証券」は、有価証券届出書・届出目論見書等による

「発行開示」と、発行後の情報公開継続手段として有価証券報告書等による「継続開示」が義務づけられることになる。(特定有価証券開示府令第10条1号、第22条1号、第28条1号、第29条1号)

また、有価証券届出書等で重要事項につき虚偽記載があると民事責任(無過失あるいは過失責任)や刑事責任を問われることになっており、厳しい責任を課した上でのディスクロージャー制度が整備されている。

②投資信託および投資法人に関する法律(投信法)に基づくディスクロージャー

投信法によっても、投資家保護の観点からディスクロージャーの充実が求められている。

具体的には、投資信託約款の届出、投資主の計算書類(貸借対照表・損益計算書・資産運用報告書・金銭の分配にかかる計算書・附属明細書)の閲覧、上場ファンドにおける有価証券届出書・同報告書の東証での公衆縦覧等が規定されている。

投資法人にかかる有価証券届出書・同報告書において物件ごとの「価格」(保有有価証券の時価開示とは異なり、あくまで不動産については価格であり時価とは定義されていないことに留意)の記載が求められるのは、資産運用報告書と同様である。

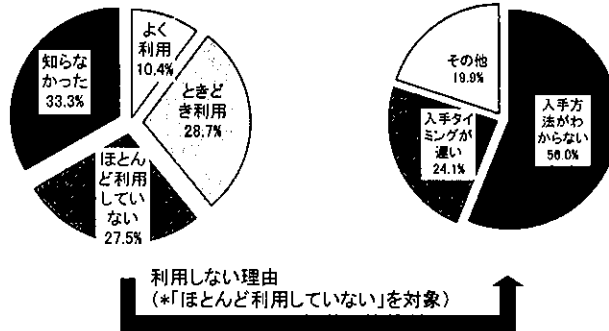
さらに、主要なテナントの概要(年間賃料・契約満了日・敷金・保証金等)を開示する必要がある。(なお、主要テナントとは当該テナントへの賃貸面積が全賃貸面積の10%以上を占めるものをいう。この場合の全賃貸面積とは、当該物件ではなくファンドが保有する全

表 2

1. 個人投資家への開示情報の伝達について

○ 個人投資家は、ディスクロージャー制度に基づく開示情報を十分利用しているとは言いがたく、その伝達方法については、一層の周知が必要である。

図 1 個人投資家の株式投資における「決算短信」の利用状況



(注1) ●個人投資家の「有価証券報告書」、「事業報告書」の利用状況

	「有価証券報告書」	「事業報告書」
「よく利用している」	8.3%	12.7%
「ときどき利用している」	28.9%	38.9%
「ほとんど利用していない」	45.1%	34.3%
「どのような書類か知らなかった」	17.7%	14.1%

(注1) 事業報告書は任意開示書類であるが、従来から公開企業に定着した開示手段となっているため、制度開示書類と同等に比較対象とした。

(出所) 2001.3.16付け『公開企業の情報開示に関するアンケート調査』の調査結果について(東証正会員協会)

し入れテナントの有無やその対処策などの情報開示を求めることになる。

ドと投資信託委託業者の利害関係人との間の取引などの開示義務といったディスクロージャーの充実化が規定されている。

4. 不動産投資ファンドにおける利益相反

しかし、物件の売買選定を行う場合、ファンド投資家の利益を優先するか、親会社の利益を優先するかという場面や、テナントをファンド保有のビルに誘致するか、親会社保有のビルに誘致するかという場面では、投資信託委託業者は微妙な判断を迫られる。いわゆる「利益相反問題」だが、格付機関の立場から次のとおり「利益相反問題」を考えてみる。

(1)利益相反問題

投資法人はペーパーカンパニーに近く、実質的な運用は投資信託委託業者が行う。その投資信託委託業者の有力な株主には不動産会社が想定されるため、投信法では①投資信託委託業者の投資家に対する受託者責任の明確化②ファンドと投資信託委託業者との間の取引やファンド相互間の取引など利益相反行為の禁止③ファン

(2)格付けプロセスでの留意点

筆者は、極論すると、日本の不動産投資ファ

筆者が、J-REIT に参入意向を表明している主なスポンサー・アセットマネジャー・証券会社等の方々と面談したところでは、資金調達方法の検討状況はおおむね次の通りに要約できる。

まず、アセットマネジャーの方々の第一声は不動産の機動的な取得・譲渡の観点からは最も「自由度」の高い Equity 資金（投資口）で全額調達するのが望ましい。しかしながら、投資主からのより高い配当要求を考慮した場合、現在の低金利環境を利用して ROE を高めるために財務レバレッジをかけることとなる。そして、ROA が負債利率を上回っている限りにおいては、財務レバレッジをかけるほど ROE は高まることになる。この場合のデット調達については、IPO（Initial Public Offering）が喫緊の課題となっている関係当事者からすると、相対ゆえ比較的短時間に交渉が可能な適格機関投資家からの借入れになる模様である（ちなみに、投資法人が支払配当損金算入の要件を満たすためには、事業年度に関する要件として適格機関投資家からの借入れを行うことと定義されている）。その後、ファンドが一定の安定期を迎えた上で社債の調達も検討に入る模様である。

(2)不動産投資ファンドの財務戦略（MM 理論との検証）

不動産投資ファンドはファンド設立時の税務適格要件（対象事業体の要件）に加え、各事業年度ごとベースで配当可能利益の90%超の配当を実施する等のある一定要件を満たせば、支払配当が損金算入され実質非課税のメリットを享受し得る。（ただし、実質的に完全な非課税扱いとなり得るのは全額配当を行った時のみであ

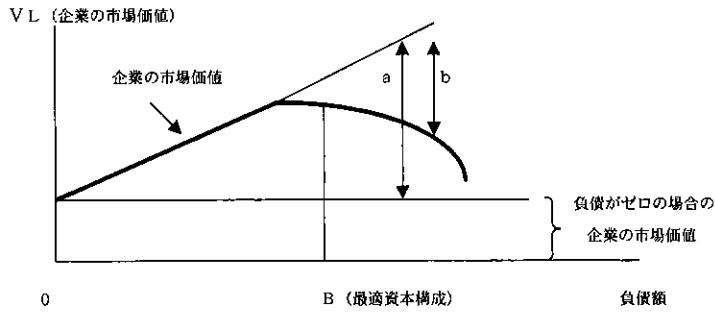
り、例えば配当可能利益の91%しか配当しなかった場合には、残りの9%について法人税が課税されることになる。）

したがって、MM の無関連命題（モディリアーニ＝ミラーの理論）の観点からファンドの法人課税の有無についてのみ着目して財務戦略を考察してみると、配当可能利益を全額配当すれば法人税が実質非課税扱いになるため、負債比率いかにかわらず企業の市場価値（株式と負債の現在価値の合計）や資本構成（株式と負債の比率）の違いによる加重平均資本コスト（金利等負債コストと株主資本コストの加重平均コスト）は不変となり、ファンドには最適資本構成が存在しないことになる。

他方、ファンドが一部内部留保した場合、法人税の課税が生じ、法人税が存在する時の MM の無関連命題に該当する。つまり、負債を利用した不動産投資ファンドの市場価値は、負債を利用しない全額 Equity（投資口）調達による不動産投資ファンドよりも、負債の節税効果分だけ大きくなる（表3参照）。したがって、不動産投資ファンドは最大限負債を利用することにより、その市場価値を高めることができるという結果を得る。

以上のとおり、不動産投資ファンドを法人税の有無についてのみ着眼してみてきたが、現実の不動産マーケットにおいては、バブル時期に象徴されるように「情報の非対称性」は現存し（「情報の非対称性」が存在していたが故、不動産業者等はバブル期に短時間で転売利益を享受し得た）、また倒産隔離されていない不動産投資ファンドにおいてはファンドの倒産の危険性（社債格付けの低下により、倒産のリスクが負債

表 3



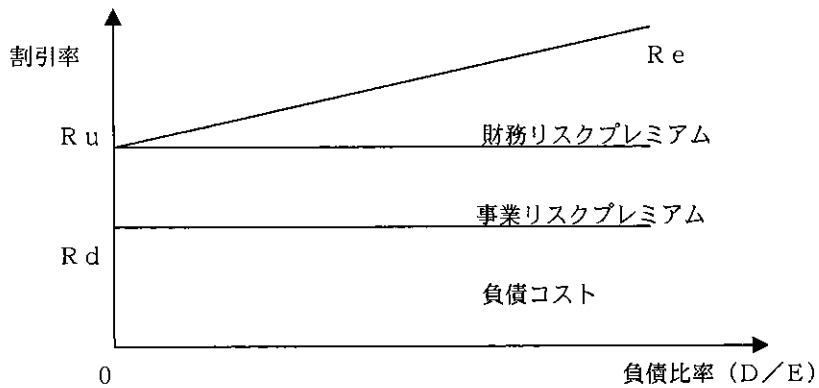
- a : 節税効果の現在価値
- b : 財務的困難に伴うコスト (financial distress costs) とエージェンシー・コストの現在価値

正確には、法人税を考慮した不動産投資ファンドが負債を利用した場合のファンドの市場価値 (VL) は

$$VL = t_c BL + VN - (\text{財務的困難に伴うコストの現在価値}) - (\text{負債のエージェンシー・コストの現在価値})$$

- 但し、 t_c : 法人税率
- BL : 負債 (社債) 利息額
- VN : 全額エクイティ調達ファンドの市場価値

表 4 [株主資本の割引率と資本構成]



- R_e : 株主資本のコスト (株主の期待収益率)
- R_u : 負債を持たない企業の資本コスト
- R_d : 負債利率

(出所) 「企業分析と投資価値評価」 (大村和夫著、東洋経済新報社)

利率に反映する場合、企業はある一定以上の水準までしか負債比率を上げることが困難なることによるもの) も内在していること等の事

実をかながみれば、MM の無関連命題が当てはまるとは考えにくく、不動産投資ファンドは適切規模の負債を利用することになる。

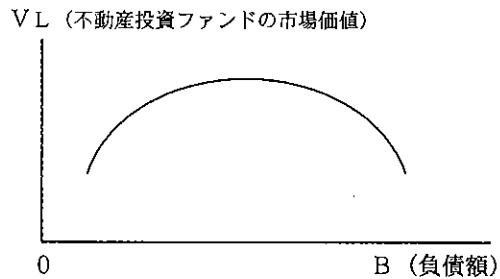
一方、ある一定の仮定の下では、株主に配当可能な利益を実際に配当するか、あるいは内部留保するかは会社や株式の市場価値に影響を与えないという「MMの配当無関連命題」がある。

しかしながら、現実的には①配当課税・株式譲渡益課税の税率・税効果の違いや②配当のシグナリング効果（会社の増配・減配といった配当政策の変化が投資家の投資行動に与える効果）③配当の顧客効果（配当政策の違いにより、インカムゲイン追求型・キャピタルゲイン追求型等それぞれの投資選考にマッチした投資家が株主となる効果）④エージェンシー・コストの削減といった要因により、それぞれの状況に応じて会社の配当政策と株式の市場価値の関係は決定されるであろう。

また、法人税と個人所得税を考慮したときのMMの無関連命題では、会社の市場価値とレバレッジは無関連となる可能性を示唆しているが、S.A.Ross et al. (1996)は①現実の世界では、会社の負債利用度が低いときの負債利率（借入金利）は低く、負債利用度が高まるにつれ負債利率（借入金利）が高くなっていくこと②負債を利用し始めたときに比べて多くの負債を利用しているときは、営業利益から利子を控除できる可能性は小さくなること、により会社の市場価値は表5のように負債利用に伴って初めは上昇し、後に下落していくと説明している。

ちなみに、米国REIT市場をみると、昨今は株主の期待取益率が上昇しているためエクイティ調達しにくい環境ときく。負債比率もほぼUpperのため、内部留保資金による成長手段をとらざるを得ないのが実状とのことである。

表5



6. 「格付けの対象」と「格付け手法」

(1)格付けの対象

さて、ファンドが市場性を備えた投資商品として成熟していく段階で、「格付け」の取得ということも起こり得るだろう。主な格付けの対象としては次のようなものが考えられる。

- ・投資法人債（ノンリコースローンを含む）
- ・投資信託委託業者（不動産投資顧問業者）
[中立性・能力・信用力・法令遵守体制等]
- ・プロパティーマネジャー（中立性・能力・信用力・法令遵守体制等）
- ・投資法人（長期優先債務的な格付け）
- ・ファンドのパフォーマンス格付け

ファンド市場創成期に当たって、各格付機関はまず投資法人等の「デット部分（投資法人債、ノンリコースローン等）」の格付けを行っていくものと思われる。すなわち、各格付機関が格付け付与の対象とするのは、デット部分に関する元本償還と期日通りの利払いの確実性についてであろう。

(2)格付け手法

市場創成期ということではまだ顕在化していない問題点・実務的な課題点等もあるが、以

下では投資法人を念頭に、筆者が所属する格付機関の現時点での格付け手法を紹介することとする。

a. 無担保債務と担保付き債務

①無担保債務

ファンドは資産の追加購入や売却が可能で、新規のエクイティ調達やデット調達により規模を拡大していくなどの性質がある一方、収益物件への投資が主で、他の事業分野への参入が考えられないといった性質を有しており、不動産ABSのヴィークルと一般の不動産会社の中間に位置する。保有資産と1対1で対応していない無担保債務の格付けでは、このような投資法人の特性に注意を払いつつ、投資法人のポートフォリオ全体の資産価値とキャッシュフローに焦点を当てながら、ゴーイング・コンサーンとしての投資法人の経営環境、事業基盤、収益力、財務体質などの要素を総合的に評価することになる。詳細は、下記「b. 無担保債務の評価」で述べる。

②担保付き債務

担保付き債務による調達は、担保掛け目の存在からレバレッジの効果は無担保での調達に比べ小さくなり、ポートフォリオの機動的な入れ替えにも制約が出てくる。しかし、ファンドのスタート時点では、運用実績が存在せず、ポートフォリオの多様化も進んでいないことから、ファンドが担保付き債務による調達を選択せざるを得ない場面もあるだろう。

一般事業会社の銀行借入れによくみられるような、担保資産以外の資産全体にも遡求権を有するリコース付債務では、投資法人の担保付き債務の格付けは、第一義的には無担保債務の

場合と同様、ゴーイング・コンサーンとしての投資法人の収益力や財務体質などの要素を総合的に評価して行うことになる。

ただし、例えば次のような要件をすべて満たした担保付き債務では、格付けが無担保債務のそれを上回ることが可能な場面もあろうと現時点では考えている。この場合、当該債務の格付けは、担保資産の価値の評価額とLTV（ローン・トゥー・バリュー、社債元本の資産価値に対する割合）が最大のポイントとなるであろう。

一 資産に対して対抗力のある第一順位の担保権が付されており、第二順位以下の担保権が設定されていないこと（担保権が錯そうしておらず、担保権の実行が容易であること）

一 元本償還について、不動産ABSのようなテール期間が付いていること（担保資産を処分して元本の償還原資とする時間的余裕があること）

一 タイムリーな利払いが可能となっていること（利息相当額の現金準備をアップフロントで設定し、質権を設定した定期預金口座で保管しておく、といった方法が考えられる）、または利払いが繰り延べ可能であること

③投資法人における倒産の法的性質 — 担保権者の地位

一般事業法人について会社更生手続きが開始された場合、企業の再建を推進するために担保物件の処分は制限され、担保付き債務の債権者といえども最終的に債権全額の弁済を受けられるとは限らず、また期日延長の措置もなされる。真正売買の構成をとらない担保付き資金調達ではこのリスクを排除することはできず、実際、

筆者が所属する格付機関では担保付債務の格付けが、当該事業法人をゴーイング・コンサーンとして評価した長期優先債務格付けを上回った例はない。

一方、投資法人は「投資信託及び投資法人に関する法律」に基づき設立された社団である。株式会社でないことから会社更生法は適用されず、適用される倒産法としては特別清算、破産法および民事再生法が想定される。

特別清算は、既に任意に解散した会社のための清算型倒産手続きだが、債権者は詐害行為取消権も行使可能で、抵当権者であれば担保権行使もできる。また、債務超過の会社につき、特別清算が開始されても、債権者の個別的債務免除が得られず、協定成立またはその実行見込みがなくなったときは、裁判所は職権で破産法に従い破産宣告をする（商法第455条）ので、破産手続きに準じて債権者は債権回収することになる。

破産手続きでは、抵当権者は別除権を持ち、破産手続きによらず担保を処分することができるので、担保物件の売却代金が債権額以上であれば、債権者は満額の支払いを受けることができる。

民事再生手続きでも、再生債務者に対する抵当権者は、再生手続きによらないでその権利を行使することができる別除権を有し、その行使によって弁済を受けることができない不足額については、再生債権者として権利の行使が可能である（民事再生法第53条および第88条但書）。

ただし、問題なのは担保権実行中止命令制度（同法第31条）があることである。つまり、再生債務者の事業の継続に欠くことができない財産の上に抵当権が設定されている場合に、相当期間にわたりその抵当権の実行としての競売手続きを中止させることができる。また、担保権消滅請求制度（同法第148ないし153条）があり、再生債務者は裁判所の許可を得た上で担保物件の時価相当額を裁判所に納付することにより、すべての担保権を消滅させることができる。債務の弁済スピードは速まるものの、ここでの「時価相当額」は抵当権者が自ら担保権を実行した場合の処分代金を最終的に下回る可能性がある^(注1)。投資法人は集団投資型スキームのためのヴィークルとして、一般の事業会社とは異なるコンセプトのもとに設立されるものであり、担保権実行中止が命じられたり、担保権消滅請求が認められる蓋然性は小さいであろう。しかしながら格付けプロセスでは、これらの事態が発生した場合でも債務の支払いに不足が生じないように、ノンリコース型債務のLTVはこれを考慮して決定する必要がある。

このように、会社更生法の対象とならない投資法人では、民事再生に関して上記のような考慮を行った上で、担保物権の排除効により各担保付き債務が投資法人の他の債務と区別されるものと考えることができよう。

b. 無担保債務の評価

ファンドの当初段階では、デット調達是有担保になると想定されるが、無担保債務を今後格

(注1) 再生債務者から示された時価相当額に異議がある場合、担保権者は裁判所に担保物件の価格決定を請求することができるが、最終的には裁判所の決定した価格に従わなければならない。破産手続きのように担保権者が自ら物件を処分することはできない。

付けする場合には、①ポートフォリオの不動産バリュー②財務指標③アセット・マネジャーのマネジメントの能力の三つが評価のポイントとなる。

①ポートフォリオの不動産バリュー

ポートフォリオの不動産のバリューは収益還元法を中心としたリスク・リターンによって決定されるべきもので、具体的には、投資法人のポートフォリオから担保権が設定されている資産を除いたポートフォリオ（担保権未設定ポートフォリオ）の毎年のキャッシュフローを、投資要求収益率で割引くことにより求められる収益還元価格を基本とする。投資要求収益率は安全資産の金利とリスクプレミアムの和から構成されるが、当面の実務ではマーケットレポートなどから判断することになる。

また、私見ではあるが収益還元法の評価手法は直接還元法(Direct Capitalization Method)、DCF法(Discount Cash Flow Analysis)のいずれでも構わない。要するに、不動産を評価する際に、ある一定期間の収入・支出の詳細予測がたつのであればDCF法が良いであろうし、その予測に恣意性が介入すると懸念されるのであれば直接還元法での評価を採用すれば良いのである(ただし、直接還元法の場合には還元利回りの設定に慎重さが求められる)。また、両手法による相互検証作業も有効であろう。価格評価の過程では、主要物件については現地実査を実施する。ポートフォリオとしての評価に加え、情報が入手可能であれば個別物件の価格評価を

行い、ひとつずつ積み上げていく手法も用いる。

②財務指標

－返済余裕度－

- ・ FFO 返済倍率(有利子負債 / FFO。ただし、 $FFO = \text{営業利益} + \text{金融収支} + \text{減価償却費}$)

FFO 返済倍率は、現状の事業利益をもって負債を完済するための償還年数として表示される。FFOの数値は資産評価額と異なり主観的な評価が入り込む余地がない。また、株価 FFO 倍率は投資法人の利益成長力を推し量る指標ともいえるが、投資法人(ファンド)の場合には、基本的に不動産投資事業に業務限定されているため、通常の事業会社と比較すると新規ビジネスへの事業展開可能性という点で劣り、税制上の制約で内部留保率も最大10%(法人税控除後は5%)と限定されていることから、その成長力・成長性にはおのずと限界がある(注2)ように思われる。また、日本のファンドの懸念材料としては今後金利が上昇していくことが十分に予測されることから、デット調達(投資法人債・借入金)している場合にはスワップ契約による金利上昇担リスクのヘッジや「不動産投資事業収入」の増加可能性(賃料アップ・不動産価格の上昇可能性)がキーポイントとなろう。

- ・ ICR(Interest Coverage Ratio)、DSCR(Debt Service Coverage Ratio)
一般の不動産会社の定量分析で最重視される指標。

(注2) ちなみに、ROEと配当性向を一定と仮定すると、投資法人(ファンド)のサステイナブル成長率は $ROE \times 0.1$ (法人税控除後は $ROE \times 0.05$) となる。サステイナブル成長率とは、企業が新たな外部資金調達を行わずに内部留保のみで達成できる理論的な利益・配当の潜在成長率のこと。

－レバレッジ－

- ・負債比率（有利子負債／資産評価額または有利子負債／自己資本）

流動性の低さ、価格変動の激しさ、各物件が比較的大口で小口分散しにくいこと、災害リスクおよび法的リスクの存在から、不動産という資産に内在するリスクは相対的に大きく、レバレッジの許容度は低くならざるを得ない。不動産価格下落に対する抵抗力を測る指標として、負債比率は重要な意味を持つ。不動産価格が下降傾向にある限り、レバレッジは保守的に設定されなければならない。

投信法第67条は借入金および投資法人債発行の限度額の規約への記載を要求しているが、格付けを取得した投資法人債の要項には、それに加え負債比率、ICR、DSCR、担保余力などの誓約条項を盛り込むことが要請されるかもしれない。投資口の消却についても、負債比率へのインパクトによっては格付けに影響を与えることもあろう。

－収益性－

- ・ROA（総資本事業利益率）

ROAは、資産ポートフォリオがキャッシュフローを生み出す能力を表示する。

－流動性－

- ・手元流動性率（ここでは総資産に占める手元流動性の比率をさす。財務の柔軟性の観点で重要）

市場環境が悪化して市場の信用リスク許容度が極端に低下し、質への逃避（flight to quality）が進行してリファイナンスや資産売却が直ちには困難な場合に備え、債務履行のための内部流動性を常に確保しておくことが

必要である。

特に、不動産投資ファンドの場合、東証の上場審査基準により「運用資産等の総額に占める、不動産等相当部分の額の比率が75%以上になる見込みがあること」が要件となっている。このため、現金同等物等（発行者の裁量により特定目的会社の特定社債など不動産証券化商品のデット証券も含む）の手元流動性は運用資産等の25%以下の範囲となる。

したがって、総資産に占める手元流動性比率は最大限で25%となるが、現低金利環境下でエクイティの利回りを上げるためには同比率もさほど高くは設定できないであろう。以下私見を述べれば、東証上場の大手不動産会社の同比率が約5%であることを勘案すると、投資法人においても同比率程度の手元流動性があれば資金繰り上の懸念はある程度縮減されていると思われる。

というのも、投資法人は現行法では宅地造成や建物建築等の「不動産開発行為」を行うことが出来ないと解釈し得るため、いわゆる「不動産開発リスク」は負わないと思われる。（投資法人の不動産開発行為の可否について、「日本版リートの概要」田村 幸太郎弁護士、NBL No.712 P.28に詳述）

このため、投資法人の事業リスクにおいては極めてリスクが高いといわれている「不動産開発リスク」を考慮しなくても良いと考えられるため、通常不動産会社に比べればある一定水準の手元流動性でも良いのかもしれない。ただし、その場合でも「賃料の保守性・遅行性リスク」（契約期間中に金利・外注費等が急上昇しても賃料更改時に大幅な賃上げが

できないリスク)には十分留意を要する。

すなわち、現在の低金利環境を利用して過度なレバレッジを利かせていると、急激な金利上昇圧力に賃料の遅行性ゆえ賃料収入の上昇がついていけず、投資法人が資金繰り困難となるリスクもあるので、格付機関としてはやはり手元流動性は重要関心事となる。

—担保余力—

市場環境が悪化しているときには無担保債の借り換え時に担保提供を求められる可能性があり、担保未提供資産を保持しておくことが望ましい。

—リコース付きかつ担保付きの債務の影響—

リコース付きかつ担保付きの債務の債権者は、その担保資産以外の担保権未設定ポートフォリオに対しても遡求権を有する。このことから、リコース付きかつ担保付きの債務の合計が多い場合、無担保債務は当該担保付債務に実質的に劣後すると見なし、格付けに差を付けることもあり得る。

—個別物件ごとの評価—

担保権未設定ポートフォリオの財務指標に加え、稼働状況など主要物件ごとのパフォーマンスにも注意を払う。

③アセットマネジャーのマネジメントの能力

マネジメントの方針と能力は投資法人のパフォーマンスに重大な影響を与える。運用方針がポートフォリオのバリューを形作っていき、その結果として財務指標がある。ファンドのスタート時はパフォーマンスの実績がなく、格付け上も運用方針に力点が置かれるであろう。運用方針の重要性からすれば、ファンドマネジャーが交代した場合、格付けをクレジットモニター

の対象とすることも必要かもしれない。評価上の主要な項目としては次のようなものが挙げられる。

- ・物件取得・保持・売却に関する方針
- ・物件取得時のデュー・ディリジェンスを適切に行っているか
- ・長期修繕方針
- ・保守的なレバレッジの維持
- ・債務償還期日の構成…償還期日が分散したラダー・マチュリティーがとられ、返済期日の集中が回避されているか
- ・PM に対する指揮命令体制と能力

とはいえ、マネジメントにとって最大の責任の履行は、外形的な要件を単に充足することよりは、運用に成功することにある。昨今、東京都心では不動産ファンドが優良物件を求めて取得競争を展開しており、ファンド・バブルともいべき様相を呈している。資産規模の拡大を追求するあまり、割高な水準で物件を取得したファンドは、最初からハンデを抱えて出発したといえる。このような中で、優良な物件を割安なタイミングで購入することに成功し、投資家への高い利回りを確保できたファンドがマネジメントの能力が最もよく発揮されたといえよう。

なお、紙幅の都合上「格付の視点」等の詳細について本稿では割愛させて頂いたが、筆者が所属する格付機関のホームページ (www.jcr.co.jp/pdf/00d769.pdf) で公表しており無料でダウンロードできます。

【引用文献・参考文献】

- M.H. Miller and F.Modigliani(1961) "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares" Journal of Business 34
- M.H. Miller and F. Modigliani(1963) "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction" American Economic Review 53
- Merton H Miller "The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years" Journal of Economic Perspectives
- 北島忠男・中村竜哉「企業財務ファンダメンタルズ—理論と実証—」白桃書房
- 高橋文郎「企業価値を高める投資・財務戦略」東洋経済新報社
- 大村和夫「企業分析と投資価値評価」東洋経済新報社
- 大柳 康司・関口 了祐「コーポレート・ガバナンスと企業業績との関係」商事法務 No.1594
- 東証正会員協会総合企画部 杉本 高啓「個人投資家を意識した情報開示の充実化に向けて」商事法務 No.1592
- 田村 幸太郎「日本版リートの概要」NBL No.712
- 三國 仁司「不動産投資ファンドのどこが問題か」NBL No.713
- 長谷川 俊明・橋本昌司「不動産投資信託における利益相反行為防止のシステム」NBL No.714
- 東京証券取引所「不動産投資信託証券に関する有価証券上場規定の特例の制定等について」(2001.2.20)
- 投資信託協会「不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則」(2001.3.16)
- 社団法人日本不動産鑑定協会「不動産の証券化」[研修会テキスト]
- 不動産シンジケーション協議会「投資信託及び投資法人に関する法律」(2001.3月)