

月刊プロパティマネジメント

5

May 2001 no.010

[特集]

不動産投資信託

期待感高まるJ-REIT

——投資市場の救世主となるか

上場を目指すファンドの戦略と近未来展望

三井不動産／三菱地所／三菱商事UBSリアルティ

大手企業のファンド戦略

森トラスト／野村不動産／丸紅

JCR「J-REIT(不動産投資ファンド)の格付手法」

投信評価会社はJ-REITをこうみる

J-REITが成功するためにクリアすべき課題点

[徹底検証]

J-REIT成功の条件と課題

[特集関連企画]

信託銀行

不動産金融サービスへの

「思惑」と「挑戦」

中央三井信託銀行／住友信託銀行

安田信託銀行／東洋信託銀行

[VIEWS]

ジョイント・コーポレーション

[連載]

JR東海ホテルズ
収益システム構築の軌跡

アセットマネジメントからみた
不動産コンサルティングビジネス最前線

井出保夫の不動産金融レポート

立地別・タイプ別
有力飲食テナントの出店戦略

流通フロントライン

土地活用とニュービジネス

日本格付研究所

JCR「J-REIT（不動産投資ファンド）の格付手法」

編集部

J-REITの格付手法を
先駆けて公表した日本の格付会社

日本格付研究所（JCR）は、これまで内外の金融・資本市場におけるデットの格付けと、それに関わる各種調査・研究に実績をもつ国内大手の格付会社である。最近では東大阪市のショッピングセンターの開発型不動産証券化案件の格付けや住友生命が新宿住友ビルの共有持分を証券化した際、特定目的会社である「プライムクエスト・ツー」が発行した社債に格付けしたことなどで話題となった。

2000年11月の改正投信法施行により登場してくる不動産投資ファンド（J-REIT）について、JCRでは今後市場性を供えた投資商品として成熟していく過程で、①投資法人債（ノンリコースローンも含む）、②投資信託委託業者、③プロパティマネジャー、④投資法人、⑤パフォーマンス、が格付対象となるとみている。

そして現段階での不動産ファンド市場創成期にあっては、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）をメインに格付けを行なっていく構えだ。これに先立ち、現在のところまだ顕在化してはいないものの、潜在するであろう問題点・課題等を解きほぐし、それを踏まえなが

ら、格付け機関としての視点と格付けの手法を紹介したレポート「不動産投資ファンド（J-REIT）のJCR『格付け手法』」を3月21日に発表。同社HP（<http://www.jcr.co.jp/>）でも公開している。

以下同レポートについての概要を紹介し解説していく。

JCRの格付け手法

無担保債務の格付け

まず、前提として、投資法人のデット調達には無担保と担保付の2種類が考えられるが、有担保債務の格付けは一定の要件が満たされれば無担保債務のそれを上回ることも可能であるということがある。その理由としては、投資法人は株式会社でないため会社更生法の対象とならないことと、担保物権が排除効を持つことを挙げている。倒産法として投資法人に適用されうる破産法では、第一抵当権者は他人に侵害されない権利（＝別除権）を持ち、債権額を優先的に回収できるのである。無担保債務の評価・格付けにおいては以下の3つをポイントとしている。

①ポートフォリオの不動産の価値

ポートフォリオの不動産価値についてはDCF（Discount Cash Flow）を中心としたリスク・リターン分析に

よって決定される。投資法人の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り引いたもの（＝収益還元価格）を基本とする。また、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。価格評価の過程では、主要物件について実地調査を行なうほか、情報が入手可能ならば個別物件の価格評価を行ない、1つずつ積み上げていくという手法も用いる。

②財務指標

財務指標としてJCRが着目するのは、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を表わす「FFO返済倍率」や、通常の企業でもよく使われる「インタレスト・カバレッジ・レシオ（ICR）」である。

ほかに、レバレッジの度合いや、ROA（総資本事業利益率）が示す収益性、J-REITのもつ厚みともいえる流動性、担保余力、リコース付きかつ担保付きの債務の影響、個別物件ごとの評価などをみていく。

③マネジメント能力

物件取得・保持・売却に関する方針、物件取得時のデューデリジェンスの適切な実施、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といった項目に留意して評価する。

次に、担保付債務の格付けであるが、第一義的には無担保債務の場合と同様に、企業のゴーイング・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いくことになる。ただし、一定の要件を満たすのであれば、先に述べたように、格付けが無担保債務のそれを上回ることが可能な場合もあると同社は考える。

その要件とは、いわゆるストラクチャードファイナンス・アプローチができる条件が具備されているということである。

(1)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。つまり、担保権が錯綜しておらず、担保権の実行が容易であること

(2)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

(3)タイムリーな利払いが可能となっていること、または利払いが繰り延べ可能であること

以上の3つであるが、不動産という商品は流動性が低いため、特に(2)は必要とJCRは強調する。なぜならば、何か不都合な状況となったときに、不動産は株のようにすぐ売るというわけにはいかず、即デフォルトとなってしまいうからである。

不動産証券化の場合、通常は数年のテール期間というものを設けている。これは、あらかじめ償還猶予期間を設定し、その期間内にリファイナンスまたは物件売却活動を行い、最終期限までに社債を償還する制度である。

例えば、はじめの半年間は当初証券化に加わった金融機関を中心に融資先

を探す。見つからなかった場合は次の半年間で再度幅広く融資先を探す。それでも見つからなければ入札方式をとる。最後の期間では、広く公募するなどして早く売ることと専念する。このようにして、担保資産を処分して元本の償還原資とする時間的余裕を設けるわけである。

これらの要件を満たした場合、JCRは担保付債務の格付けにおいて、担保資産の価値の評価額と、ローン・トゥ・バリュー（LTV＝資産価値に対する社債元本の割合、担保掛け目）が最大のポイントになるとしている。

さらに、ファンドの盛衰を決める要として、投資信託委託業者やプロパティマネジメント会社の能力、信用力、中立性、法令遵守（コンプライアンス）体制等に留意して格付けをしていきたいという。

投資信託委託業者(不動産投資顧問会社)格付のチェックポイント

J-REITにおけるファンドマネジャー、投資信託委託業者に求められる主要な専門性として、JCRでは5つの項目を挙げている。

①不動産に関する知識

不動産のファンドマネジャーである以上、当然求められるものといえよう。具体的には行政法規や取引慣行、マクロ・ミクロ的な見通しやマーケット指標等の知識である。

②物件購入・売却に関する専門性

これは、キャピタルゲインを得るために「ファンドマネジャーとして最も重要な部分」とJCRは指摘する。

具体的項目としては、第1に、どういったところにアウトソーシングすれ

ば、より確かなマーケット情報が得られるかというマーケット情報収集能力。

2番目に、エンジニアリングレポート、地震リスクレポート、環境調査レポート、マーケットリサーチレポート、等、各種レポートの理解力と、リスクを認識したときの対応・対策能力。

3番目に、物件選定能力。

4番目に、不動産価値およびリスクの見極め能力。

5番目に、購入・売却時のタイミング判断能力。

6番目に、不動産売買の際の交渉能力、も当然必要とされる。

③ファイナンスに関する専門性

J-REITをどのようなかたちで組成していくのかという財務戦略の企画・立案能力（レバレッジ、収益性、流動性、担保余力の水準等）と、その遂行能力である。

④リーシングに関する専門性

これは②と対照的に、インカムゲインを得るための専門性ということである。賃貸運営時には、市場で適正な賃料を見極める能力と、テナントミックスやメンテナンス等の能力が重要となる。

⑤プロパティマネジメント（PM）に関する専門性

この部分をアウトソーシングするにせよしないにせよ、アセットマネジャーがPMに関する専門性を有していなければ、実態を把握することはできない。自社でPM業務を兼務するのであれば、その能力自体が当然必要であるし、またアウトソーシングするのであれば、業者を選定する能力や管理する

能力というのが必要だろう。

JCRが格付け機関として投資信託委託業者と不動産投資顧問業者をチェックする項目は、以下の11点である。

- (1)不動産投資に対するポリシー（理念・方針）とストラテジー（戦略・戦術）
- (2)上記ポリシーとストラテジーの社員（ファンドマネジャー）への浸透度合い
- (3)上記ポリシーとストラテジーのフレキシビリティ（マーケット環境に即した柔軟性）
- (4)組織体制・管理体制・教育体制・情報システム体制等
- (5)リスクエクスポージャーの管理体制（同質化されたリスクエクスポージャー管理を含む）
- (6)コンプライアンス（法令遵守）体制
- (7)人的資源（質・経歴・採用方針）、人材教育体系、報酬体系等
- (8)運用情報等のディスクロズ体制
- (9)運用等に係わる不測事態の対応・対策（コンティンジェンシープランの有無とその内容）
- (10)過去の実績
- (11)財務内容・資本構成、スポンサー（設立企画人）等との利害関係等

PM会社に対する格付チェックポイント

JCRはPM会社に求める主要な業務として、以下の5つを挙げている。

①テナント管理

賃料の回収や賃料交渉はもちろん、テナントのクレーム対応が重要となる。加えて、テナントアメニティの向上策の策定・履行。プロパティマネジャーはクレームに対応するだけでなく、テナントがいま何を望んでいるの

か、常に積極的にアプローチする姿勢が必要であり、よりアメニティを高めることを戦略的に実行していかなければならない。

②経理処理・会計レポートの作成

月次報告、半期報告、年次報告等を、きちんとした手続きと精査に基づいて作成する。

③物件保守・管理

物件価値の維持向上と、修繕計画の策定・履行の整備が必要である。

④工事施工管理

内装・改装・補修工事等。これは修繕履歴にも関わってくる。

⑤環境調査

問題箇所があった場合にどう対応するか、保険でどのようにヘッジするか、各種保険加入を検討しておく必要がある。

また、JCRではPM会社を、ファンドのキャッシュフローを安定・維持向上させるための「要」とみて、大きく7つの項目に分けてチェックしていく。

(1)PMのビジネス戦略：中長期戦略、短期的戦略

(2)管理・運営の組織形態：担当部門の構成、人員構成、実績報告及び会計システム、資金管理方法

(3)過去の管理実績：管理物件数、管理物件の実績、管理物件のパフォーマンス、滞納テナントに対する回収実績および対処方法、（管理とリーシングを兼務する場合は）過去のリーシング実績

(4)リーシングポリシー：マーケティング方法と候補テナントの発掘・広告宣伝方法、テナント審査方法、テナントマネジメント

(5)物件管理：物件管理マニュアルの有

無、長期修繕計画、施設点検の頻度および報告方法、コスト削減策、適正コスト算出の方法

(6)業務のアウトソーシング（上記(1)～(5)のいずれかについてアウトソーシングする場合）：アウトソース先との利害関係、全業務に占めるアウトソーシングのウェイト、アウトソース先の選定基準、責任の所在、連絡方法体制、アウトソース先に対するチェック体制・基準、アウトソース先変更の場合の代替先候補

(7)財務内容、資本構成、スポンサー（設立企画人）との利害関係

いくつか補足すると、(5)の物件管理とは、主に管理者のコスト意識をみるものである。

(7)については、JCRの格付けの対象はあくまでJ-REITのデット部分であり、PM会社の信用力そのものではない。物件価値を大きく左右する存在として、プロパティマネジャーをチェックするのがここでの目的である。そこで、会社の財務内容や資本構成といった要素はあえて最後に挙げたという。

「PM会社として提案すべきものは何かということ、いかに整理して明確化できているか。そこがわれわれの見るべきところと考えています」（JCR・格付企画部ストラクチャー・ファイナンス室チーフ・アナリスト伊藤紀幸氏）

PMの重要性

J-REITにとってアセットマネジャーやプロパティマネジャーは、当該物件に関わる長期的な意味でのビジネス

パートナーであるとJCRは考える。

「野球にたとえば、J-REITの投資法人は球団のようなもの。アセットマネジャーは監督で、プロパティマネジャーはコーチ、個別の物件が選手、J-REITの投資家は球団の株主です。コーチは監督に必要な事項を助言するとともに、各選手とリアルタイムに接してそれぞれの状況を把握し、その情報を選手育成の戦略に生かさなければなりません。つまり、利益を向上させることについて、プロパティマネジャーの役割は極めて大きいのです」(前出JCR伊藤氏)。

アセットマネジャーは個別の物件にまで目が行き届かないので、例えばデッドスペースの有効活用などについてはプロパティマネジャーの適切な判断と具体的な企画立案が必要とされる。JCRは、安定的なキャッシュフローを実現するためにPM会社がどのような対策を講じているかをみるのも重要な項目のひとつという。

同社が第2に注目するのは、PM会社のテナントミックスに対する考え方である。かたや超高級品、かたや廉価販売の店を並べているケースや、ブランドを揃えていてもコンセプトがばらばらというテナントミックスでは、長い目で見れば商業施設全体として競争力を失ってしまう。市場動向を分析し、それぞれの物件のマーケットに合わせたリーシングをすることが利益向上につながる。テナントのグレーディングに留意したテナントミックスが重要ということである。

第3点として、大幅なコスト削減の可能性を追求していくことが必要とJCRはみる。人件費、サービスコス

ト、ユーティリティコストや、賃貸料などのプロパティコストもその範疇に入る。低金利のいまから、あらゆる面でコスト削減に対応しておかなければ、将来金利が上がったときに、J-REITのコスト負担が大きく、事業収支が大幅に悪化する懸念もあるからだ。

また、J-REITは、配当可能利益の90%を配当しなければ法人所得税が課税されることもあり、内部留保が潤沢にとれる構造にはない。そういう面からも長期での修繕コストを見越し、それが事業プランに織り込まれているかも重要としてJCRでは逐次モニタリングしていく必要があるとしている。

そして第4に、データのストックとデータベース化が最も重要という。物件管理というハードの部分だけでなく、データというソフトの部分にどれだけ傾注できるかが、PM会社の成否を決める大きなポイントになるのではないかと同社はみている。現段階ではまだ格付け上の大きなリスクポイントとして認識するのは不適當であるとしながらも、データベース化に関する将来的な方針や、具体的に経営資本をどれだけ投入する体制をとっているかなどについて、今後注目していく意向である。

ところで、米国ではREIT会社自らがPMを兼務するため、アセットマネジャーとプロパティマネジャーとの利益相反は起こらない。

しかし日本の場合、投資運用業務は原則としてアウトソーシングしなければならず、メンテナンスコストに対する考え方などについて、両者に利益相反の恐れがないわけではない。

この点についてJCRでは、アウトソ

ーシングゆえのメリットも大きいと指摘する。一社で自己完結していれば、外部からは何も見えないが、アウトソーシングしている場合はすべてガラス張りになる。運用会社が投資戦略・運用体制等のディスクロージャーを適切に行ない、アカウントビリティ(ファン드에義務付けられる説明責任)を確実に履行する体制をとるのであれば、むしろアウトソーシングによってPMのチェック・アンド・バランスが効くこともあると同社は考える。

投資家サイドから REITをウォッチ

J-REITは、スタート時点ではまだ投資法人としてのパフォーマンスの実績がないため、格付けにおいては運用方針に力点が置かれることになる。その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することの影響は極めて大きい。ポートフォリオのその後の行く末が変わる可能性もある。そこでJCRでは、ファンドマネジャーが代わった場合は格付けをクレジットモニターの対象にすることも考えている。J-REITの第1弾としては、6大グループを含めた大手企業をスポンサーとするREITが組成される見込みである。これが落ち着いたところで、中堅のREITが参入してくるものと思われる。J-REITを取り巻く環境には引き続き大きな変化が生じてくるものと予想されるが、JCRでは投資家サイドに立ったかたちでREITが組成されているかどうか注目しながら、今後の動向に応じて格付け手法をさらにリファインしていく考えである。 ■