

2003年11月11日発行(毎月11日発行)
〒425 8543 静岡県静岡市
2003年4月11日発行(毎月11日発行)

月刊 **プロパティマネジメント** PROPERTY MANAGEMENT

4

Apr 2003 no.033

[特集]

キーワードで学ぶ **不動産金融 ニュービジネス入門**

変貌する不動産金融
ストラクチャード・ファイナンスの基礎

不動産投資を変革するファンドビジネス
会計基準のグローバル化と企業再生

[VIEWS]

パシフィックマネジメント
商業施設ファンドを組成

[FLASH]

東海東京証券
住宅金融公庫活用の開発証券化

[新連載]

- **J-REIT MONTHLY DATA**
- **黒瀬幹夫の徒然Market Strip**

[連載]

一般事業会社向け証券化手法活用ガイド
みずほ証券不動産市場レポート
井出保夫の不動産金融レポート
アメリカビル物語
図解 不動産投資入門

A-5 変わる不動産鑑定ニーズと鑑定評価基準



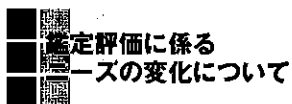
不動産金融ビジネスは、不動産証券化(以下、証券化と略す)やJ-REIT等の不動産投資ファンド(以下、ファンドと略す)に代表されるように、ここ数年急速に発展してきている分野である。不動産金融ビジネスは従来型の実物不動産投資の世界にファイナンス理論・手法を取り入れることによって、より広範囲な商品組成と投資家の参入を可能とし、延いては周辺ビジネスに広がりを持たせてきた。

不動産価格の評価分野においても、従来の不動産鑑定評価業務(以下、鑑定業務と略す)に加え、デューデリジェンス業務、投資採算価値算定等のコンサルティング業務など裾野の広がりを見せてきている。

筆者は1999年以降約3年間に亘って、日・米の「格付機関」^[1]で主に不動産証券化の格付けアナリストとして不動産金融ビジネスに携わってきた。現在は不動産鑑定士(以下、鑑定士と略す)として鑑定業務等を日常業務として行っている。

その意味では、格付け機関のアナリスト時代は鑑定評価書の「読み手」の立場にあり、現在は「書き手」の立場にあるということになる。

本稿では筆者が両者の立場で実務上感じてきたことを、以下の観点から述べさせて頂くこととしたい。



(1) 収益性重視の価格アプローチ

証券化・ファンドのビジネスでは、不動産を裏付としたデット(債券・ノンリコース

ローン)やエクイティ(投資口・匿名組合出資)の商品組成を企図していることから、自ずと不動産を「投資」という観点から捉えることとなり、インカムゲインやキャピタルゲインが重要なファクターとなる。このため、不動産を保有から利用への観点で捉える必要が特に生じ、従来以上に収益アプローチによる価格算定が求められることとなった。

(2) 発注者(鑑定評価の依頼者)への

説明責任(アカウンタビリティ)

証券化やファンドビジネスで不動産鑑定が必要される場合には、当該商品を検討している複数の投資家に不動産鑑定評価書(以下、鑑定評価書と略す)が開示されることになる^[2]。従来の鑑定評価書は依頼者に相対で発行するというのが通常のスタイルであった。今後は多数の投資家に読まれることを念頭に、鑑定評価書を記載することが要求され、評価額決定に至るプロセス等について従来以上に説明責任(アカウンタビリティ)を果たす必要が生じてきた。

(3) 市場原理の貫徹

不動産鑑定評価にいま最も求められているのは「実際に売買される価格」がいくらか、ということだろう。つまり、対象不動産の理論価格がいくらなのかを評価するのではなく、マーケットのフェアバリューがいくらなのかといった「市場原理の貫徹」が求められているといわれている。

これを受け、後述するとおり今回の鑑定評価基準の改正では正常価格が「現実の社会経済情勢の下で合理的と考える条件を満たす市場価格を表示する適正な価格」という表現で規定されている。

以上の通り、鑑定評価に係わるニーズは質・量とも変化してきているが、換言すれば、不動産金融ビジネスのプレイヤーからCS(「カスタマー・サティスファクション」)を求められているとも考えられる。即ち、鑑定評価の世界にも、より一層の顧客満足度の向上が期待されており、信頼感(credible, reliable)や安心感(cordial)が鑑定士に求められているのであろう。



鑑定評価基準の変化

不動産金融ビジネスの発展に伴い、評価対象の不動産用途は実に多様化してきている。それはオフィスビル・レジデンシャル・リテール(ショッピングセンター、百貨店等)・ホテル(都市型ホテル・ビジネスホテル等)・ガソリンスタンド・シネマコンプレックス・サービスアパートメント・倉庫・物流ヤードなど枚挙に暇がない。また、不良債権ビジネスにおいては、旅館・ゴルフ場・スキー場・テーマパークといった具合に物件用途は広範囲である。

一部の例外を除き、これらの評価でポイントとなるのは、土地建物が一体として機能する複合不動産としての評価ということである。従来は公的評価(公示価格等)を中心に更地に着目して鑑定評価が行われていた部分がある^[3]が、収益性を重視した複合不動産としての鑑定評価

[1] 日本格付研究所(JCR)とムーディーズ(Moody's)の2社。

[2] J-REITなどでは新投資口発行届出目論見書に鑑定評価書の要約版などが記載されている。

[3] この点に関しては、諸外国と比べて日本独特の特徴として、土

地・建物がそれぞれ別々の所有権を形成し、必ずしも一体のものとして所有権が看做されているわけではないという国内事情も背景にあるのであろう。

[4] URL:www.mlit.go.jp

図表 不動産鑑定評価基準の改正ポイント

①収益還元法の手法	<ul style="list-style-type: none"> ○ 直接還元法とDCF法の2本立てとする。 ○ 証券化のための評価は、原則としてDCF法を適用する。
②物件調査	<ul style="list-style-type: none"> ○ 価格形成要因に係る調査事項として建物や地中の状態についての項目を具体的に明記する。 <ul style="list-style-type: none"> ・設備（情報通信対応、空調等）の機能性 ・修繕計画や管理の良否 ・土壌汚染等の地中の状態 等 ○ 鑑定士の調査能力を超える場合にも原則として専門家の調査を活用すること、どうしても明らかにすることができない事項について条件設定や推定を行うことが認められる場合を明確化した。
③市場分析	<ul style="list-style-type: none"> ○ 代替競争関係にある不動産との比較分析を充実するために、対象不動産の存する地域ばかりではなく、より広域的な市場の特性を分析を重視する。
④試算価格	<ul style="list-style-type: none"> ○ 対象不動産（一戸建て、オフィスビル等）の特性等に応じて、複数の手法によって求めた試算価格が有する説得力の違いを適切に反映させて鑑定評価額を決定する。
⑤鑑定評価報告書への記載	<ul style="list-style-type: none"> ○ 説明責任を強化する観点から、決定した鑑定評価額の算定過程に加え判断の理由、分析内容、前提条件等について具体的に記載することを明記した。

ニーズが高まり、併せて、投資家等の読み手への説明責任の強化が更に求められるに至った。

こうした時代の流れに即応すべく、昨年7月に(社)日本不動産鑑定協会宛て国土交通省から「不動産鑑定評価基準及び不動産鑑定評価基準運用上の留意事項」の改正通知があり、本年1月から改正後の不動産鑑定評価基準等の施行が開始された。

今回の改正は、S39年に当初の鑑定評価基準が設定されて以来、S44年の改

正、H2年の改正に次ぐ3回目、12年ぶりの改正となった。改正ポイントは概ね図表のとおり5ポイントである。紙面の都合上、概略の記載にとどまるが、詳細をお知りになりたい方は、国土交通省のホームページ^[4]をご参照願いたい。

改正により「証券化は、原則DCF法」となっている。一方、格付機関の実務では、2～3年前はDCF法を重視していたが、現在は、DCF法も併用はするもののむしろ直接還元法が主流である。私見ではあるが、格付委員会の場でDCF法

より直接還元法の方が議論しやすいこと、更に、短期的保有を念頭におくエクイティにはDCF法が有用であろうが、NCFのアップサイドをそもそも期待できないデットには、長期保有の観点から安定的NCFを保守的に見積もらざるを得ないこと、がその理由ではなからうか。

A-6 不動産鑑定士の役割の変化と課せられた課題点 鑑定業務の方向性

不動産鑑定士の 役割の変化

不動産金融ビジネスにおける鑑定士の役割は、専門職業家としての実績・経験を踏まえつつ、可能な限りマーケットデータや物件のヒストリカルデータを収集し、時には統計技術や金融工学の知識も採り入れながら、対象不動産に内在する諸々のリスク要因を客観的に分析し自らの判断部分を明記した上で、依頼者のニーズに応じて、鑑定評価書やコンサルティングレポートを作成していくこととなる。そして、広範囲かつ複数の投資家が読み手として想定されていくほど、鑑定士は平易な言葉で読み手に説明する必要が生じると考える^[5]。

課題点と鑑定業務の 今後の方向性について

(1) 対象不動産のマーケット分析

全国規模で候補物件が存在する不動産金融ビジネスにおいては、対象不動産と代替・競合する物件の範囲(同一需給圏)がどこまでなのか、その判断基準は何に依ったのかを説明することが必要である。また、一般的要因^[6]や地域要因等の価格形成要因についても、直近の市場・価

格要因分析にとどまらず時間軸の中で分析する必要がある。例えば、所謂2003年間題の影響を如何に捉えたのか、今後の高級賃貸マンション市場の需給トレンドをどう考えたのか等において、各評価人がマーケットデータに基づき客観的に分析し、自らの「判断」部分を明記するのである。その後、投資家等の読み手と鑑定士(書き手)との間で、当の該判断部分に関して議論・再検証するというプロセスが今後の鑑定業務には求められるであろう。

(2) 対象不動産の特徴およびその特徴から生ずる投資リスク要因の分析

対象不動産の個別的な要因を綿密に調査する必要がある。所有形態の特徴を把握し、共有・分有・借地・区分所有などの場合にどのようなリスクが内在するか、そのリスクが償書等により、どの程度緩和されているのかを案件毎に調査・分析して、専門職業家としての判断を分かり易く鑑定評価書に記載する必要がある。また、ビル等のスペックや建物維持管理状態・大規模修繕の履歴や今後の修繕必要性の有無等といったハード部分の調査はもとより、PMレポートの内容・頻度やリーシングポリシーといったソフト部分の調査も投資判断の重要項目

となる。このため、同種・同規模の物件と比べてどうなのか、専門職業家としてハード・ソフト両面にわたってその良否を判断する必要が生じよう。

加えて、そのリスク分析結果をキャッシュフローやキャップレート等に鑑定士がどう反映させたのかの判断過程を明記することが肝要となるであろう。

(3) 価格決定に至るまでのシナリオ分析

鑑定評価の場合、最終的な評価額を決定する前に試算価格^[7](賃料を評価する場合には試算賃料)というものを複数の手法によって求める。賃貸不動産への投資がメインである不動産金融ビジネスにおいては、試算価格のうち収益価格を標準として、積算価格や比準価格を比較考量して不動産鑑定評価額が決定されることになる。従って、収益価格を求めるにあたっては、直接還元法やDCF法において設定した前提条件が極めて重要な要素となり、条件設定如何では算定結果が大きく異なることになる。

不動産金融ビジネスにおける鑑定評価の場合には、レントロールやヒストリカルデータなど大量の資料が提出されるのが通常であるが、鑑定士は専門職業家としてこれらのデータを加工・分析し、今後どういったキャッシュフローを想定するのが最も合理的なのかをシナリオ設定することになる。ここで専門職業家としての鑑定士に求められていることは、いわば、most likely scenarioを想定し、

[5] 確かに、不動産金融ビジネスにおいても専門用語があるが如く、不動産鑑定の世界にも独特の用語が存在するわけであるが、評価書が読み手へのプレゼンテーション資料であるとの観点に立てば、平易な言葉でビジュアルに伝えていくことも重要であろう。専門用語を使用した際には、ある一定範囲で注記を付すなり末尾に用語説明資料を添付するなどの工夫が必要ではないだろうか。

[6] 一般的要因は、自然的要因・社会的要因・経済的要因・行政的

要因に大別される。

[7] 鑑定評価の手法には基本的に、①不動産の再調達原価に着目して価格を求める「原価法」②類似の不動産の取引事例価格に着目して価格を求める「取引事例比較法」③不動産が将来生み出す収益に着目して価格を求める「収益還元法」の3手法がある。鑑定評価に当たっては、原則3手法を併用することとなっているが、各手法によって求められた価格が①積算価格、②比準価格、③収益価格、であり、それらを試算価格と呼ぶ。

[8] ダイナミックDCF法のこと。将来キャッシュフローを予測するのではなく、確率的に記述し、モンテカルロシミュレーションによって多数のキャッシュフローを作成。結果的には、キャッシュフローの現在価値である収益還元価値が確立分布という形で表現され、各評価額が実現する確立が算出される。

[9] The Appraisal of Real Estate (12th edition) の631頁以降。

[10] 総コストと回収リターン

現在価値が等しくなるような割引率のこと。

[11] 筆者の格付け機関在籍中の経験によれば、オペレーションを必要とするホテル・ショッピングセンター・百貨店などの資産の場合には、鑑定価格にも2-3割程度の乖離が生じる場合があり、レビューチェックは特に有益と考える。アメリカの鑑定人の協会(AI)のテキスト633頁にもAppraisal Reviewとしてその重要性が謳われている。

[参考文献] ・「なぜ、複数の鑑定評価方法があるのか」(三國仁司)、「単一価格か確立分布か」(海木丈夫)の両氏論文 Evaluation2003No.8 (財プロGRESS)
 ・山内正教「不動産投資理論入門」シグマベイスキャピタル,2000
 ・劉屋武明/藤田昌久編「不動産金融工学と不動産市場の活性化」7(劉屋)9(川口有一郎)東洋経済社,2003
 ・前川俊一「不動産投資分析論」清文社,2000
 ・「実務・不動産証券化」商事法務,2003
 ・「The Appraisal of Real Estate 12th Edition」APPRAISAL INSTITUTE
 ・国土交通省ホームページ

most probable selling priceを見極めることなのではないだろうか。単なるシナリオ設定であれば、パソコンで十分可能であり、しかも幾通りも作成可能のはずである。

その中でもどのシナリオ設定が、蓋然性が高いといえるのか、客観的なデータに基づく「判断」部分に鑑定士は力点を置くべきであると考え。このことは、大半の格付け機関において、「格付け」がパソコン等を駆使した単なる定量的なデータ分析によってのみ付与されているわけではないことと同様ではないのだろうか。発注者が成熟したマーケットプレーヤーの場合、彼らは鑑定評価書に適切なシナリオ設定がされ、それが専門職業家として十分説得力を有する「判断」によって説明されていると感じたときのみ、その役務対価に価値を見出すのではないだろうか。

(4) 不動産金融工学を駆使した価格検証

昨今、モンテカルロシミュレーションを利用したDDCF法^[8]や将来の不動産価格を予測する時系列分析など、不動産分野に金融工学の知識・統計技術を取り入れようという試みが盛んである。現段階では、依然として不動産マーケットには「情報の非対称性」が存在し、これらの分析に耐えうる不動産の市場情報が未整備の状況ではあるものの、今後のデータ整備等に期待したい。また鑑定士が自らのシナリオ分析の結果を検証する意味においても、これらの新たな手法の取り組みは極めて有益であろう。

(5) コンサルティング的な評価

不動産金融ビジネスの世界では、価格をピンポイントで算定するのではなく、時折価格をレンジで捉えることも要請される。例えば、本社ビルの証券化の場合には、マルチテナント化するケースや現状のシングルテナントのままのケースなど幾つかのシナリオに基づき価格がど

ういったレンジを示すのかを依頼者から求められることがある。

また、ホテル・ショッピングセンターなどのオペレーション能力が求められる物件の場合には、ヒストリカルデータ分析の捉え方によって価格は大きく乖離することとなる。証券化ではオペレーターのクレジットリンク債にするのか否か等、社債の商品組成コンセプトによって、社債発行可能額が変化することがある。

こうした場合には、依頼者からそれぞれのケースに応じた価格提示が望まれる。これらのケースでは、従来の鑑定評価書の形式よりも、価格意見調査書のようなコンサルティング的な評価書の方が利用者にとって便利な場合もある。米国の鑑定人の協会(AI)のテキスト^[9]によれば、米国ではAppraisal Consultingという範疇で、依頼人のリクエストに応じようとしているようである。日本でも、既にこうした依頼者ニーズに応えるべくコンサルティング的な評価が既に行われているが、今後ますますこうしたevaluation(広義評価)が求められることになろう。

(6) リアルオプションを活用した最適投資時期の判断

不動産投資ファンドはバルクで物件を購入し、リースアップや改修工事などを施して物件の転売価値を高め、ファンドのIRR(内部収益率)^[10]を高めるといふビジネスを行っている。今後、ファンド運営者はエクイティ投資家がキャピタルゲインを最大限に享受するために、最適な投資(改修工事等)タイミングをどうすればよいのか、二項モデル等の近似モデルでリアルオプション価値を算定していくことも行っていこう。リアルオプションには採用するモデル・ボラティリティの推定等の場面で様々なパターンが存在しうるため、実用に当たり検討課題も残されているとは思われるが、今

後この類のコンサルティング要請に対応すべく、鑑定士にも知識習得と研鑽が求められるであろう。

(7) 開発型ノンリコースにおける竣工後の投資採算価値

開発型ノンリコースローン(ブリッジローン)案件などの場合には、対象不動産の竣工後の投資採算価値を求める必要が生じる場合がある。この場合には、開発に伴うリスク要因を個別案件毎に分析し、フィージビリティスタディをする場合がある。前述の米国の鑑定人の協会(AI)のテキストにも掲載されているが、当該投資採算価値を算定する場合には、様々なオルタナティブユースの検討も踏まえた上で、依頼者充て十分に開発リスクや想定条件及びその合理性等を説明する必要がある。

(8) 読み手の鑑定評価書に対する接し方

改めて言及すると、収益価格はNCFとCap rateあるいはディスカウントレート等の組み合わせで決まる。従って、単にCap rate等の水準の高低で保守的な鑑定なのか、否かを判断しては危険である。例えば、直接還元法に基づく収益価格では、Cap rateが保守的な水準に一見みえたとしてもNCFがアグレップであれば、結果的に収益価格が保守的であるとは言い難いケースもある。読み手としての投資家は、単に「鑑定評価額」・「Cap rate」・「NCF」等の水準のみに注目するのではなく、鑑定士が作成した評価書のデータ分析部分や判断部分についても着目し、必要であればディスカッションすることも大切だと考える。また、投資案件の利害関係者から提示された鑑定評価書について、別の鑑定士に評価内容のレビューチェックの依頼をするなどの価格検証も時には有益である^[11]と考える。

不動産投資研究所
伊藤 紀幸