

投資家の目からみた J-REITの鑑定評価



立教大学大学院
ビジネスデザイン研究科教授
(不動産鑑定士)

久恒 新

回復から取り残されるJ-REIT

2009年2月を底に、回復基調にあったJ-REITは7月上旬以降伸び悩んでいる。

アメリカやオーストラリアのREITの動きと比較すると、回復の程度に大きく差をつけられた格好だ。

従来からJ-REITの主たる投資主体といわれる外国人投資家は売り姿勢を強め、8月から売り越しとなっており、アメリカなどの海外REITでは増資が活発に行なわれており、資金がJ-REITから海外へシフトする動きが加速している。

株式と比較しても、東証REIT指数は年初来安値からの上昇率をみると日経平均株価を大きく下回る。

なぜJ-REITだけ回復のスピードが遅いのか。

一般に、J-REITだけでなく、REITという投資形態には次の3つの弱点があるとされる。

1つ目は金利上昇。配当利回りに影響し、他との優位性がそがれるためだ。

2つ目が、リファイナンスのリスク。

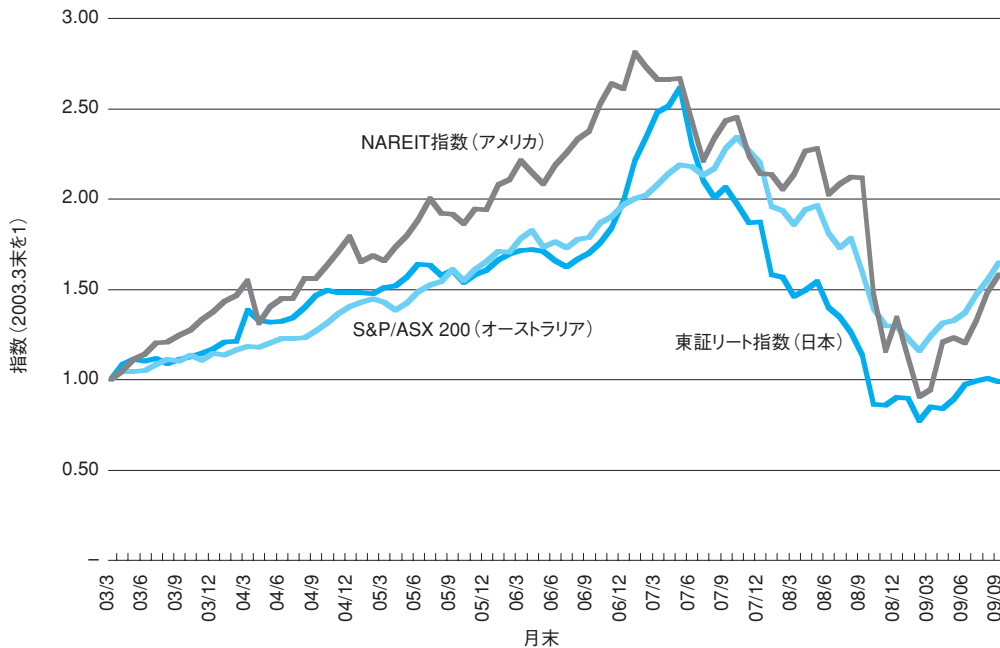
3つ目が、不動産マーケット自体の低迷の影響である。

今回のJ-REITのケースを上記3つの要因と照らし合わせると、確かに長期金利はじわじわ上昇しつつあるが、まだ「超低金利」と言える状況だ。

2つ目のリファイナンスのリスクだが、不動産市場安定化ファンドの創設等により資金繰り懸念は後退した。

3つ目の不動産市況の悪化に関しては、オフィス空室率が増加し、賃料水準の低下が目立つようになってきており、この市況観が投資家心理に影響を及ぼしていることは確かだろう。しかし、都心中心部では、賃料の上昇も一部見受けられ始め、実物不動産の取引価格はすでに上昇し始めている。

日本、アメリカ、オーストラリアのリート指数の推移比較
2003年3月末を1として（2009.9末まで）



東京証券取引所、NAREIT (the National Association of Real Estate Investment Trusts)、
Australian Securities Exchangeによる公表値をもとに作成

破綻懸念に対抗するには

筆者は、昨年にREITに破綻1号が出たこと
の投資家に与えている影響は大きいと考
えている。

経済学でいうと、投資家がひとたび
REITの中には破綻する可能性のあるもの
がある、という情報を得てしまった場合、
もし投資家にどのREITが大丈夫でどの
REITが危険かを見分ける能力がないとき
には、投資したREITが破綻するリスクを
負いたくないために投資を見送ることにな
る。

買い手に商品の良否を区別する情報がな
いのであれば買い手は購入自体を手控えて

しまう。そうなれば悪くない商品までもが
売れなくなる。

こういった情報の偏在から生じる市場の
失敗を避けるには、投資家とREIT会社
の間の情報の非対称性を無くし同じ情報
を共有するようにするプロセスが不可欠
である。

同じ情報の共有とは、REITが持つて
いる情報を投資家にすべて開示すること
である。開示すべき情報とは、破綻した
原因についての真の詳細な情報、また各
REITの品質について相互比較可能な
スタイルに標準化されたレベルでの情報、
そして、各REITの保有不動産の個別
の不動産鑑定評価書全体の開示である。

破綻リスクの高いREITと低いREITを
見分ける力を投資家に持ってもらうこと

が、低迷しているREIT市場の回復の道であろう。

REITの最大の強みは好立地・高稼働の厳選した物件群、優れたオペレーションとマネジメント、物件の高収益性に裏打ちされた安定的な配当利回りである。

サブプライムローン問題に端を発した世界的金融危機がようやく収束に向かいつつある今、投資家が求めるものは「安定配当」である。REITはそのニーズに最適な選択肢の一つである。

J-REITを取り巻く環境の厳しさはあっても、保有不動産の良さをアピールし、安定配当に対しての信頼を投資家から勝ち取る必要がある。安心と安全性をアピールする手段、それはREITの不動産鑑定である。

REITにおける不動産鑑定の意味

REITの鑑定には当局の意図や経済学見地から見た目的などいろいろな視点からの存在意義がある。

REIT大国アメリカと異なり、それまで全くなじみのなかったREITという投資形態をわが国に広めるにあたり、当局はまず投資家保護という視点に立ち枠組みを構築した。その中に鑑定が組み込まれた。

オーストラリアのREITには鑑定が2つの目的で組み込まれており、まず物件取得時に鑑定が目論見書に明記され、運用中の物件に関しても3年ごとに再鑑定が行なわれ、その情報が開示されることになっている。親会社から物件を取得する場合には、第三

者による鑑定をとり、それを監査法人が審査して報告書を作成、両者はともに投資家に開示される。J-REITの鑑定はオーストラリアのREITにおける鑑定の制度に非常によく似た仕組みである。

投資家の知りたいのは将来収益

投資家にとってREITの鑑定の意義とはなんだろうか。上述したように取得価格の正当性を証明し、投資判断として重要なNAV（公表純資産額）の参考値として活用されるということも投資家には十分な意義であるが、これらに加え、筆者が投資家にとっての鑑定の意義としてカウントしたいのは対象不動産の将来収益の予測、不動産マーケット変化の予測としての活用である。

対象不動産の立地・規模・構造・老朽化の程度や、また、稼働の過去・現在の状況等の必須の情報は、REIT各社は詳細に開示していることから、投資家はその物件の「現在」の実力はほぼ把握できる。しかし、投資家が知りたいのは「将来」その不動産の収益がどうなるかである。今まで通りの収益を生むのか、それ以上を期待できそうか、マーケットは今後上向くのか低迷するのか。つまり、投資がGOかNOか。投資済みの投資家にとっては株の保有継続の良し悪しを判断する際の重要な情報こそが、投資家が欲しい情報である。なぜなら物件の将来収益は、将来配当に直結するものであり、将来も安定的かどうかを示す根拠であるからである。

鑑定は結果のいくらという評価額の水準だけが重要なのではなく、評価額算出に至る種々の分析内容、NOIの変化予測、資本的支出をどう組み入れているか等、あらゆる情報・指標が投資家にとって貴重な情報なのだ。不動産鑑定士は、このような視点で鑑定評価書を書いているだろうか。鑑定士はREIT会社のために鑑定評価書を書くという姿勢でなく、その向こうにいる多数の投資家たちのために書くという視座が要るのではないだろうか。

REITや不動産証券化の鑑定評価にDCF法が必要となっているのは投資家ニーズに應えるためのものと筆者は考えている。直接還元法が現時点での取引キャップレートでNOIを割り、現在マーケットにおける価値を算出するのに対してDCF法の主眼は将来収益の予測である。DCFであれば保有期間中のNOIの変動（すなわち、粗収益の変化や諸経費の変化）を予測し、資本的支出をいつごろからどれくらい組み込むか設定し売却時のNOIを予想してターミナルキャップレートを設定し（すなわち、現市況と比較しマーケットがどう変わっているかを予測し）売却の予想価格を算出する。これらが各年の一覧表となっているDCF評価のシミュレーション表は投資家にとって投資判断のための極めて重要な情報である。しかしながら、DCF評価のシミュレーション表を投資家に対し物件毎に開示しているJ-REITはまだない。

数式が世界の経済学の共通言語であるように、世界の不動産証券化マーケットにおける共通言語は、DCF評価の将来キャッシ

ュフローのスプレッドシートである。このシートの内容さえみれば、どのような収益性と将来性の不動産かはつぶさに把握できる。また制作した鑑定士の能力や技術もすべてさらされる。欧米ではそのシミュレーション結果であるスプレッドシートだけで鑑定評価書と見なしてもよいという慣例になっている。

開示の方法としては裁判所の不動産競売における評価書のインターネットでの開示が参考となろう。不動産競売に参加しようかと検討する一般の人のために裁判所は不動産競売物件をインターネットにて開示しており、その中で評価書もダウンロードがだれにでもいつでも可能となっている。このように開示して以来、競売での透明性がおおきく改善され、入札者も増加し、競売落札率も向上したと言われている。ネットでの開示であればコストも安くおさえることができ、投資家にも便利である。

求められる基本的なDCF理論の理解

現時点で分かっている情報の開示だけでなく、不動産鑑定評価書を全面開示すればJ-REITの透明性は飛躍的に向上する。物件の質、実力、そして運用力に自信があればあるほど鑑定情報を開示することで将来の安定収益や安定配当をアピールできる。これこそがJ-REIT回復戦略である。

ただ、J-REITの鑑定評価に関しては、開示するだけでは不十分である。なぜなら、わが国の不動産証券化用の不動産鑑定評価はまだ基本的なDCF理論（ミクロの金融

論)の理解が不足しているからである。

現在J-REIT各社が部分的に開示している鑑定内容をも、

- ・割引率と還元利回り率の関係の理解
 - ・NOI成長率予測に関する技術
 - ・現行賃料と市場賃料、新規賃料の取り扱いの理解
- などに問題がある。

証券化用不動産の鑑定評価は不動産証券化の普及のニーズに合わせて、言わば見切り発車的に急ごしらえでスタートしてしまっただけ、DCF法の理論や技術の習得がまだ充分でない段階で鑑定士は証券化評価に携わることになった。それから証券化市場は格段に成長してきたが、我が国におけるDCF評価は基本的理論の理解が不足のまま、現在に至っている。筆者は、以前からこの現状に警鐘を鳴らしてきた。

短期間で下落した鑑定評価額

最近のREITの鑑定評価額を見ると、この半年や1年の間で1割から2割もの下落が生じているものが少なくない。

投資家やREIT会社の抱く素朴な疑問は評価額がなぜそんなに変わるかということだろう。そもそもREIT各社はその収益性を向上させる物件を購入前に検討を重ねて、稼働率が好成績・長期保有に耐えるもの、リスクの少ないものを選んで買っている。

その個別物件の鑑定評価額がごく短期に大きく変動するというのは、物件の性

質や現実のデータから言ってもそぐわないのである。

さらに、本質的な疑問がある。継続保有中の物件の鑑定評価額がそんなに急変動してよいのかということである。鑑定評価額の動きを過去に遡ってみると、今回大きく下げた不動産は2007年から2008年にかけては評価額が大きく上がっていた。

つまり、鑑定評価額がマーケットのバブルとバーストに沿って同じように大きく上がり、下がっているのである。

このこと自体が果たして良いのかが問題にされねばならない。このように短期の間に好・不況の波に翻弄されるごとく動いてしまう鑑定評価を投資家は信じることができるだろうか。投資家はそのような揺れ動く鑑定内容を頼りにその時々投資判断をしなければならぬとすれば、それは非常に危うい。

一体どうやって賃料水準や入居率等にそれほどの下落ない実態の中で評価額を1割から2割も下げることが可能なのだろうか。

考えられるのは、割引率やターミナルキャップレートを変える、また、賃料水準の設定を変える、などである。

本来、DCF評価においてNOIの将来予測方法は、

- ①現在入居しているテナントについては各々の賃貸借契約に基づいた現行の賃料を採用する。
- ②不振テナントで退去が予測される場合はその後の新規テナントが入居するまでの期間と新賃料水準を予測してNOI

に反映させる。

- ③現状で空きスペースがある場合には、それがどのくらい先にどのような条件で入居となるかをマーケット分析から得た予測値を入力し、入居するまでのコストもシミュレーションすると、できるだけ現実の実態とデータに即した将来予測の方法をとる。

DCF評価で鑑定評価額を決定するファクターはNOI、割引率、期待成長率の3つである。

保有期間中の鑑定評価において、鑑定評価から1年でNOIに変化が生じたとしても、それがマーケットの変化によるものかマネジメントによるものかなどの理由を説明し、次の予測に反映させればよい。たとえ、今期のNOIが前回から大きく下落したとしても、将来予測のNOIがずっと下落を継続するわけではなく、筆者の鑑定実務の経験からみても鑑定評価額の下落幅は小さいものである。

継続評価の場合、直接法では、分子のNOIが直近の数値からうける影響が大きく、また、分母の期待成長率も直近の趨勢からうける影響がDCFよりは大きい。一方、DCF法による評価額は変動幅が直接法ほど大きくないのが一般的である。

投資家にとって必要な投資判断用の情報はいくらが適切だとか、鑑定評価額以下で買ったというような購入時限定の情報だけではない。投資して安定的な配当を予想できると信じるに足る収益性をその不動産が将来生むかどうかのシミュレーションの各情報・各予測値が欲しいのである。

よりファンダメンタルで安定的・継続的

なデータを採用した鑑定でなければならない。そうであればDCF法による鑑定評価額は1年以内でそんなに大きく変動するはずはないのである。

「取得時評価」と「継続評価」に分ける

この重要でかつ本質的な問題に対して、筆者は次の提案を行いたい。

鑑定評価を物件取得時用の評価と運用中の物件用の評価の2種類に区別して考えてみよう。

前者の取得時用の鑑定の目的は、第一に取得価格の正当性の証明である。

特に親会社間との売買の場合に不正のない適正な価格であることの説明材料のひとつとして使用される。

価格は既に成約されているか、これから決定されるかのわずかな時間的差異はあっても、価格の成立と鑑定評価額も算出に関して両者のタイムラグはほとんどないわけであるから、取得価格も鑑定評価額もどちらもその時のマーケットの影響をダイレクトに受ける。

その時点での価値評価であることから、直接還元法が適している。

分子は過去のトレンドと現況から割り出した永久還元するにふさわしいスタビライズされたNOIであるべきで、分母にはその時のマーケットで成立している取引事例データから求められたキャップレートでよい。これにより、マーケットの状況をしっかり反映しつつ、かつ、取得価格との関係に考慮した評価額が得られる。

*なお、誤解のないようにここで強調して

	物件取得時	運用中
鑑定時点	取得時評価	継続評価
主たる目的	取得価格の正当性検証	将来収益の予測
重視すべき手法	直接還元法	DCF法
特徴	現在市況の影響大きい	現在市況の影響小さい

おきたいのは、直接還元法のみを使うという意味ではない。すべての評価手法を用いてそれぞれ試算額を求めるのはこれまでと同じである。ただ最終的な評価額の決定にあたり、重視すべき手法を分けよということである。

*キャップレートに関して取引データが当該地域に少ない時は、広範囲にデータ収集し統計学手法を用いる。筆者の研究成果（注）を参照されたい。

運用中物件にはDCF重視

対して、取得してREITの保有物件となりREITのマネジメント下に入った同物件の鑑定評価は、保有期間中継続して定点観測的に鑑定評価額がつけられる。

取得時の鑑定との違いは、

- 所有者が変わり（REIT組み入れ不動産となりステータスが上がる）
- 管理者が変わり（優れたマネジメントで収益性向上の可能性大）
- 資本的支出を含むエンジニアリングプランが作られ、より現実的なシミュレーションが可能となる。

鑑定評価は取得後に日々稼動することで得られる詳細なデータなど、自らの管理下で直接・間接の感触・データを活用して、

取得時の鑑定よりも詳細でより実態に近いNOIを得ることが可能となる。

投資家のために少なくとも5年間程度保有し将来予測をするDCF法でのシミュレーションが必要である。

継続評価と取得時評価の連続性の問題については、所有者が変わり、管理主体も変わっており、トラッキングすべきデータに連続性が低いので一致する必要はない。

いずれの鑑定評価の場合も、評価のプロセスにおいて、直接還元価格も、DCF価格のいずれもが試算される。両者にもし大きな違いがあるのであれば、評価書の中でその理由や背景について詳述な説明の記載がなされればよい。

REIT会社の内規で「物件の取得価格は鑑定評価額以下とする」としているところがみられるが、買取行動を制限するほどに鑑定評価額を重視するのは疑問である。

鑑定評価額はマーケットを代行して適正な評価額を算出するものであり、ひとつの目安である。絶対的なものではない。これに縛られてもし優良物件を取得できないのであれば、本末転倒である。

鑑定評価額と取得価格に開差が生じるとすれば、キャッシュフローの予測や期待成長率の見積もりにおいての差と考えられる

が、これらによる差であることを説明できればそれでよいのではないか。

裁判所の不動産競売においても、以前は「最低価格」という制度があり、裁判所が依頼した鑑定士のつける評価額を最低価格として入札者はそれ以下で入札してはならないとする厳しい位置づけがされていたが、その後議論され、現在は「基準価格」と改められ、入札は基準価格の2割まで下回る額での入札が可能となり、流動性の向上に大きく貢献したとされる。

REITでも、鑑定評価額を目安として、たとえば2割程度に許容の幅を広げて、優良物件取得の機会を拡大させる方がより経済合理性にかなうのではないか。

いまのように、取得価格と鑑定評価額がほぼ同じであるということの方が不自然であり、かえって鑑定評価額が恣意的にきめられているのでは、という疑いを投資家間に生じさせる一因となっていないだろうか。

おわりに

REITの鑑定評価は、投信法で義務付けられている『経済的規制』である。

不動産市場のような自然独占性や情報の偏在がみられる経済分野において、資源配分の非効率の防止や投資家保護を主たる目的としておこなわれる価格への規制であることを踏まえると、これが行き過ぎて投資家利益を損なうものとなるのはおかし。

201条は、「資産運用会社は、資産の運用を行う投資法人について、不動産の取得・

譲渡等をした場合には、不動産鑑定士による鑑定評価を踏まえて価格などを調査しなければならない」としており、取得後に鑑定をとって、取得価格の正当性を示したり、差異があればその差の理由について正しく説明できればそれでよいのである。

また投資家からすれば、鑑定評価とは、もし実物売買のような相対取り引きであれば得やすいがREITのような証券化商品ではほとんど事前に入手しにくい対象不動産の物的データ、稼働や経費などの収益に関するデータなどをもとにして不動産鑑定士が将来収益の予測を行い、適正な評価額を提示するものであるから、これは、『取引コスト』として大きな節約となり、投資判断がしやすくなり、ひいては資源配分が効率的に行われることに寄与する。

J-REITは、以上のような鑑定評価の重要性を認識し直し、鑑定の品質向上と全面開示をもって他国REITとの比較優位に立ち、ファンズオブファンズの中に組み入れられても、世界の投資家に安全安心という存在感をアピールすべきである。

注：「わが国8大都市におけるキャップレートの把握」2006『住宅土地経済』

ひさつね・あらた

立教大学大学院ビジネスデザイン研究科教授。
専門は不動産評価論、不動産ファイナンス、都市経済学。
慶応義塾大学大学院修了、都市経済研究所代表取締役、資産評価政策学会理事。
証券化不動産評価のキャリアを有し、理論と実証の研究を行っている。
政府・与党金融再生トータルプラン推進特別調査会にてDCF法導入を提言し、90年代後半から適用フォーマットを作成するなどDCF普及に寄与した。
不動産評価関連の著書・論文多数。