

不動産投資ファンド(J-REIT)の JCR『格付け手法』

チーフアナリスト 伊藤 紀幸
アナリスト 川上 哲

シニアアナリスト 荘司 秀行
アナリスト 吉村 孝爾

目次

はじめに

1. 不動産ファンドの説明
2. 不動産投資リスクとアカウントビリティ
3. 財務戦略（最適資本構造の戦略）
4. 「格付けの対象」と「格付け手法およびその視点」
 - (1)格付けの対象
 - (2)格付け手法
 - (3)格付けの視点
 - a. 不動産ファンドにおける利益相反
 - b. 不動産のバリュー（Value）
 - c. ポートフォリオ（Portfolio）
 - d. 投資信託委託業者（不動産投資顧問業者）
 - e. プロパティマネジメント会社
5. 最後に

コンファレンスコールのお知らせ

日時：3月27日（火）午前10時30分～11時30分

電話番号：03-5446-9802

パスワード：178820

オペレーターの応答後、パスワード、お名前、会社名、電話番号をお伝えください。アナリストの説明後、質疑応答をいたします。

コンファレンスコールの録音内容は、3月28日午前9時～3月29日午後6時に同じ操作方法でお聞きになることができます。

電子メールによるご質問の受付

メールアドレスJ-REIT@jcra.comにて、J-REITに関するご質問等を随時受け付けております。

本稿は、www.jcr.co.jp/abs.htmでも、pdfファイルとして公開しております。

はじめに

米国で40年近い歴史を持つ不動産投資ファンドが、2000年11月の改正投信法施行によりわが国でも登場、日本の不動産証券化市場は新たな展開を迎えることになった。不動産証券化により生み出される商品が、よりすそ野の広い投資家層を伴って定着していくためには、格付けが重要な役割を担うものと考えられる。

本稿では日本格付研究所(JCR)のJ-REITに対する視点や考え方、さらにJ-REITの格付け手法について説明する。

1. 不動産ファンド [J-REIT (ジェイリート)] の概説

不動産ファンド商品とは、投資家から事前に集めた資金でオフィスビル等の不動産を購入し、賃貸料や売却益を「配当金」として投資家に配分する金融商品のこと。米国では1960年に導入され「REIT (リート)」と呼ばれていることから、日本版REITあるいはJ-REIT (ジェイリート)とも呼ばれている。米国では既に約200銘柄のREIT (時価総額10数兆円)が株式市場に上場しており、日本でも今後の市場発展が期待されている。

不動産ファンドとして広く個人資金をとりこむ資産運用型商品として普及が期待されており、会社型の場合は取引所に上場すれば株券と同様に売買でき、価格は日々変動する。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り、いわゆる「自己責任原則」が求められる。投資に際しては物件のリスク分散度合い 物件パフォーマンス及び物件グレードの良否などの投資適格性等をチェックする必要がある。

日本における不動産投資ファンド商品は、「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」が改正され、2000年11月末に「投資信託及び投資法人に関する法律」が施行されたことにより可能となった。東京証券取引所は不動産投資信託の上場マーケットを創設することとしており、上場基準、情報開示基準等の詳細を規定している。

米国では不動産の保有会社がそのままREITに形を変えて株式を公開し、公開後も自らが物件を運営・管理していくためREITは「不動産投資専門会社」ということになる。日本の場合は資金を管理・運用するための器(投資ヴィークル)には、「信託型(投資信託)」と「会社型(投資法人)」の2種類が設けられており、投資運用業務については原則として外部の運用会社へ委託しなければならない。但し、例外的に、受託者たる信託銀行自らが運用するスキーム【信託型(委託者非指図型)】も認められる。

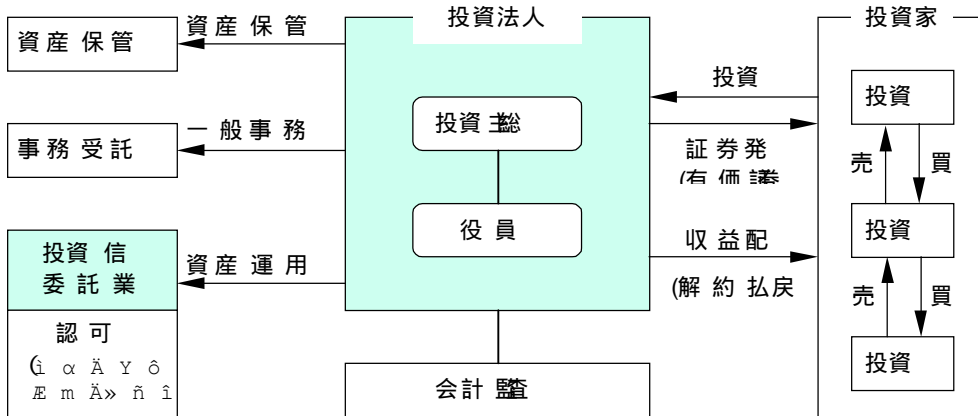
投資ヴィークルは一定要件(業務の外部委託、配当可能所得の90%超の配当等の要件)を満たせば法人税が実質非課税扱いとなること、発行証券は証券取引法上の有価証券に指定され詳細な情報開示ルールが課せられること等は、「資産の流動化に関する法律」(SPC法)と同様であるが、投資信託法では運用会社等が運用裁量権を有するために、利益相反や運用リスク等に対して投資家保護を図る観点から、検査監督・行為準則・ガバナンスなどの強化が求められている。

また、保有不動産の時価情報の開示も義務付けられるが時価算定の困難性(時価の評価者により算定価格

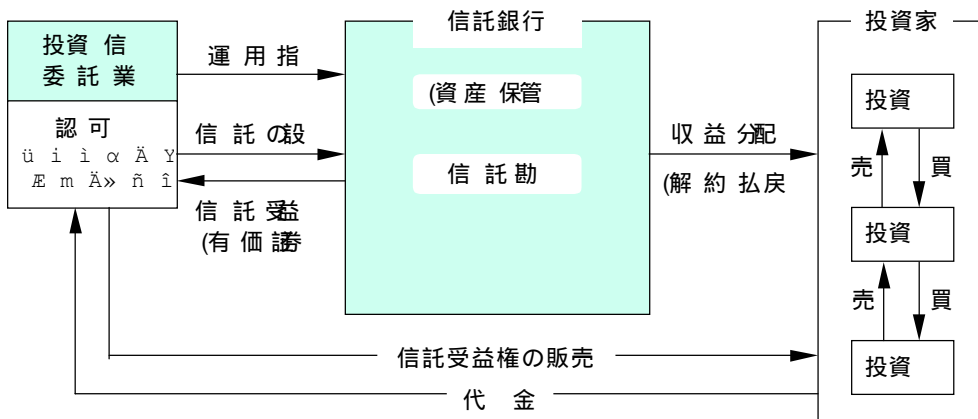
に乖離が発生する)や不動産取得時の流通課税繰延べ(キャピタルゲイン課税の繰延べ)措置等今後解決すべき点もある。

資産の運用のための仕組み

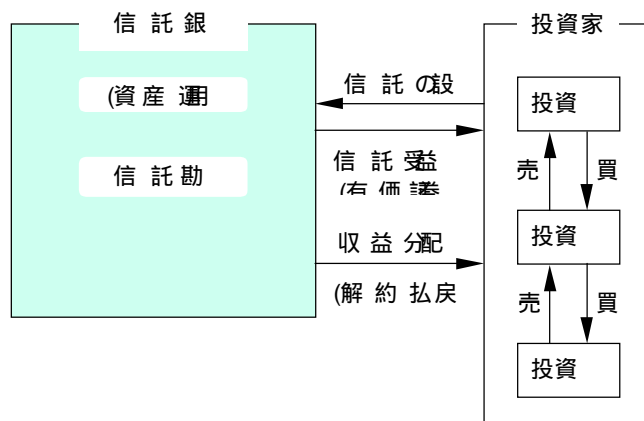
【会社型】



【信託型(委託者指図型)】



【信託型(委託者非指図型)】



出所:財務省ウェブサイト

表1 米国の主なREIT

	資産	単位:百万米ドル 株式時価総額(2001年1月末時点)
エクイティREIT		
1 Equity Office Properties Trust	Office	9,299.7
2 Equity Residential Properties Trust	Apartments	6,889.8
3 Simon Property Group, Inc.	Regional Malls	4,527.3
4 ProLogis Trust	Industrial	3,686.1
5 Spieker Properties, Inc.	Office	3,516.7
ハイブリッドREIT		
1 iStar Financial Inc.	Diversified	1,885.1
2 Health Care REIT, Inc.	Health Care	530.8
3 National Health Investors, Inc.	Health Care	238.0
4 LTC Properties, Inc.	Health Care	121.6
5 National Health Realty	Health Care	85.7
モーゲージREIT		
1 Capstead Mortgage Corporation	Home Financing	282.9
2 Annaly Mortgage Management, Inc.	Home Financing	259.0
3 Thornburg Mortgage Inc.	Home Financing	242.7
4 Anthracite Capital Inc.	Commercial Financing	217.3
5 Redwood Trust, Inc.	Home Financing	167.7

出所: National Association of Real Estate Investment Trustsの統計よりJCRが作成

2. 不動産ファンド投資リスクとアカウンタビリティ

不動産ファンドに投資する場合、個人投資家を含め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。しかしながら、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為、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2つの異なる不動産ファンドが、表2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(期待値からのチラバリ具合)をリスクとしている）をそれぞれ2物件ずつ購入してポートフォリオを組成した場合を考えてみよう。

表2

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

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

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

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

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

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

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

リスク（標準偏差 [] standard deviation）によるリスク量算定

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

[但し、 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

$$a = \left[0.5^2 \times 10^2 + 0.5^2 \times 14^2 + 2 \times 0.5 \times 0.5 \times 10 \times 14 \times 0.3 \right]^{1/2} = 9.7\%$$

$$b = \left[0.3^2 \times 5^2 + 0.7^2 \times 15^2 + 2 \times 0.3 \times 0.7 \times 5 \times 15 \times 0.3 \right]^{1/2} = 11.0\%$$

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

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及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判る。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資産運用会社（不動産投資顧問業者）には特に求められることになる。この物件毎の個別リスク量は(1)物件価格・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)税制変更リスク等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(各不動産投資顧問業者)毎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となるだろう。

また、別の観点から考えると、不動産ファンドの組成に当たっては投資家にポートフォリオのも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毎の情報開示も極力行われるべきである。不動産ファンドに十分な「アカウントビリティ」(ファンドにとって義務として位置づけられる「説明責任」)が求められる所以である。

もちろん、「会社型」不動産投資ファンドでは投信法等により「コーポレート・ガバナンス」(投資家にとって権利として位置づけられる「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。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(説明責任)が十分で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サービス法が十分にワー

クすることが望まれる。

3. 財務戦略（最適資本構造の戦略）

各不動産ファンドは社債発行や銀行からの借入れに当たり、財務レバレッジ、長短比率、変動・固定調達比率、スワップ、借入銀行数、有担保・無担保借入等について独自の財務戦略を練っていくであろう。

この場合、各ファンドが財務戦略を考える上では概ね次の要因を検討することになる。

- ・柔軟性 (Flexibility)
- ・リスク (Risk)
- ・収益 (Income)
- ・コントロール (Control)
- ・タイミング (Timing)

投資家が各不動産ファンドの債券（デット）や投資口（エクイティ）に投資する際には、その投資法人の財務データ分析が欠かせないものとなる。投資法人の収益性、成長性、安全性について分析をすることにより、投資口であれば当初予定されている配当金が受け取れるのか、キャピタルゲインを享受することができるのか等の判断を下すことになる。また、投資法人の投資価値を判断する為にファンダメンタル分析も必要となってくるであろう。

一般的に、ファンダメンタル分析の代表的な指標としてはROA（総資本事業利益率）やROE（自己資本利益率）損益分岐点比率（Break-Even point Ratio）等が有名であるが、アメリカのREITの場合には株価FFO（Fund From Operation）倍率が主要な指標として利用されている。

このFFO（Fund From Operation）とは不動産投資から生ずるファンドの事業収入を指し、次式で求められる。

$\begin{aligned} \text{FFO} &= \text{投資法人の営業利益} + \text{金融収支} + \text{減価償却費} \\ \text{株価FFO倍率} &= \text{株価} \div \text{1株当たりFFO} \end{aligned}$

したがって、株価FFO倍率はPER（株価収益率）に近い指標といえる。但し、投資口（株式としてのREIT）の投資家にとってはフリーキャッシュフローこそが収益性の指標として重要なものとなることから金融収支と減価償却費を加算したFFOをその判断材料として用いるのである。なお、株価キャッシュフロー比率（PCFR：Price Cash Flow Ratio）は株価 / 1株あたりキャッシュフローで求められるが、この場合のキャッシュフローは税引後当期利益 + 減価償却費となることから、法人税等控除後の株価FFO倍率といえる。

因みに、日本の大手不動産会社について株価FFO倍率を試算したのが表3だが、各社とも株価FFO倍率が10～20倍のレンジに収まっていることが確認できる。株価FFO倍率の逆数は投資利回りとなるが、現環境下では日本における不動産投資利回りが現状概ね5～8%程度といわれていることからしても、当面不動産ファンドの株価FFO倍率は概ね10倍～20倍のレンジで収斂するであろうとJCRで

は予測している。

表3 [(注) F F Oの算出に当たっては有形固定資産の減価償却費より求めた。]

	A 社	B 社	C 社	D 社	E 社
P E R (Price Earning Ratio)	-12.6倍	122.7倍	-10.9倍	-3.7倍	22.0倍
F F O (Fund From Operation)	14.2倍	22.0倍	6.1倍	5.1倍	8.7倍

出所:上場不動産会社の2000/3期 有価証券報告書よりJCRが作成

株価F F O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(不動産ファンド)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・成長性には自ずと限界がある⁺ように思われる。また、日本の不動産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負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る。

4. 「格付けの対象」と「格付け手法およびその視点」

(1) 格付けの対象

さて、不動産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うるだろう。不動産ファンドに関わる格付けの対象としては以下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]
- ・プロパティーマネージャー(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)
- ・パフォーマンス格付け

不動産ファンド市場の創成期に当たり、JCR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予定である。すなわち、デット部分に関する元本償還可能性と期日どおりの利払いの確実性について格付けを付与していく意向である。

市場創成期ということで未だ顕在化していない問題点・実務的な課題点等もあるが、現段階でJCRが不動産ファンドのデット格付けについて考えている「JCRの格付け手法」及び「格付けの視点」を以下に紹介する。

⁺ 因みに、ROEと配当性向を一定と仮定すると、投資法人(不動産ファンド)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。

(2)格付け手法

以下では投資法人を念頭に、現時点での JCR の格付け手法を述べることとする。

a．無担保債務と担保付債務

無担保債務

エクイティの利回りを向上させるための1つの方法は、デットの調達を併用し、レバレッジ効果を得ることである。ROA（総資本事業利益率）が調達金利を上回っている限りにおいて、デット調達の比率を上げるほど、投資口のリターンは向上する。ポートフォリオの機動的な入れ替えという観点からは、無担保債務による調達が適しており、投資法人としても無担保の調達を目指すであろう。

不動産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。

担保付債務

担保付債務による調達は、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でてくる。しかし、不動産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、不動産ファンド（J-REIT）が担保付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見られるような、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JCR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。

- 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（担保権が錯綜しておらず、担保権の実行が容易であること）
- 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）
- 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

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資金調達ではこのリスクを排除することはできず、実際、JCR 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破産法と民事再生法が想定される。破産手続では、抵当権者は別除権をもち、破産手続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。

民事再生手続でも、再生債務者に対する抵当権者は、再生手続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）。但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乃至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*。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、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

J-REIT の当初段階では、デットによる調達には担保付きになると想定されるが、無担保債務を今後格付けする場合には、ポートフォリオの不動産のバリュー、財務指標およびマネジメントの能力 - の3つが評価のポイントとなる。

ポートフォリオの不動産のバリュー

ポートフォリオの不動産のバリューはポートフォリオのDCF（Discount Cash Flow）を中心としたり

* 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。

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り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していく。価格評価の過程では、主要物件については実地調査を実施する。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、1つずつ積み上げていく手法も用いる。個別物件の価格評価の手法については、「(3) 格付けの視点 b. 不動産のバリュウ」で詳述する。

持株会社の段階で負債によりレバレッジを行い、次に子会社の資産をデットにより調達することで再びレバレッジ効果を出すことをダブル・レバレッジと呼ぶが、投資法人が不動産 ABS のエクイティ・ポジションを持つことはこのダブル・レバレッジに等しい。デット調達をしている投資法人では、エクイティ・ポジションの保有はリスク増大と評価される。ただし、租税特別措置法施行令第 39 条の 32 の 3 第 4 項は投資法人が他法人のエクイティの過半を保有していないことを導管性の要件としており、こうした運用には制約がある。

財務指標

- 返済余裕度

・ FFO返済倍率（有利子負債 / F F O）

・ ICR (Interest Coverage Ratio)、D S C R (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。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。

- 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。

エクイティホルダーが利回りの極大化の観点から高いレバレッジを要求する場合、負債比率が悪化し、投資法人債の投資家（デットホルダー）の利益が損なわれる。投信法第 6 7 条は借入金及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

・ R O A（総資本事業利益率）

R O A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。

R O Aが負債利率を上回っている限り、負債比率（有利子負債 / 自己資本）が高いほど、R O E（自己資本利益率）は高くなる。R O Aが負債利率を下回っていると、負債比率が高いほどR O Eは低く

なる。従って、ROAは格付け上重要な指標となる。

- 流動性

・ 流動比率（財務の柔軟性）

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。流動比率は、流動資産（現預金と国債など流動性と信用力の高い債券の合計）の流動負債（1年以内期限到来長期債務＋短期債務）に対する割合である。

- 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。

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。不動産ファンド（J-REIT）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、ファンドマネー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

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る。

(3)格付けの視点

a．不動産ファンドにおける利益相反

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、改正投信法では、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、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、ファン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 - が定められている。

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。格付対象のファンドでは、改正投信法や東証の適時開示以上に踏み込んだ開示を行い、透明な運営を確保することが期待される。

b．不動産のバリュウ（Value）

JCR では、投資法人債等のデットファイナンスの格付けを行う際に、不動産ファンドの保有不動産の評価額は重要な要素になると考えている。改正投信法により、不動産を取得し又は譲渡する際は、不動産鑑定士による鑑定評価を踏まえた価格調査が義務づけられており、また、運用期間中は不動産の時価情報を開示することが義務づけられている。時価情報の開示については、鑑定評価額、公示価格、路線価、販売公表価格等を用いることが要請されているが、今後実務的にどの価格が採用されるのかは、妥当性、評価の手間、コストなどの要因により決まってくることになろう。不動産の価格を一義的に決めるのは難しいが、ファンドにより恣意的に価格が操作されることは排除しなければならず、その評価は慎重にならざるを得ないと考えている。

（社）日本不動産鑑定協会が昨年 11 月に発表した「投信法に係る不動産の鑑定評価上の留意事項について」によると、不動産の取得時および保有期間中の時価開示時に求める価格は、収益性に着目して求めた投資採算価格（特定価格）であり、譲渡時に求める価格は一般的な不動産市場での売却可能価格（正常価格）であるとされている。何れにしても、J-REIT は不動産の収益性に基づくファンドであり、また今後不動産は従来のキャピタルゲインからインカムゲインに着目した投資対象へとその性格を変えていくことが予想されることから、評価方法も DCF 法等の収益に着目した方法により軸足を移していくものと思われる。

JCR では、不動産ポートフォリオの価値を評価する際には、各々の個別不動産に即した評価手法により算出された価格を合計する方法や、ポートフォリオ全体から生み出されるキャッシュフローを一定の割引率（投資要求収益率）で割り引いて評価する方法等を、ファンドの規模、当該物件の重要度などにより適宜採用することになろう。割引率の水準はその時における一般的な金融情勢、保有不動産が有する固有のリスク等から求めることとなるが、不動産ファンド市場の成熟によりその概念が市場に浸透し現在よりも明確になっていくことが期待される。

なお、不動産ファンドは直接不動産を所有するほか、不動産証券化商品（不動産 ABS、CMBS）を保有することも認められている。この場合には、当該不動産の時価評価額に加えて、当然のことながら商品の仕組みによるリスクの内容についても個々に検討を加える方針である。

c . ポートフォリオ (Portfolio)

投資法人債格付けの観点からはキャッシュフローの安定性が重視されるが、次のような特性を備えたポートフォリオが、変動の少ない収益を生み出す資産ポートフォリオと見なされる。

- (a) 物件の数が多い - 特定物件の不調を他の物件がカバー
- (b) 物件が地域的に分散している - 特定地域の不況を他の地域がカバーすることが期待できる。ただし、優良物件が東京の都心5区に集中している我が国の現状では、ポートフォリオが東京都心に偏ることは直ちにマイナスとはならない。
- (c) 物件のタイプ - リテール、居住用、オフィスといったタイプについて、多様化していること。ただし、1タイプに特化することで、取引コストを下げられるという利点もある。
- (d) 物件の質が高い
- (e) テナントの数（分散）、質... 1テナントからの賃料収入金額が5%以内になるよう、テナントは分散していることが望ましい。 - 当該テナントにとっての旗艦店舗・旗艦工場の場合は、当該テナントの信用力も大きな要素となる。サブリースの形態をとっている場合は、サブリース会社が高い信用力を有していること。
- (f) 賃貸借期間、次回更新時期 - 契約更新がある一時点に集中していないこと
- (g) 定期借家契約のウェートが高い

上記に加え、火災、地震、土砂災害、洪水、津波などの災害リスクに対し、ポートフォリオ全体で、または個別物件レベルで十分な損害保険の付保が求められる。

d . 投資信託委託業者（不動産投資顧問業者）

不動産投資ファンドでは資産運用会社（不動産投資顧問業者）が表4に掲げる諸項目について専門性を発揮することが求められる。また、不動産ファンドのパフォーマンスは当該運用会社の運用能力に大きく依拠することとなるため、その能力や信用力あるいは中立性や法令遵守体制等が極めて重要となる。

デット（投資法人債、ノンリコースローン等）格付けにおいては、キャッシュフローの安定性やファンドのもつリスク量が重要な項目となるが、それらが如何にコントロールされるかはファンドマネージャーである投資信託委託業者（不動産投資顧問業者）の手腕にかかってくるといっても過言ではない。

したがって、JCRでは不動産ファンドのデット格付けにおいても表5に記載するような項目を十分にデューデリジェンスした上で格付け作業をする予定である。また、今後は資産運用会社である投資信託委託業者（不動産投資顧問業者）自体の格付けもマーケットニーズと相俟って必要となってくるかもしれない。

表 4

投資信託委託業者に求められる主要な専門性	具体的項目
(1)不動産に関する知識	行政法規 取引慣行 マクロ・ミクロ的な見通しやマーケット指標等
(2)物件購入・売却に関する専門性	マーケット情報収集能力 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その対応・対策能力 物件選定能力 不動産価値及びリスクの見極め能力 購入・売却時のタイミング判断能力 不動産売買交渉能力
(3)ファイナンスに関する専門性	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) その遂行能力
(4)リーシングに関する専門性	賃貸運営時における市場適性賃料の見極め能力 テナントミックス・メンテナンス等の各能力
(5)プロパティマネジメントに関する専門性	プロパティマネジメント能力 アウトソースする場合は業者選定能力・業者管理能力

表 5

JCR が投資信託委託業者（不動産投資顧問業者）に対してチェックする主要な項目
(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（ファンドマネージャー）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ージャー体制
(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

e . プロパティマネジメント会社

不動産ファンドが保有することとなった各物件については賃貸・運営管理をプロパティマネジメント会社に委託することになる。当然、運用会社（不動産投資顧問業者）自らがプロパティマネージャーを兼ねることも考えられ、オーストラリアなどでは両者を1つの会社で行っている例も見受けられる。

プロパティマネジメント会社は保有物件の賃貸料を上げ、良質なテナントを確保する等、ファンドのキャッシュフローを安定・維持向上化させるための「^{かなめ}要」であり、プロパティマネージャーの能力如何では、取得後の物件価値が大きく異なることとなり、ファンドの盛衰を決めかねない。プロパティマネジメント会社が行う業務としては、主に次のものが挙げられる。

- (1) テナント管理（賃料回収・賃料交渉、テナントクレーム対応、テナントアメニティの向上策の策定・履行）

- (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）
- (3) 物件保守・管理(物件価値維持向上、修繕計画の策定・履行)
- (4) 工事施工管理（内装・改装・補修工事等）
- (5) 環境調査（問題箇所の対応や各種保険加入の検討）

JCR ではプロパティマネジメント会社について、主に表 6 の事項をチェックしていく予定である。また、集合債権のストラクチャードファイナンスにおける「サービサー」格付けのように「プロパティーマネージャー」の格付けも近い将来に必要となってくるであろうと JCR では考えている。

表 6

JCR がプロパティマネジメント会社に対して行う主要なチェック項目
<p>1. プロパティーマネジメントのビジネス戦略 中長期戦略 短期的戦略</p> <p>2. 管理・運営の組織形態 担当部門の構成 人員構成 実績報告及び管理方法 情報及び会計システム 資金管理方法（敷金運用等の運用方法・運用基準）</p> <p>3. 過去の管理実績 管理物件数 管理物件の実績（地域・用途・規模別） 管理物件のパフォーマンス（賃料、空室率、テナント更新料、平均経費率等） 滞納テナントに対する回収実績及び対処方法 管理とリーシング（テナント仲介）を兼務する場合は、過去のリーシング実績</p> <p>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 ・審査基準 ・賃料交渉方法および社内決裁手順 ・リーシングの外部への委託可能性および方法 テナントマネジメント ・テナント要望への対応 ・賃料徴求方法 ・更新時交渉方針とその手順および意思決定手続き ・賃料減額請求に対する対処方法</p> <p>5. 物件管理 物件管理マニュアルの有無 長期修繕計画 施設点検の頻度及び報告方法 コスト削減策、適正コスト算出の方法</p> <p>6. 業務のアウトソーシング（上記 1~5 迄のいずれかについてアウトソーシングする場合） アウトソースする先との利害関係 アウトソースするウェイト、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の候補</p> <p>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</p>

5．最後に

経済動向や不動産市況、法制・税制といった不動産証券化を取り巻く環境には、引き続き大きな変化が生じていくものと予想される。JCRは不動産マーケットの実状に応じて、格付け手法を適宜リファインしていく。

