

# 求められる不動産価格の妥当性検証の仕組み

## —J-REIT、私募ファンド市場の健全な成長のために—

ニッセイ基礎研究所 金融研究部門  
不動産投資分析チーム

上席主任研究員 松村 徹

omatsu@nli-research.co.jp

### 利益相反リスクをはらむ私募ファンドの出口戦略

J-REIT とともに不動産投資市場の主役となっている私募ファンドは、不動産利回りと借入金利のイーロッドギャップを利用してレバレッジを効かせ、不動産価値を高めて第三者に売却し、J-REIT より高い投資利回りを狙う仕組みである。通常、私募ファンドの運用会社は、稼働率改善や管理コスト削減でキャッシュフローを増加させ、当該物件を優良化（リスクプレミアムは低下）することで不動産価値を高めるが、最近では、投資市場における価格上昇の追い風も受けている（図表-1、2）。

最近、市場環境と投資家の多様化を背景に、同一もしくは系列の運用会社が管理するファンド間で不動産を転売する例が増えている。これは、海外投資家など要求利回りの高い投資家向けに組成したファンドから、要求利回りの低い国内投資家向けファンドに不動産を転売することにより、利回り差分だけの値上がり期待ができるためである。

特に J-REIT は、優良物件を比較的低い利回りで購入して、長期間保有する投資家とみなされ、私募ファンドの最終的な出口に想定されることが多い。このため、私募ファンドの運用会社が J-REIT 組成を計画したり、J-REIT への売却を想定して新規参入組が私募ファンドを組成したりする一方、J-REIT で先行した大手不動産会社が、系列 J-REIT を出口のひとつに想定する私募ファンドを組成する例も増えている（図表-3）。

J-REIT にとっては、バルクセールや低稼働物件など直接購入が難しい案件を、投資適格不動産に加工してくれる私募ファンドは、物件確保のパイプラインとして無視できない存在である。特に、系列ファンドであれば、価格が上がり競争入札を避けて、相対での取引が期待できる上、増資など資金調達時期と合わせた取得時期の調整なども可能になる。

ただし、系列ファンド間での転売が、各ファンド投資家間の利益相反リスクをはらんでいるのも事実である。つまり、値上がり益や売買に伴う運用会社の手数料収入確保を目的に、賃貸市場のファンダメンタルズや当該物件の収益力を大幅に上回る価格で不動産が転売される可能性である。これは、運用会社の自己勘定から私募ファンドやJ-REITへの物件売却

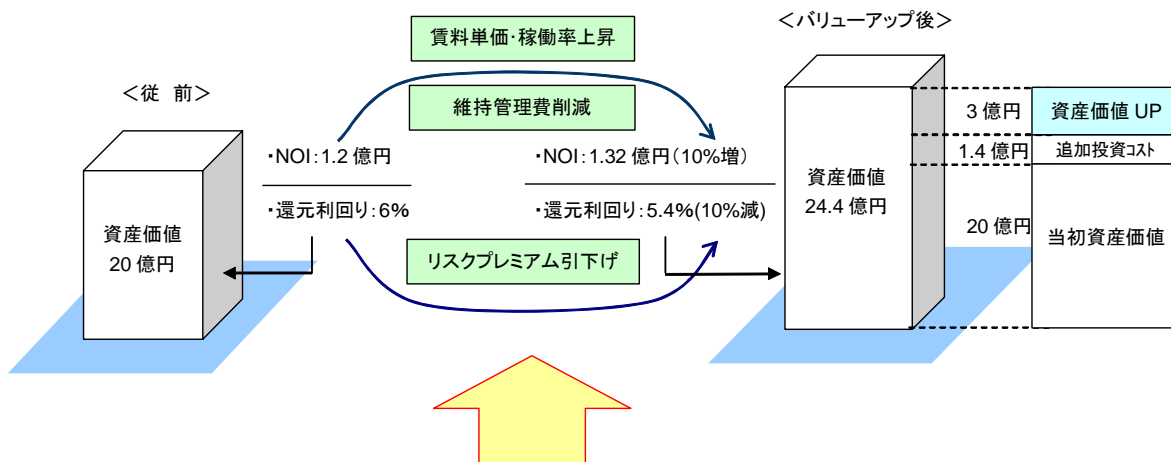
についても同様のリスクがある<sup>1</sup>。

不動産取引の過熱感が高まり、金利に先高感がある現状では、将来の値下がりリスクも高くなっており、安易な転売が横行すれば、市場が「土地ころがし」ならぬ「ビルころがし」ゲーム化する恐れがある。本来、各ファンド投資家の利害が異なる以上、運用会社は投資家に対して、運用対象不動産の詳細を明らかにするとともに、取得決定プロセスに問題がなく、かつ「適正な市場価格 (Fair Market Value)」による取引であることを説明すべきで、これが系列間の相対取引の場合はなおさらである。もちろん、受託者責任を負う年金基金などの機関投資家も、取引価格が「適正な市場価格」であること検証する努力を怠るべきではない。

---

<sup>1</sup> このような指摘に対し、仮に系列間で利益相反問題が起これば、グループ全体が投資家の信用を失ってビジネスの継続が困難になることが容易に予想できるため、幅広く不動産運用ビジネスに携わっている不動産会社ほど、このような利益相反行為を犯す可能性は小さいとする意見もある。

図表-1 私募ファンドにおけるバリューアップの構造

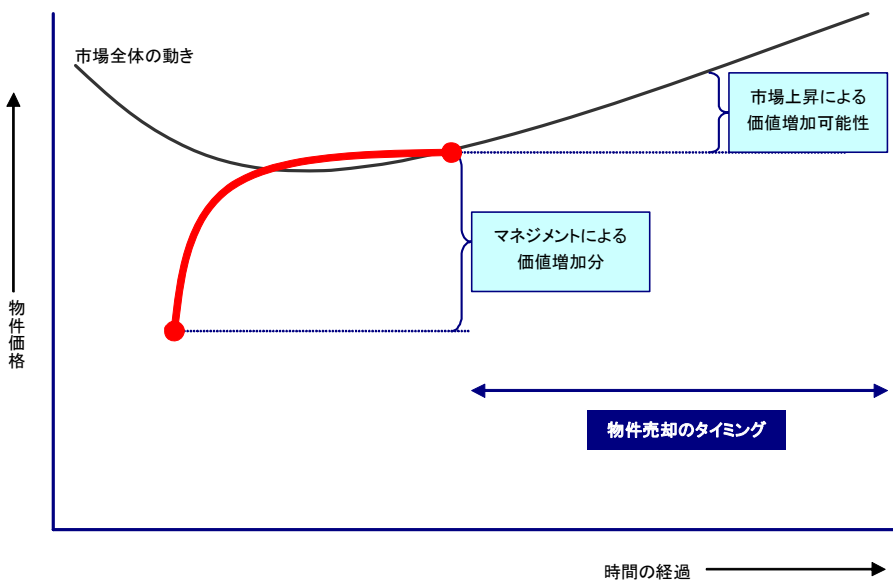


<バリューアップ手法のメニュー>

分野	目的	内容
建築・設備の更新	①賃貸物件としての魅力向上 ②維持管理の効率化	リニューアル
		コンバージョン・用途転換
		建替え(単独再開発)
		再開発(共同開発)
ビル管理体制見直し	①維持管理の効率化 ②賃貸物件としての魅力向上	プロパティ・マネジメントの導入
		ビル管理会社・契約の見直し
リーシング・マネジメント	①稼働率の改善 ②解約リスクの低減・稼働の安定化	新規テナント誘致・増床対応
		テナントの入替え

(出所)ニッセイ基礎研究所

図表-2 私募ファンドのバリューアップと売却時期



(注)価値増加とは、キャッシュフロー増加と物件価格増加を合わせたものを指す。

(出所)ニッセイ基礎研究所

図表-3 J-REIT 上場計画  
(順不同)

設立企業	資産タイプ
住友不動産	オフィス
三井不動産	住宅
三井不動産	商業施設
森ビル	オフィス、住宅
野村不動産	住宅
三菱商事	物流施設
伊藤忠商事、センチュリー 21	住宅
伊藤忠商事	物流施設
AMB プロパティ	物流施設
プロシス	物流施設
プロスペクト、日商岩井不動産、長谷工ライブネット、明豊エンタープライズ	住宅
モリト、大和ハウス工業、モルガンスタンレー、みずほ銀行ほか	住宅
ケネディクス	オフィス、住宅、商業施設
ダウインチ・アドバイザーズ	オフィス
ダウインチ・アドバイザーズ	住宅
ダウインチ・アドバイザーズ	ホテル、商業施設
クリート、ダウイン、リーマン・ブラザーズ	住宅
クリート	オフィス
アセット・マネージャーズ・グループ	オフィス、住宅、商業施設
スターツグループ	住宅
ヒューマックス	商業施設
モリト、大和ハウス、モルガン・スタンレー・プロパティーズ・ジャパン、中央三井信託他	住宅、商業施設
学生情報センター	住宅
コマーシャル・アールイー(旧幸洋コーポレーション)	物流施設他
ファントクリエーション	住宅
福岡地所、九州電力、西部ガス、西日本鉄道	オフィス、商業施設
LCP、極東証券、セクス、サンシティ、矢作建設工業、穴吹興産、日神不動産	住宅
新日本製鉄、王子製紙、住友信託銀行	住宅、商業施設
セファ	商業施設
ジョイント・コーポレーション	住宅
CRG、中央三井信託銀行、共立メンテナンス、極東証券	ホテル
都市デザインシステム、野村プリンシパルファイナンス	高齢者施設
マッコリー・グループ	住宅
マッコリー・グループ	物流施設

(出所)ニッセイ基礎研究所

## 不動産価格の妥当性検証のために

投資用不動産は非常に個別性が強いだけに、取引価格が「適正な市場価格」であることを検証することは、実は簡単ではない。

通常、ファンドが行う不動産取引について、鑑定評価額と取得価格に大きな差がなければ問題なしとする投資家が多いが、これだけでは不十分であろう。少なくとも、当該分野に精通したスタッフによる内部チェックか、外部の第三者によるレビュー（セカンド・オピニオンの取得）<sup>2</sup>を行うべきである。ここで第三者とは、最初に評価を行った鑑定士やファンド運用会社と利害関係のない鑑定士や評価会社などを指す。

このため、私募ファンドやJ-REITに投資する機関投資家<sup>3</sup>は、ファンド運用会社から不動産価格の妥当性を検証するために必要な情報の開示を受けることと、この情報を基に独自に価格のチェックを行うことが求められる。

また、不動産鑑定評価額はピンポイントの価格にならざるをえないが、個別性の強い不動産について、キャッシュフローや金利の変化、出口戦略などを勘案して収益還元価格を査定する以上、「適正な市場価格」にはかなりの幅が存在すると考えるべきである<sup>4</sup>。特に、機動的・能動的に運用を行う不動産ファンドの場合、運用会社のマネジメントの巧拙が将来の不動産価格に大きな影響を及ぼすだけに、「適正な市場価格」とみなされる価格帯を認識しておくことは意味がある。

そこで、機関投資家が行う価格チェックの精度を向上させるために、運用会社は鑑定評価書の写し<sup>5</sup>と一定の幅で表示した価格<sup>6</sup>を投資家に開示することが望まれる。このとき、運用会社が開示した評価額の幅と、投資家が査定した評価額の幅が重なるレンジ内に取得価格があれば、取得価格はおおむね妥当と判断できるであろう。また、評価額を幅で表示することで、取得価額が強気のキャッシュフローシナリオに基づくものか、そうでないのかなどについての理解を助けることにもなる（図表-4）。

現在、J-REITが不動産を購入した場合、監査法人などの第三者が価格調査を行っているが、調査人は当該不動産について不動産鑑定士による鑑定評価が行われていることを確認するだけで、価格の妥当性の保証も、取引についての意見表明も行わない点が問題である。そこで、このようなプロセスチェックに止まっている価格調査を廃止し、上記のように投資家への開示情報をさらに充実させることにより、取得価格の検証を機関投資家に委ねる

<sup>2</sup> このような視点は筆者独自のものではない。プライスウォーターハウスクーパース海藤明子氏『第三者のレビューでリスク軽減』不動産鑑定 2002年1月号、三菱信託銀行代田秀雄氏『不透明な残る不動産価格-第三者チェック必要に-』日経金融新聞 2004年2月18日など。

<sup>3</sup> 投資顧問会社、J-REITに投資する投信（ファンド・オブ・ファンズ）のファンドマネージャーも含む。

<sup>4</sup> 『不動産投資の現状と課題』証券アナリストジャーナル 2004年11月号の座談会でも、筆者を交えて議論されている。

<sup>5</sup> 鑑定評価額を開示するJ-REITは多いが、個々の投資家が鑑定評価書自体の閲覧や写しを入手できるようにはなっていない。私募ファンドでは、投資家が要求すれば鑑定評価書の閲覧も可能なケースがあるようだ。

<sup>6</sup> 一部の不動産評価会社や不動産鑑定会社では、不動産鑑定評価書の作成とは別に、不動産価格を一定の幅で表示するサービスを行っている。

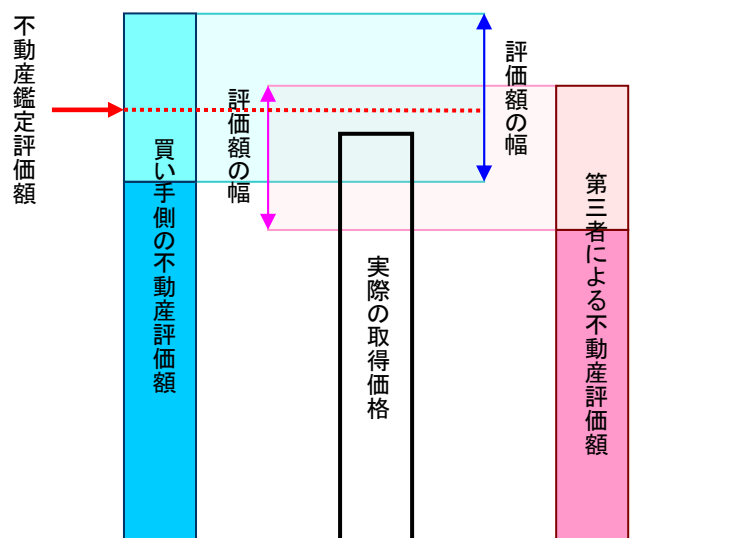
べきと考える。

私募ファンドでは、投資家が物件を特定できない運用会社一任型のファンドもあるが、通常は J-REIT 以上に詳細な情報を投資家に開示しているケースが多いとみられる。ただし、開示情報の活用状況は、投資家の評価能力や問題意識などで大きな差があると思われる。

プロフェッショナルとして市場を主導する立場にある機関投資家は、系列間取引であろうとなかろうと、運用会社が提示する鑑定評価額を絶対視することなく、クロスチェックのために必要な情報開示を運用会社に求めると同時に、内部審査体制の充実や第三者レビューの導入など自らのチェック機能をより強化すべきである。

以上

図表-4 取得価格についての第三者レビューのイメージ



(出所)ニッセイ基礎研究所

## (参考)不動産投資分析チーム レポート一覧

2002/06/06	東京オフィス市場の「2010年問題」ーオフィス需要純減で2003年より深刻な局面も
2002/09/12	オフィスビル大競争時代の幕開けー需要縮小局面における勝ち組の条件
2002/10/08	本当に有利か?ワンルームマンション投資ー投資リスクを誤解させる利回り表示
2002/11/12	拡大する私募型不動産ファンド市場ーそのビジネスモデルと市場展望
2003/03/25	日銀の不動産投資信託(REIT)購入効果に疑問ー健全な市場形成を阻害するおそれも
2003/05/09	大規模開発は日本経済を再生するかー都市再生プロジェクトへの期待とその限界
2003/07/08	新時代を担う世代のための都心居住政策をー求められる多様な賃貸マンション供給
2003/08/28	都市再生は不良債権問題を解決するかー的外れな地価反転待望論
2003/10/14	マンションの事務処理用に注目するー小規模オフィスビルにおける需要創造の新たな視点
2003/11/10	地方オフィス市場の現状と展望ー東京ー極集中で高まる縮小均衡の可能性
2003/12/16	情報通信技術が支える新しいワークスタイルーテレワーク増加とオフィス需要への影響
2004/03/02	大型オフィスビルが牽引するフロア利用効率の改善ー2003年問題の陰で進んだオフィス改革
2004/03/19	投資家が求めるビル管理コストのベンチマークー適正な管理仕様に基づくコスト評価のために
2004/05/28	今後の金利上昇がJ-REIT価格に与える影響ー米国REITからのインプリケーション
2004/06/21	住宅市場に2010年問題はあるかー団塊世代の住行動と定年退職の影響を読む
2004/07/27	市場の二極化、実は階層化ー平均値では把握できないオフィスビル市場
2004/09/27	不動産投資ブームと投資教育の不在ー人生最大のマイホーム投資こそ重視すべきテーマ
2004/10/21	オフィス市況アンケートのまとめー実務家・専門家がみる今後のオフィス市場
2004/11/11	東京のオフィス市場動向ー不透明な賃貸市場と過熱する投資市場
2005/01/31	注目される新築アッパーミドルクラスビルー中型ビル市場で勝ち組になる巧みなマーケティング
2005/03/14	J-REITにおける不動産投資利回りの動向
2005/04/27	再考/東京オフィス市場の「2010年問題」ービル需要の多様化がオフィスワーカー減少の緩衝材に

(注)2002年4月以降の公表レポートに限る。