

# 求められる不動産価格の妥当性検証

金融研究部門 松村 徹  
omatsu@nli-research.co.jp

## 1. 私募ファンドの出口戦略

私募ファンドは、不動産利回りと借入金利の差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（不動産投資信託）より高い投資利回りを狙う仕組みである。通常、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。

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が期待できるためである。

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。

## 2. 懸念される利益相反リスク

このような系列ファンド間での転売は、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。

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」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。

### 3. 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を行うべきである。

このため、私募ファンドやJ-REITに投資する機関投資家は、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。

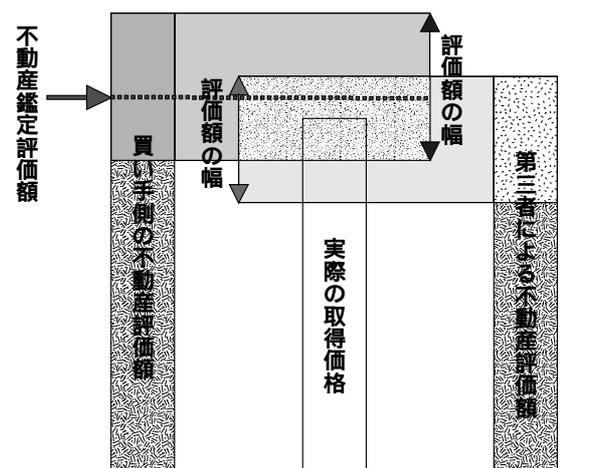
また、鑑定評価額はピンポイントの価格にならざるをえないが、個別性の強い不動産について、キャッシュフローや金利の変化、出口戦略などを勘案して収益還元価格を査定する以上、「適正な市場価格」にはかなりの幅が存在する应考虑すべきである。特に、機動的に運用を行う不動産ファンドの場合、運用会社の能力が将来の不動産価格に影響を及ぼすだけに、「適正な市場価格」を幅で認識しておくことは意味がある。

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と一定の幅で表示した価格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、取得価格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 - 1）

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、系列間取引の有無にかかわらず、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。

図表 - 1 取得価格についての第三者レビューのイメージ



（資料）ニッセイ基礎研究所