

証券化不動産の定期監査的評価のあり方

大阪事務所 山本 厚夫

．証券化不動産の問題点

不動産の証券化は、不動産所有者のニーズと投資家のニーズとが結びつくことにより、生まれたスキームといえる。両者のニーズには次のようなものが挙げられる。

不動産所有者のニーズ（証券発行会社など）

不動産を所有するリスクを避けるため、所有しないことへの意識の変化
企業の財務体質の強化の要請（不動産のオフバランスの実現）
貸渋りなどにより、間接金融から直接金融で資金調達する必要性の発生

投資家のニーズ

低金利の状況における、新たな投資対象の必要性
不動産投資を、小口資金の投資でできないか

不動産の証券化は、実物資産をいわば紙（有価証券）に置き換えることであるから、証券化不動産に対して投資することは、投資家にとって、すでにある投資商品（株式や社債など）に投資するのとなんら変わりはない。つまり投資家は、どのような投資対象であれ、投資判断として、投資対象の収益性や安全性さらに投資の換金性などをみるのである。したがって、不動産の証券化の際には、証券の原資となる証券化不動産の将来の収益性、安全性、換金性、流通性などを判断するために、不動産の鑑定評価が必要とされるのである。

投資商品の価値は、不動産に限らず、日々変化するのが通常である。これらの価値の変化を反映させているのが市場であり、例えば株式であれば時々刻々株式市場においてその価値が判断されているといえる。しかし、現時点のような不動産の証券化の初期段階においては、このようなマーケットが存在せず、通常の投資家にとって証券発行後の、証券化不動産の現時点での資産価値を知ることは困難な状況である。したがって、現時点でマーケットが存在しない不動産の証券化が世に定着し、広く流通するためには、投資家保護を確保しなければならず、その手段として定期監査的に証券化した不動産の価値を評価することが必要になってくるのである。

．通常の証券（いわゆる株式、社債）での現状

では、一般的な証券である公社債を例にして投資家が合理的な投資判断を行うのに必要な情報としては、どのようなものがあるのだろうか。これには、ディスクロージャー

と 格付けがある。これらは投資家がある社債を購入するか否か、購入した場合、持ち続けるか否か、又は手放すか否かについて自ら判断することを補助するための仕組みである。

ディスクロージャー

ディスクロージャー制度とは、多数の投資家を対象とする証券の発行者に、証券並びに発行者に関する情報開示義務を課すことによって、投資家が合理的な投資判断を行うのに必要な情報を得ることができるようにする制度である。

社債等の証券の募集または売り出しにあたっては、発行者が財務大臣に対して、発行される証券と発行者に関する所定の情報を記載した有価証券届出書を提出しなければならないことになっている。この届出が効力を発しない限り、証券を取得させたり、売りつけたりできないとされている。

提出された届出書は、関東財務局及び発行会社の本店所在地を管轄する地方財務局に備え置かれるほか、届出書の写しが発行会社の本支店などに備え置かれ、それぞれ投資家が自由に閲覧することができるようになっている。

また、引受証券会社が証券を投資家に販売するにあたっては、有価証券届出書とほぼ同じ内容の目論見書を投資家に交付することが義務付けられている。

なお、証券取引法では元引受証券会社が、有価証券届出書や目論見書等の内容について不実の記載があった場合の損害賠償義務を定めており、元引受証券会社は発行予定のある会社について引受審査を行い、発行会社の内容が適正に開示されるように努め、投資家に対する責任を果たす必要がある。

有価証券届出書を財務大臣に提出した会社は、以後、事業年度ごとに有価証券報告書を財務大臣に提出して、企業内容を継続して開示しなければならない。提出された報告書は、関東財務局及び発行会社の本店所在地を管轄する地方財務局に備え置かれるほか、報告書の写しが発行会社の本支店などに備え置かれ、それぞれ投資家が自由に見ることができる。

格付け

債券の格付けとは、債権の元利払の確実性についての判断を記号化したものであり、わかりやすい投資情報として、その重要度は高いとされている。格付け表示は、格付け会社によって多少異なるが、一般的には次の表のようなもので、B B B格以上が投資適格債券、B B以下は投機的要素が強い債券(ハイリターンであるが、ハイリスクである)とされている。格付けの取得状況については、有価証券届出書等の開示情報に記載することが義務付けられている。

表：格付け表示の例

AAA (トリプルA)	債務履行の確実性は最高水準にある
AA (ダブルA)	債務履行の確実性はきわめて高水準にある
A (シングルA)	債務履行の可能性は高い水準にある
BBB (トリプルB)	債務履行の可能性は十分であるが、将来環境が大きく変化した場合、その影響を受けることがある
BB (ダブルB)	債務履行の可能性は当面問題ないが、将来環境が大きく変化した場合、その影響を受ける可能性がある
B (シングルB)	債務履行の確実性に問題がある
CCC (トリプルC)	債務不履行になる可能性がある
CC (ダブルC)	債務不履行になる可能性がかなり大きい
C (シングルC)	債務不履行になる可能性がきわめて大きく、当面立ち直る見込みがない
D	債務不履行に陥っている

格付けには、格付け会社が債券の発行会社の依頼を受けて発行する「依頼格付け」と、発行会社の依頼なしに発行する「勝手格付け」の2つがある。「依頼格付け」の場合、格付け会社は発行会社の経営陣にインタビューを行う（発行会社にとってはIR活動）など、有価証券報告書などの公開情報以外の情報も勘案しながら格付けを行う。一方「勝手格付け」の場合は、公開情報のみに基づいて格付けを行われる。格付け情報の重要性が高まっている現状では、新規発行債券について格付けを取得することが債券発行市場においてほぼ必須とされているため、発行会社が新規に債券発行を予定している場合には、あらかじめ格付け会社にその債券の格付けを依頼するのが通常である。

なお、債券の格付けはこの銘柄について付されるものであり、発行会社そのものを格付けするものでない。したがって、同一の発行会社が発行した債券であっても、担保の有無、財務上の特約内容によって格付けが異なることもありえる。

．まとめ

以上のように一般の証券においては、投資家保護の観点から ディスクロージャー、格付けが行われ、ディスクロージャーとして義務づけられている情報としては、有価証券届出書、目論見書、有価証券報告書がある。

有価証券届出書と目論見書は、証券の売り出し時に開示される情報であり、有価証券報告書は、売り出し以後、定期的にその後の経緯を開示する情報である。

これを、証券化不動産の場合に当てはめてみると、確かに証券発行時には目論見書が開示されている。しかし、その後の当該不動産価値の変化（収益性、安全性など）を示す有価

証券報告書に該当する書類の開示が義務づけられていないのが現状である。

投資家にとって見れば、不動産の証券化による証券を発行時に、投資するかどうかを判断するための情報は開示されているが、その後その証券を保有しつづけるのかどうか、保有しないとすれば今、どのくらいの価値があるのかを判断するための開示情報がないというアンバランスな状態に置かれている。

これでは、不動産の証券化による証券が広く一般の投資家をも含めて普及することは困難といわざるを得ない。広く一般の投資家に普及しないのであれば、適正な流通市場の成立もなしえなくなり、換金性の観点からも一般の債券と比べて劣ることになる。さらには証券発行後の格付けも的確には行えないことになる。

したがって、証券化不動産に対して、有価証券報告書に相当する定期的な監査が求められるといえる。つまり定期的な鑑定評価によって証券化不動産の資産価値の目安を示すことが必要である。確かに、最終的にその不動産の資産価値は市場が判断すべきことではあるが、その市場そのものが未成熟な状態にある現状では、まずは先に定期的な鑑定評価によって資産価値の目安を示すことが重要である。この情報開示によって、取得した証券を保有しつづけるのか、処分するのかを投資家が判断できるようになり、それが投資家保護につながり、さらに市場が広がっていき、不動産の証券化による証券が流通し、換金性を確保し、それにより市場が成熟していくというシナジー効果を期待することができるのである。

また、定期的に証券化不動産を鑑定評価することは、副次的な効果として、証券発行時に予測した収益性、安全性等の検証が可能になること（当初予測との乖離）、変化を指数化することにより時系列インデックスデータを得られることなどが考えられる。

このように、証券化不動産を定期監査的に評価することは、そもそも投資家保護のための情報開示から必要とされることではあるが、それにより結果的に不動産の証券化による証券市場が適正に形成され、活発化していくことになり、証券を発行する側からしても望ましいことになるのである。

また、企業会計においても不動産の評価は、原則取得原価主義であった時代から変化しており、販売用不動産においては強制評価減が行われ、また、2003年ごろを目安として事業用不動産(固定資産)に対して減損会計が実施される予定であり、不動産の時価を計測することが証券化不動産に限らず求められている。

実務上では、当初鑑定評価した不動産についての予測と、その後の数年後に同一の不動産を鑑定評価する際には、当初の予測の乖離が通常発生するであろうが、その乖離についてどこまで専門家として責任を持つべきであるのか（例えば乖離が予測不可能な事象を原因として発生したものなのか否か）が今後問題となっていくであろう。